

## GCC 経営™分析レポート：株式会社シノケングループ

東証一部 証券コード：8909

2020年11月25日

## 不動産業界の「トラスト DX」の取り組みでリーダーを狙う 業界トップクラスの ROIC & PBR 1 倍企業への投資の意義

本レポートは、**Growth**(売上成長)、**Connection** (人・事業のつながりの改善 = 資本の利益率向上)、**Confidence** (信頼向上 = 事業リスク低下) の3要素を重視する「GCC 経営™」\*<sup>a</sup> の視点で企業価値分析を行う。

※トラスト DX：デジタルトランスフォーメーション (DX) の3要素 (効率化 DX・高付加価値化 DX・トラスト DX) のひとつ。マイナンバーカードやこれから法制度が進む組織認証、データ改ざん防止の取り組みなどによって進む「自由なデータ連携」において必須となる技術によるイノベーションを示す。

### 「お客様の成功がすべて」を追求するパラダイムシフト推進企業

株式会社シノケングループ (以下、「シノケン G」) は、将来不安を解消する資産づくりのサポートを目的に 1990 年に設立。一般の会社員層でも無理なく資産形成を可能にする「土地がなくても、自己資金が少なくてもアパート経営はできる」、という不動産流通の観念を変えるパラダイムシフトに成功し、2002 年に株式を上場した。

### アパート経営モデルを強化しつつライフサポートカンパニーへと変貌

99%<sup>※1</sup> 入居率を誇るアパート経営モデルに加えて、M&A でマンション販売・管理、ゼネコン、エネルギー供給、ライフケア事業と多角化し、顧客の生涯にわたるライフサポートを推進する「ライフサポートのシノケン」へと変貌中。REIT (日本・インドネシア)、国内成功モデルの海外における展開など、アップサイドテーマは豊富にある。さらに、外部 IT 企業と提携し DX 推進本格化。**注目は自由なデータ連携を促進する「トラスト DX」においてエストニア由来の最新技術の導入を進めている点である。「トラスト DX」の取り組みを強調している不動産関連の上場企業は現時点ではシノケン G 以外では確認できていない※。新技術への最先端の取り組みがいかなるパラダイムシフトにつながるのかを本レポートで展望したい。**

※1：入居率実績：2020年3月末現在、創業当時の物件を含む自社企画開発・管理物件。以下本文も同様の基準の入居率。

※2：2020/11/20 時点、Gurgle 等で「不動産、トラスト DX」を含む検索で表示される上場企業はシノケン G のみ。

### 高 ROIC や成長テーマが認識されれば 4 倍以上のアップサイドも

同業他社におけるアパート経営関連の不祥事等の影響を受け、減収トレンドにあり、シノケン G は PBR 1 倍程度、PER 6 倍台と低評価である。しかし、①**ROIC は 11% 台と業界トップクラス**、②**「不動産セールス (アパート・マンション販売) 以外では 2016 年以来年率 20% 超と高成長**、③**ゲームチェンジャー技術のトラスト DX で先行**、からみるとこの評価は本質的価値から乖離している。来期以降の業績が横ばいでも、現時点の時価総額の 3 倍弱の株主価値が算出され、既存事業のみの成長シナリオでも約 4 倍の株主価値が推計される。シノケン G の成長ポテンシャルが正当に評価されれば大きなアップサイドが期待できよう。

### ベーシックレポート

執筆・編集

ジェイ・フェニックス・リサーチ(株)

www.j-phoenix.com

#### 会社概要

所在地	福岡市中央区
代表者	篠原英明
設立年月	1990年6月
資本金	1,094百万円
上場日	2002年12月
URL	www.shinoken.co.jp/
業種	不動産業

#### 主要指標 2020/11/20 現在

株価	1,118円
52週高値	1,372円
52週安値	656円
発行済株式数	36,380,400株
売買単位	100株
時価総額	40,673百万円
会社予想配当	41.00円
予想当期利益ベース EPS	174.13円
予想 PER	6.4倍
実績 BPS (2019年12月末)	1,170.98円
実績 PBR	0.95倍

業績動向	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)	年間DPS (円)	株価	
											高値(円)	安値(円)
2017年12月期通期実績	105,936	30.3%	12,920	22.2%	12,201	23.3%	8,489	27.4%	254.92	27.50	1,390	936
2018年12月期通期実績	111,390	5.1%	11,843	-8.3%	10,699	-12.3%	7,415	-12.6%	220.08	30.00	1,997	630
2019年12月期通期実績	95,786	-14.0%	9,754	-17.6%	9,018	-15.7%	5,875	-20.7%	172.68	38.00	1,372	631
2020年12月期会社計画	96,000	0.2%	8,800	-9.7%	8,300	-7.9%	5,900	0.4%	174.13	41.00	-	-
2019年12月期実績累積3Q	72,787	-14.7%	8,150	-13.9%	7,480	-14.1%	4,955	-15.4%	145.68	-	884	631
2020年12月期実績累積3Q	72,558	-0.3%	6,712	-17.6%	6,224	-16.7%	4,190	-15.4%	123.37	-	1,014	761

シノケン G は 2018 年 7 月 1 日付で株式分割 (普通株式 1 株につき 2 株の割合) を実施。上記の表における 2017 年 12 月期の EPS は、当該株式分割が 2017 年の期首に行われたと仮定して算定した数値。

また、2017 年および 2018 年 12 月期の DPS は、当該株式分割を考慮し、遡及して算定した金額を記載。

\*ジェイ・フェニックス・リサーチ (以下、「JPR」) が企業価値の概念をわかりやすい言葉で体系化。巻末資料「GCC 経営™の分析フレームワークとは？」参照。

# 1. 株主価値の展望

## 株主価値の創造力のドライバーの現状

固定観念を覆す  
不動産流通革新による  
パラダイムシフト

アパートメント経営を行う  
オーナー様から  
「人と人のリアルな  
信頼関係」を  
長期間にわたって蓄積

創業者の経験をもとに  
不動産流通革新を推進

### 二つのドライバー

シノケン G の株主価値の創造力のドライバーは、①全体最適の構想力と実践力による不動産流通革新、②「お客様の生涯にわたる成功を支援」を実現する「ライフサポートシステム」、の2つに整理できる。

### 全体最適の構想力と実践力による不動産流通革新

創業 30 年を迎えたシノケン G は、多くの会社員がもつ「自分がアパート経営などできるはずがない」という固定観念を覆し、不動産流通革新を進め「会社員にもできる、会社員目線でのアパート経営」というパラダイムシフトを実現してきた。

その原動力は、**全体最適の構想力と実践力**である。具体的には、①目的達成のために、②固定観念にとらわれずに、③全体最適システムを自ら考え、④自ら実践し、⑤直面した様々な課題やリスクを自ら克服して行く、と表現できる。

シノケン G が 2020 年 11 月 18 日に開示し「中長期ビジョン 2020」から抜粋した以下の表は、その原動力の内容を簡潔に示している。

### シノケン G が進めてきた不動産流通革新

創業者 篠原英明の 20 代での経験	シノケン G 創業
土地から始める新築アパートメント経営のシステムを考案、自ら実践、課題を克服し、自分のような会社員にも資産づくりが可能であることを実感	創業者自身の体験をビジネスモデル化 不動産を活用した資産づくりを 一般的な会社員層に開放する 不動産流通革新

### 新たな不動産流通モデルにより、一般的な会社員層の ライフサポートシステムを構築

地域の不動産仲介業者と地道に信頼関係を築き、駅近の土地情報をご紹介頂き、厳正な選定プロセスを経て仕入れ、土地の条件にあわせた建物をつくりあげ、賃借人にとって魅力あるサービスを提供。入居率 100%を目指す管理を行い、不動産仲介業者、金融機関、賃借人、そしてアパートメント経営を行うオーナー様から「人と人のリアルな信頼関係」を長期間にわたって蓄積。結果として、一般的な会社員層の将来の資産づくりに寄与する「ライフサポートシステム」を実現

出所：シノケン G「中長期ビジョン 2020」

以上の原動力は、創業者自身の経験に根差している。60 歳で定年を迎えた後、安心して、より楽しく、ゆとりのある老後生活を送りたいと考えていた創業者は、自身がまだ会社員であった時代に、土地から購入してアパート経営を成功させたいとの思いを抱き、自らが挑戦し、それを成し遂げた。

創業者の経験から築き上げたビジネスモデルが、グループ全体のビジネスの根幹にあり、シノケン G の株主価値の創造力の源泉となっているともいえる。

「ライフサポートシステム」で  
顧客の心をつかみ  
さらなる発展へ、  
またストックビジネスも  
拡大へ

### 「ライフサポートシステム」とは

パラダイムシフトを永続的に発展させるために、シノケン G が創業より構築してきたのがお客様の生涯を通して寄り添う独自の「ライフサポートシステム」である。

用地仕入から開発、施工、サービス運営、管理までグループ一貫通貫で行う垂直統合モデルであり、お客様の生涯にわたる成功を実現するために、①明確な数値目標を掲げ、②数値目標の達成のための最適なコンセプトを考え、③コンセプト実現に必要な多様なスペシャリスト・ステークホルダーと長期的な信頼関係を築き、最適に連携し、「人と人のリアルな信頼関係」を構築していく。

「アパートメント経営による資産づくり」における「ライフサポートシステム」をまとめると以下のような表になる。

### 「ライフサポートシステム」の例：「アパートメント経営による資産づくり」

<p>① 明確な数値目標</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>入居率 100%：「アパートメント経営による資産づくり」と耳にしたとき、誰もが思い浮かべるリスクは「入居率」</li> <li>シノケン G の賃貸管理戸数 38,000 戸超の入居率実績は 99% 超だが、一人ひとりのオーナー様の立場で考えると、この 1%の空室はとても大きく重要な数字である</li> <li>シノケン G は、この 1%を埋めることに集中し、あくまでも入居率 100%を永遠のテーマとして追いつける</li> </ul>
<p>② 数値目標の達成のための最適なコンセプト</p> 	<p><b>A. 厳選した立地での展開：駅徒歩 10 分以内</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ターミナル駅から 30 分以内。単身者の多い都市に限定し、5 エリア・6 都市のみ 【東京、関西（大阪・京都）、名古屋、福岡、仙台】</li> </ul> <p><b>B. マーケットに見合った無理のない家賃設定</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>30 年培ったノウハウ・データをベースに、実勢相場を加味しつつ、長期間の安定入居を前提とした家賃査定</li> </ul> <p><b>C. 入居ニーズを捉え、デザイン・仕様に反映</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>既存の入居者様に対して、随時アンケートを実施し、ニーズを把握。デザイン、仕様に反映することで、高稼働の物件づくりに繋げる</li> </ul>
<p>③ コンセプト実現に必要な多様なスペシャリスト・ステークホルダーと長期的な信頼関係を築き最適に連携</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>地域の不動産仲介業者と地道に信頼関係を築き、駅近の土地情報を紹介</li> <li>厳正な選定プロセスを経て仕入れ</li> <li>土地の条件にあわせた建物をつくりあげ、賃借人にとって魅力あるサービスを提供</li> <li>入居率 100%を目指す管理</li> <li>不動産仲介業者、金融機関、賃借人、そしてアパートメント経営を行うオーナー様から「人と人のリアルな信頼関係」を長期間にわたって蓄積</li> </ul>

## シノケン G 独自の「ライフサポートシステム」で「お客様の生涯にわたる成功」を実現

出所：シノケン G「中長期ビジョン 2020」より JPR 作成

「ライフサポート  
システム」を支える  
事業内容

事業内容

「ライフサポートシステム」の追求により、M&A 等も活用しながら、業容を拡大し、アパートメント・マンション販売というフロービジネスにくわえ、賃貸管理、エネルギー供給、入居者向けサービス、ライフケア分野というストックビジネスにも注力し、業容を拡大している。

2020年において、シノケンGは、連結子会社31社および持分法適用関連会社2社からなり、不動産セールス事業・不動産サービス事業・ゼネコン事業・エネルギー事業・ライフケア事業および、その他事業（海外事業含む）を展開している。

2020年12月期のシノケンGの事業内容

報告セグメント	事業内容
不動産セールス事業	・ 投資用アパートメントの企画・開発・販売および、投資用マンションの企画・開発・区分販売
不動産サービス事業	・ 賃貸住宅の入居者募集、家賃改修、メンテナンス等、賃貸住宅経営を全面的にサポートする業務、マンション管理、家賃等の債務保証、賃貸住宅の入居者向けの家財保険の販売、不動産ファンド、私募REITの組成およびアセットマネジメント事業
ゼネコン事業	・ マンション・オフィスビル・公共施設等の建築請負全般に係る企画・設計・施工
エネルギー事業	・ LPGリテール（LPガスの小売販売） ・ パワーリテール（電力の小売販売）
ライフケア事業	・ サービス付き高齢者向け住宅や、通所介護（デイサービス）施設、グループホーム、小規模多機能型居宅介護施設について主として保有・運営を行っている。また、訪問介護サービス居宅介護事業に加え、障がい者向けサービス（放課後等デイサービス、自立訓練、就労移行）
その他	・ 海外事業において、上海・シンガポールでは、不動産の賃貸・売買仲介事業を展開している。インドネシアでは民間工事・公共工事など建設関連事業の他、首都ジャカルタにおける不動産開発事業として「桜テラス」ブランドによるサービスアパートメントを開発・運営

出所：シノケンG「中期ビジョン2020」よりJPRが作成

## M&A

事業ポートフォリオの半分が M&A で拡大

M&A 後の統合力の高さが実証されている

### 戦略的な M&A 展開

前ページで見た事業は戦略的かつ継続的な M&A で拡充されてきた。競争優位なバリューチェーンを構築し、グループの総合力を高め、事業拡大の推進力となっている。

例えば、不動産セールス事業における主力事業の一つ、投資用マンション販売がその代表例である。また、セグメントでいえば、ゼネコン事業、エネルギー事業、ライフケア事業のすべてが M&A によりスタートしたものである。M&A によってグループ入りした事業会社は、個々の力を発揮し、各事業領域でさらに成長を遂げ、それぞれがグループを支える柱の一つとなっている。

下図はセグメントごとに整理したものである。2020年9月末時点では、M&A によって取得してきた事業による業績貢献度は、グループ全体の売上の約 45% を占め、利益については約 50% を占めるに至っている。

今後も M&A はシノケン G の成長にとって、重要な戦略的手段であると考えられている。社会的ニーズが高まるライフケア領域、DX 領域や、海外における M&A など、これまでと同様にグループシナジーの創出を基本方針とし、積極的に取り組んでいく。

### M&A によって拡充されてきた事業概要

報告セグメント	主な事業	種別/M&A時期	売上高構成	営業利益構成	
不動産セールス	投資用アパートメント販売	[創業事業] シノケンプロデュース	創業事業 及び 自社設立	創業事業 及び 自社設立	
	マンション販売	投資用			[M&A (2003)] シノケンハーモニー
		実需			[資本提携 (2015)] プロバスト
不動産サービス	賃貸管理	[創業事業] シノケンファシリティーズ			
	賃貸仲介	[M&A (2019)] アーウェイ・ミュウコーポレーション			
	マンション管理	[M&A (2010)] シノケンアメニティ			
	少額短期保険	[M&A (2013)] ジック少額短期保険			
	家賃等の債務保証	[設立] シノケンコミュニケーションズ			
	アセットマネジメント	[設立] シノケンアセットマネジメント			
ゼネコン	建設	[M&A (2014)] 小川建設・小川建物			約45%
エネルギー	ガス・電気の小売	[M&A (2001)] エスケーエナジー			
ライフケア	高齢者介護	[M&A (2015)] フレンド、アップルケア			
	障がい者支援	[資本提携 (2020)] ゆたかカレッジ			
その他・海外	シェアードサービス	[設立] シノケンオフィスサービス			
	海外法人	[M&A(2018)] 現地ゼネコン、不動産仲介			

出所：シノケン G「中長期ビジョン 2020」

ミッション・  
ビジョン

新ビジョンで DX 化  
グローバル化  
が加速

ライフサポート分野が  
一層拡大へ

■ 新ビジョン・ミッション

「中長期ビジョン 2020」においては、「超長寿社会」の到来を見据え、創業より構築してきた、お客様の生涯を通して寄り添うシノケン G 独自の「ライフサポートシステム」を、今後は国内だけでなく、世界中の人々へ、国境を超え、世代を超えてお届けしていきたいと決意を新たに、創業以来大切にしてきた価値観である経営理念をバリューと位置づけ、新たなビジョン・ミッションが定義された。

注目されるのは REaaS という概念である。REaaS は、Real Estate as a Service の略で「不動産のサービス化」を意味し、ビジネスモデルの革新とテクノロジーの融合により、より多くの人々にとって、手軽に安全に少額からの不動産取引をしやすくする、という概念を意味する。これを推進することで、多くの方に対し、将来に向けた資産づくりの機会をご提供し、将来の経済的不安だけでなく、様々な社会課題を解決し、あらゆる人々のライフサポートを実現していくという、新ビジョン「世界中のあらゆる世代のライフサポートカンパニー」を追及していく。

これらにより、①全体最適の構想力と実践力による不動産流通革新、②「お客様の生涯にわたる成功の支援」を実現する「ライフサポートシステム」という二つの株主価値の創造力のドライバーが一層強化されると期待される。

■ 新ビジョン・ミッション

ビジョン  
Vision

世界中のあらゆる世代の  
ライフサポートカンパニー

創業以来30年をかけて日本で不動産流通のあり方を革新し、新たに確立したお客様の生涯を通して寄り添うシノケン独自のライフサポートモデルを今度は日本から世界へ、国々を超え、子や孫の世代へ広めていきます。

ミッション  
Mission

REaaS<sup>※</sup> で  
人々や社会の課題を解決する

※REaaS: "Real Estate as a Service" リアーズ  
「サービスとしての不動産」「不動産のサービス化」

ビジネスモデルの革新とテクノロジーの融合により、より多くの人々が手軽に安全に少額から不動産取引がしやすくなるREaaSを推進することで、将来の経済的不安だけでなく、現在起きている介護問題や労働者不足などを含む様々な社会課題を解決していきます。

バリュー  
Value

- お客様の成功がすべて
- 感謝の気持ちを忘れない
- チャレンジスピリッツ

創業以来のグループ全社員共通の基本行動規範として、ビジョン・ミッションを成し遂げていく不変の価値観です。

- ①全体最適の構想力と実践力による不動産流通革新  
②「お客様の生涯にわたる成功の支援」を実現する「ライフサポートシステム」  
が一層強化へ

出所：シノケン G「中長期ビジョン 2020」より一部 JPR が加筆

株主価値の創造力の  
ドライバーの  
今後の展望

デジタルトランス  
フォーメーションで  
革新推進力、  
ライフサポート力が  
さらに強化へ

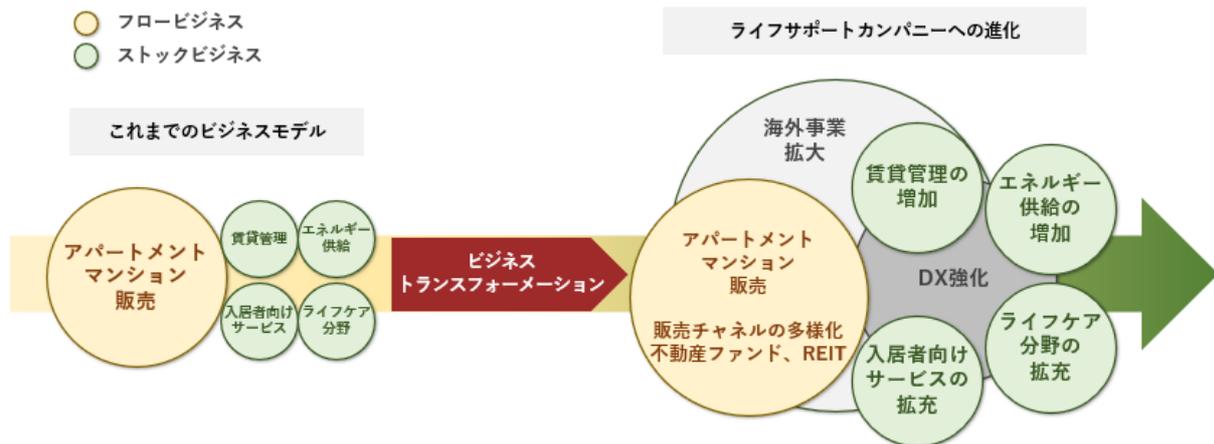
■ ビジネストランスフォーメーション

■ ライフサポートカンパニーへの変貌

シノケン G は、現在、いかなる経済環境の変化にも柔軟に対応できる経営基盤および一時的な好況や逆風に左右されない事業の構築を目指し、以下のように①拠点展開、②事業構造の転換、③ライフサポートの拡充という3つの取り組みによる成長余地の拡大、ストック収入の拡充により、オーナー様並びに入居者様、そしてそのご家族を含め、お客様の生涯を通したライフタイムバリュー (LTV) を創出する「ライフサポートカンパニー」へと進化するための「ビジネストランスフォーメーション」を推進。

①全体最適の構想力と実践力による不動産流通革新、は引き続き REaaS において加速されるが、それ以上に、②「お客様の生涯にわたる成功を支援」を実現する「ライフサポートシステム」において、一層の飛躍を、デジタルトランスフォーメーションや海外展開などで強化していくことを目指している。

■ ビジネストランスフォーメーションのイメージと取り組み内容



取り組み		内容	
①	拠点展開	日本	東京を中心に、国内主要都市での展開
		海外	インドネシア等のアジアへの海外展開を推進
②	事業構造の転換	グループシナジーの強化	M&A の推進によりグループシナジーを強化 国内外問わず、業務提携・資本提携の拡大
		販売チャネルの多様化	不動産ファンド・REIT の組成やクラウドファンディングへの取り組み
		デジタルトランスフォーメーション (DX) の強化	テクノロジー子会社による不動産テックの導入の加速
		人手不足への対応	人材育成・教育、海外人材の採用・育成
③	ライフサポートの拡充	不動産サービスの拡充	賃貸管理力の向上、保険や保証サービスの拡充
		エネルギー供給	LP ガス、電力の供給
		ライフケア分野の拡充	介護施設保有・運営、介護サービス、障がい者向けサービス (放課後等デイサービス、自立訓練、就労移行)

出所：シノケン G「中長期ビジョン 2020」

大きな成長が期待できる  
海外事業展開

国内の成功モデルは海外  
でも通用

国内のバリューチェーンの  
スパイラルを海外でも回  
へ

REIT という出口で海外  
事業を確実に成長へ

圧倒的なポジションの  
確立を目指す

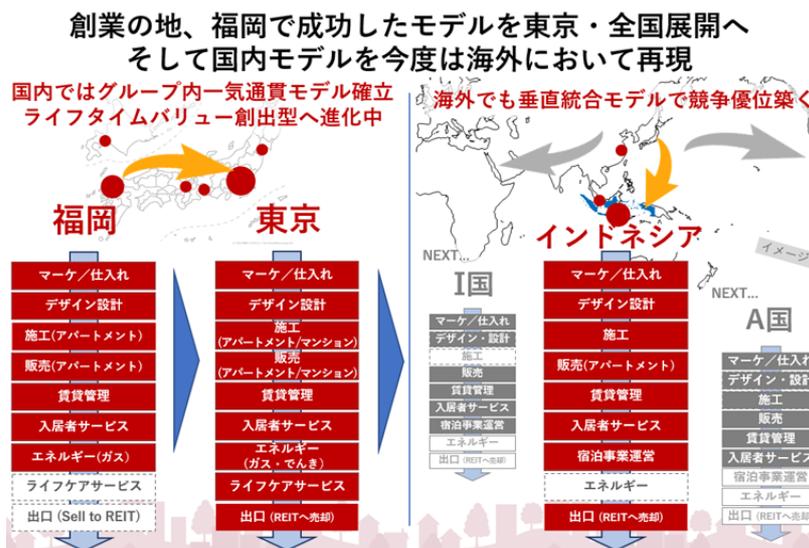
## 成長戦略

中長期ビジョン 2020 では成長戦略として、①海外事業、②REaaSの展開、③M&A があげられている。②では特に不動産のデジタルトランスフォーメーション（DX）、特にトラスト DX について詳細に述べられている。また、③戦略的な M&A 展開についても記載されている。ここでは特に大きな飛躍が期待される①と②について言及する。

### ① 海外事業

今まで日本で培ったライフサポートシステムを輸出・展開していく。具体的な計画としては、インドネシアで自社資本による垂直統合によって用地仕入から開発し、運営しているサービスアパートメントの展開により賃貸事業収益の拡大が見込まれる他、シノケン G であるシノケンアセットマネジメントインドネシア（以下、「SAMI」という。）が外資系でインドネシア初となる REIT ライセンスを取得したことで、SAMI が資産運用業務を受託する REIT に売却する、という出口シナリオを戦略オプションとして持ち得るようになってきている。この新たなバリューチェーン上のスパイラルを回すことで、次々と物件開発しながら最終的には REIT という安全・安定的な出口を持てることになり、シノケン G のバリューチェーンは独自性をさらに増すこととなっている。また、SAMI によるインドネシア REIT は、インドネシアに既に進出している海外企業とこれから進出した企業双方の、インドネシアにて不動産開発を安定的に行いたい、という関心や引き合いが非常に高く、シノケン G による開発物件以外で数百億円～数千億円規模の REIT 組成の需要が見えてきている。組成後にはアセットマネジメントフィーの積み上げにより、日本と同様、ストックビジネスの成長も期待できるモデルと体制が整っている。引き続き、インドネシアにおける独自のバリューチェーンの強みを発揮し、圧倒的な競争優位を確立していく。

### 海外事業展開



出所：シノケン G「中長期ビジョン 2020」

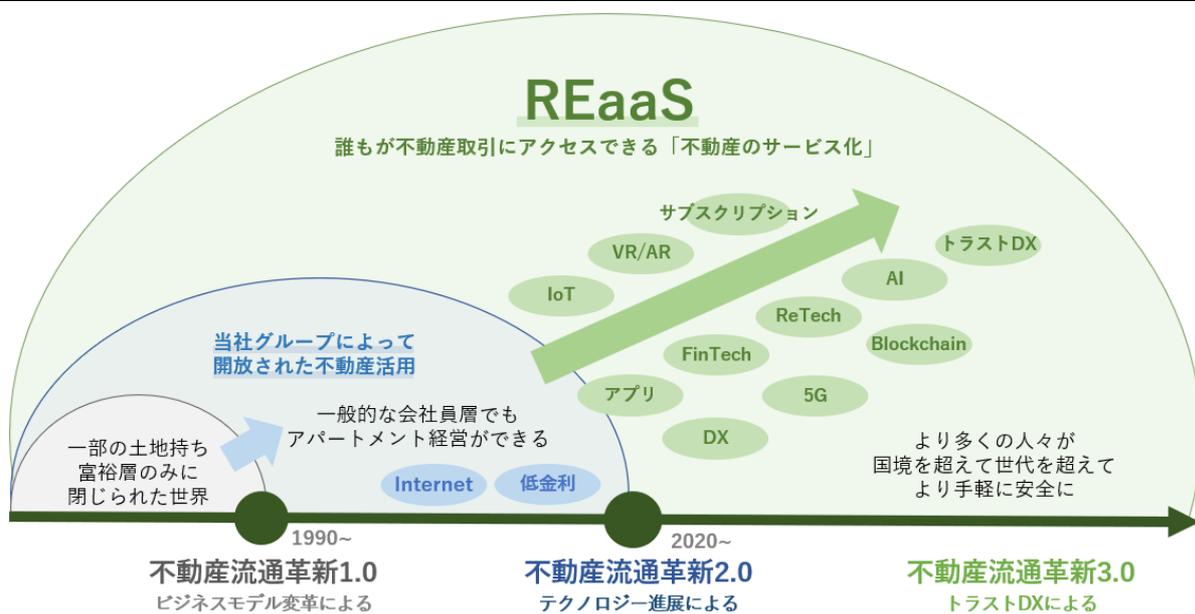
「不動産のサービス化」を進める REaaS が本格化

次々と不動産流通革新へ

## ② REaaS の展開～概要

誰もが不動産取引にアクセスできる「不動産のサービス化」を進める REaaS は、次世代に続く不変のミッションと定義付けられている。一般的な会社員層にも取り組み可能としたビジネスモデルによる変革を「不動産流通革新 1.0」と位置づけるならば、現在世界的に巻き起こっているいわゆる不動産テックの隆盛により、アナログ中心だった不動産取引のデジタル化が進み、アプリ一つでより簡単に行えるようになってきた現在の潮流は「不動産流通革新 2.0」と位置付けることができるかもしれない。さらにデジタルトランスフォーメーションにおいて、自由なデータ流通を促進するトラスト DX を推進することで、より多くの人々が国境を超えて世代を超えてより手軽に安全に進める不動産流通革新 3.0 へとパラダイムシフトの実現を目指していく。

### REaaS



出所：シノケン G「中長期ビジョン 2020」

自由なデータ連携を推進するトラスト DX でプラットフォームを築けば不動産流通革新が加速へ

## ② REaaS の展開～

### 「不動産のトラスト DX」で、再び起こす不動産流通革新

シノケン G は、REaaS を実現するにあたり、単なる DX による効率化に留まらず、不動産取引を真の意味で電子化するために不可欠な要素である「トラスト DX」の推進を目指し、DX を AI や IoT の SaaS/ASP で支援する株式会社スカラ（代表者：柳野憲克）と不動産取引およびライフサポートサービスに関して、デジタル上のデータ流通の信頼性向上を推進する「トラスト DX」に関して共同研究および共同開発を行うことで合意した。

不動産業界における DX は、①効率化：アナログ中心だった不動産取引をデジタル化、②高付加価値化：AI, IoT, VR 等を用いて、デジタル化した取引および商品・サービスそのものの付加価値向上、③データ流通の信頼性確保：顧客、企業、

不動産の官民連携  
プラットフォームも整備へ

トラストサービスは  
Society5.0の  
キーテクノロジー

世界最先端をいく国、  
エストニアで事業経験の  
ある xID と連携へ

不動産 DX の3ステップ  
のうちトラスト DX で  
先行へ

自治体など事業に関連する利害関係者の中で、正当性、改ざん防止、完全性を担保した信頼性のある自由データ流通インフラの整備、の3段階がある。トラスト DX は③にフォーカスした取り組みである。

トラスト DX は、データの正当性（人、組織、IoT 機器、デジタル取引）、データの改ざん防止（暗号化技術、ブロックチェーン技術）、データの完全性などを組み合わせた「トラストサービス」を軸に築き上げていくものである。

トラストサービスは、総務省において、Society5.0<sup>※</sup>時代に、サイバー空間と実空間が一体化し、社会全体のデジタル化が進展する中、信頼性あるデータ流通の基盤として、送信元のなりすましやデータの改ざん等を防止する仕組みとして言及されている。

※Society 5.0とはサイバー空間（仮想空間）とフィジカル空間（現実空間）を高度に融合させたシステムにより、経済発展と社会的課題の解決を両立する、人間中心の社会（Society）。狩猟社会（Society 1.0）、農耕社会（Society 2.0）、工業社会（Society 3.0）、情報社会（Society 4.0）に続く、新たな社会を指すもので、第5期科学技術基本計画において我が国が目指すべき未来社会の姿として内閣府などで提唱されている概念。

出所：https://www8.cao.go.jp/cstp/society5\_0/

この「不動産のトラスト DX プラットフォームを構築する」という構想に、**トラスト DX において世界最先端をいく国、エストニアでの事業経験を有する xID 株式会社（代表者：日下光）**が賛同し協働することになっている。

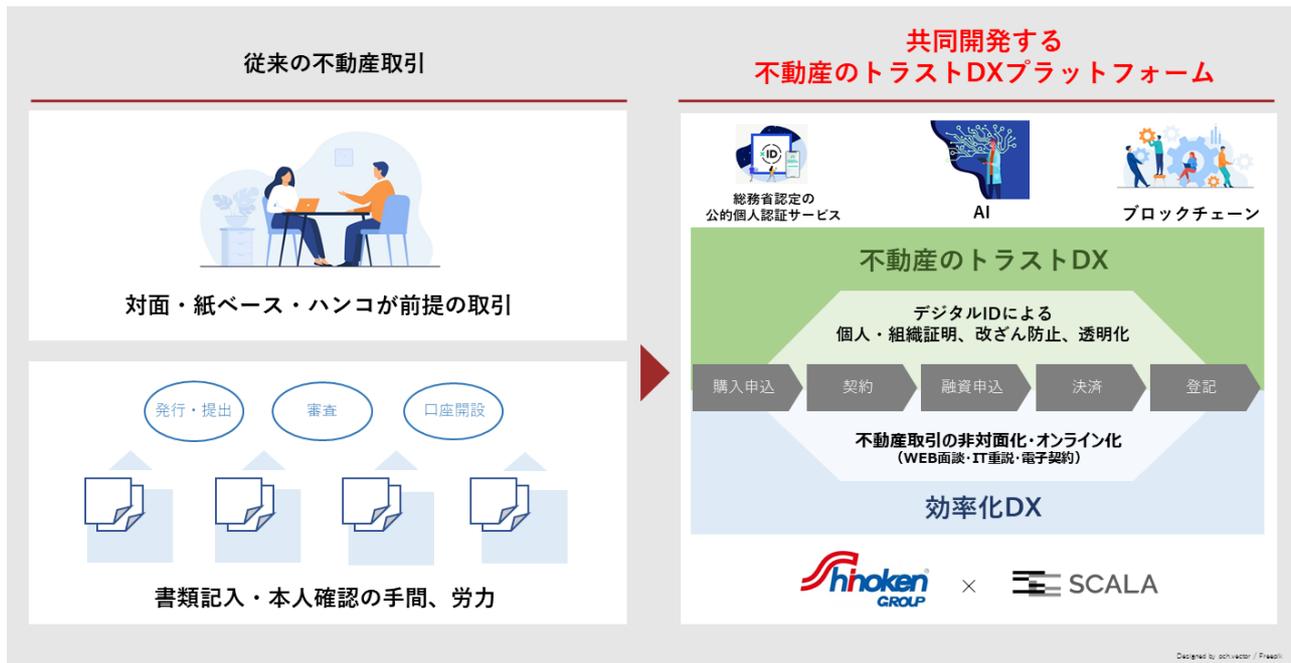
今後日本において本格化していくトラストサービスの領域において、シノケン G は、「不動産のトラスト DX」で世界最先端のプラットフォームの構築を目指す。

### デジタルトランスフォーメーションの3ステップ

デジタルトランスフォーメーションの3ステップ		
① 効率化 アナログ取引のデジタル化	② 高付加価値化 AI, IoT, VR 等を用いてデジタル化した取引および商品・サービスの付加価値向上	③ データ流通の信頼性確保 正当性、改ざん防止、完全性を担保した信頼性のある自由データ流通インフラの整備（トラスト DX、トラストサービス）
↓	↓	↓
すでに多様な取り組み	すでに多様な取り組み	これから本格化

出所：シノケン G「中長期ビジョン 2020」

「不動産のトラストDX」のイメージ



シノケンの目指す不動産のトラストDX全体イメージ



出所：シノケン G「中長期ビジョン 2020」

これから本格化する  
トラストサービスの  
関連政策

高成長が期待される  
トラストサービス

トラストサービスに取り組  
むことが不動産取引の  
デジタル化に大きく貢献

JPR が知る限り、  
トラスト DX を打ち出して  
いる不動産上場企業は  
現時点で  
シノケン G のみ

トラストサービス関連の法制度の動向と関連市場の成長性の概要を示したのが以下の図表である。

■ **トラストサービス関連で進む法整備や政策の議論動向と市場成長**

e-文書法	従来紙での保存が義務づけられていた国税関係書類等の法定文書の電子的な保存が可能
官民データ活用推進基本法	行政手続をオンラインにより行うことを原則とするため、国が必要な措置を講ずること 民間事業者が行う契約申込みその他手続のオンライン化を促進するため、国が必要な措置を講ずること
デジタル手続法	情報通信技術を活用した行政の推進に関する対応の強化
データ・フリー・フロー・ウィズ・トラスト (DFFT)	G20 貿易・デジタル経済大臣会合等で、「自由な開かれたデータ流通」と「データの安心・安全」を両輪とする DFFT のコンセプトについて重要性を議論

**法制度の進展による関連市場の拡大**



**2018 年において 94 億円の市場**



ベースケースでは **2030 年において  
ベースケース 271 億円 (年率 9%成長)**

**成長ケースでは 1,035 億円 (年率 22%成長) と試算**

出所：総務省資料「トラストサービス検討ワーキンググループ最終報告書骨子」令和元年 11 月 8 日より JPR 作成

図表で示したように、今後日本において本格化していくトラストサービスの領域において、シノケン G は、「不動産のトラスト DX」で世界最先端のプラットフォームの構築を目指している。「不動産のトラスト DX プラットフォーム」は、世界中の誰もが手軽に行える、自由で安全な取引の実現を目指すことが可能になる。シノケン G のミッションである REaaS の世界観を実現する装置であると同時に、オープンプラットフォーム化することで、国内外問わず、規模の大小に関わらず様々な業界や企業に利用してもらうことで、世界中のあらゆる世代の人々のライフサポートの実現を目指している。

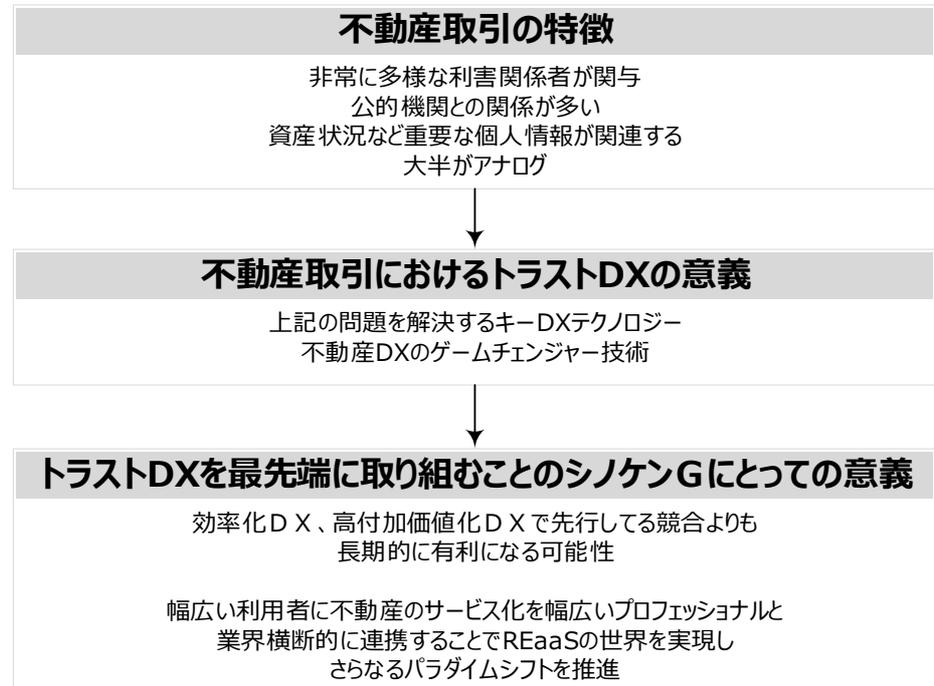
不動産取引は非常に多様な利害関係者が絡む取引であり、またきわめて重要な個人情報、資産状況などが情報として必要なもので、さらに公的届け出なども多数あり、きわめて複雑で、その大半がアナログのままとされている。トラスト DX においてシノケン G が業界トップのプラットフォームになることができれば、幅広い関連領域をとりこみ、不動産 DX プラットフォームの構築において競争優位性を確立する可能性がある。

いまのところ、「トラスト DX」の取り組みを強調している不動産関連の上場企業は現時点ではシノケン G 以外では確認できていない。下記に示したようにトラスト DX

トラス DX は  
不動産 DX の  
ゲームチェンジャー

は不動産 DX のゲームチェンジャー技術になりうると JPR は考えており、その結果、効率化 DX、高付加価値化 DX よりも長期的には重要なコア技術になる可能性は十分あるとみている。

■ トラス DX にシノケン G が世界最先端の技術で取り組むことの意義



出所：JPR 作成

中長期経営ビジョンの  
達成確度は十分高い

アップサイドが期待

トラスト DX 成功で  
大幅なアップサイドが期待

## 中長期ビジョンの数値目標

以上の取り組みをふまえて、シノケン G は、今後 10 年間の業績見込みを検証し、以下に示すように、2025 年 12 月期には売上高 1,500 億円、営業利益 135 億円、2030 年売上高 2,000 億円、営業利益 170 億円をかけた。

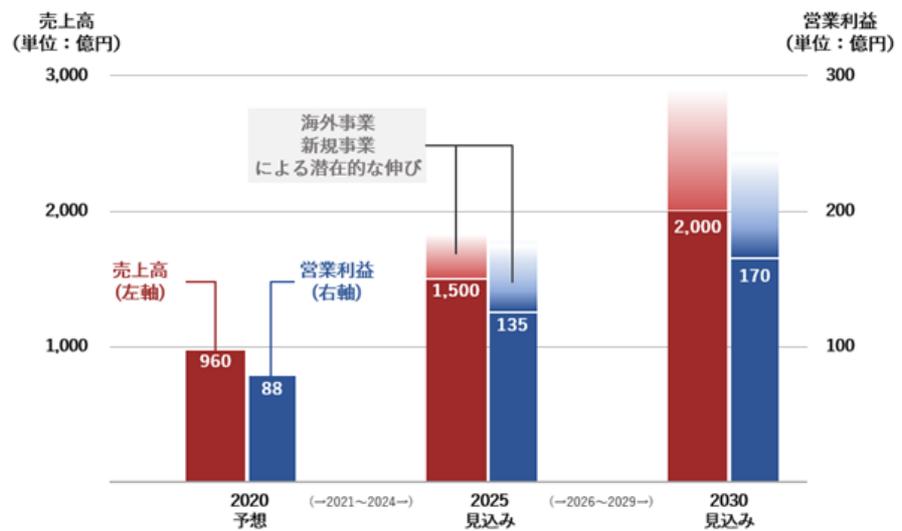
海外事業や新規事業は除いた、既存事業だけの成長を織り込んだベースである。年率にして 2020 年から 2025 年が 9%、2025 年から 2030 年が 6% 程度の売上高成長である。

次頁以降でみるように、今後注力される不動産セールス事業以外の事業は 2016 年から 2020 年までに 20% 以上の売上高成長を見せているため、中長期ビジョンの成長率は十分実現可能性が高いと考えられる。

海外事業や新規事業の影響は考慮されていないので、さらなるアップサイドの余地のある数値目標と言えよう。

不動産 DX におけるゲームチェンジャーとなるトラスト DX における先行的な取り組みで、不動産 DX においてリーダー的存在になれば、数量化は困難であるが大幅なアップサイドが期待できる。

## 中長期ビジョン 2020 の財務目標



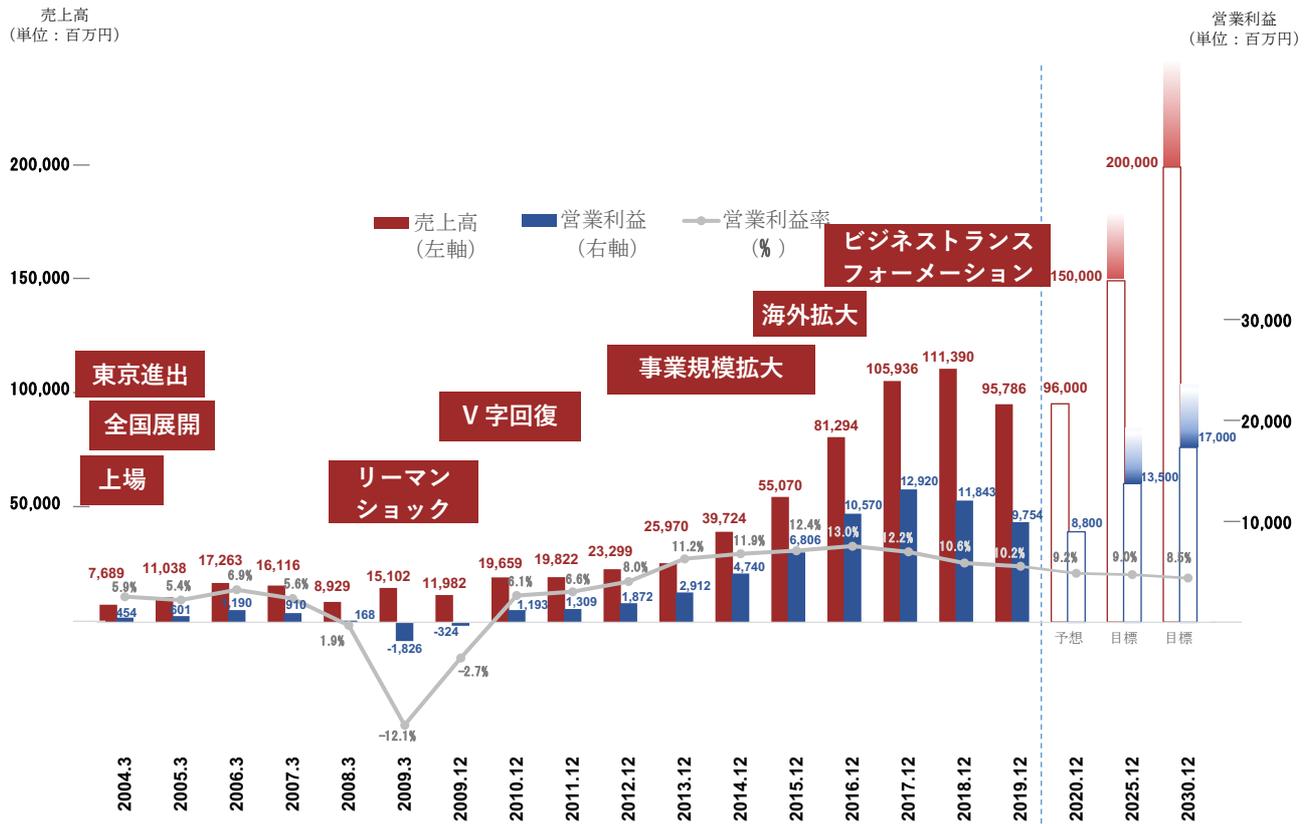
先行するトラスト DX で  
不動産 DX におけるリーダーとなれば  
さらなる大幅なアップサイドが期待

出所：シノケン G「中長期ビジョン 2020」より JPR が加筆して作成

長期業績の推移を示したのが以下の図である。

売上高 2,000 億円、営業利益 170 億円という「中長期ビジョン 2020」は、既存事業の伸長により実現可能なものと考えられる。それに海外事業、新規事業に関する M&A など強化していくことでより大きな成長を実現できるよう注力するため、以下の成長イメージは保守的なものとしてとらえることができよう。

長期業績推移



出所：シノケン G「中長期ビジョン 2020」

財務パフォーマンス  
株主価値指標  
の動向

ビジネストランスフォーメーションの途上、連結では  
ネガティブトレンドだが、不動産セールス事業以外は高成長

売上成長の動向

連結とセグメント別の売上の動向を見たのが以下のグラフである。同業他社におけるアパート経営関連の不祥事等の影響を受け、最大規模の「不動産セールス（アパート・マンション販売）」の売上成長がマイナストレンドにあり、連結全体の成長率は低い。ただしビジネストランスフォーメーションで注力している「不動産セールス（アパート・マンション販売）」以外の事業は年率20%以上の高成長となっている。

連結・セグメントの売上動向

ストックビジネスは高成長

ビジネストランス  
フォーメーションで不動産  
セールス事業以外の成長  
に注力

連結の低下傾向も  
底値

今後は高成長セグメント  
が連結の成長に本格貢献  
へ



出所：FactSet より JPR 作成。2020年12月は2020年12月期の会社売上計画から実績を案分して JPR が試算

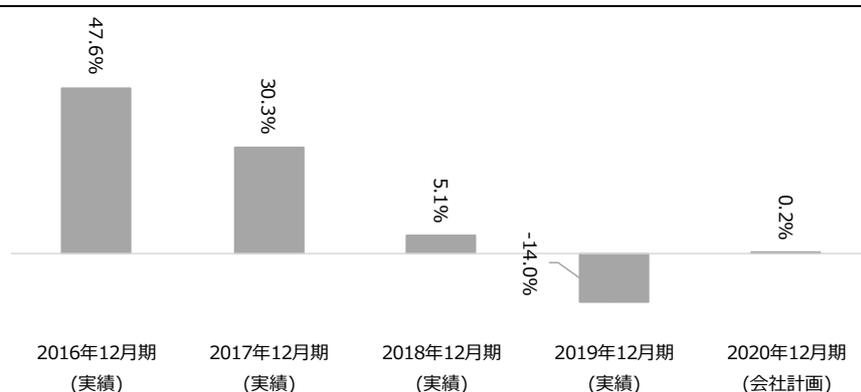
売上成長率の低下傾向は底打ち

主力の不動産セールス事業の利益率低下をそれ以外の事業が高収益で補う

売上成長率の動向

高い成長率から大きく落ち込んでいるが、底を打ったように見える。

連結売上成長率



出所：FactSet より JPR 作成。2020年12月は2020年12月期の会社売上計画から JPR が計算

利益率の動向

連結とセグメント別の売上の動向を見たのが以下の表である。不動産セールス事業の利益率が低迷している影響で、連結の営業利益率は低下傾向にある。

なお、ゼネコン事業を除いて、不動産セールス事業以外では、不動産サービス事業、エネルギー事業、ライフケア事業も不動産セールス事業よりも利益率が高い。今後、ビジネストラansフォーメーションが拡大し、不動産セールス以外の事業が拡大すれば、利益率の改善が期待される。

連結・セグメントの売上営業利益率・売上セグメント利益率の動向

	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12 (会社計画)
連結	12.4%	13.0%	12.2%	10.6%	9.3%
不動産セールス事業	11.3%	15.8%	14.2%	11.6%	9.0%
不動産サービス事業	23.7%	14.0%	14.7%	19.4%	19.3%
ゼネコン事業	11.4%	12.3%	10.7%	9.2%	7.5%
エネルギー事業	10.5%	16.0%	18.7%	20.6%	26.0%
ライフケア事業	38.8%	12.4%	7.5%	13.4%	14.4%

出所：FactSet より JPR 作成。2020年12月は2020年12月期の会社売上計画から実績を案分して JPR が試算

**業界トップクラス  
ROICは低下傾向  
から反転**

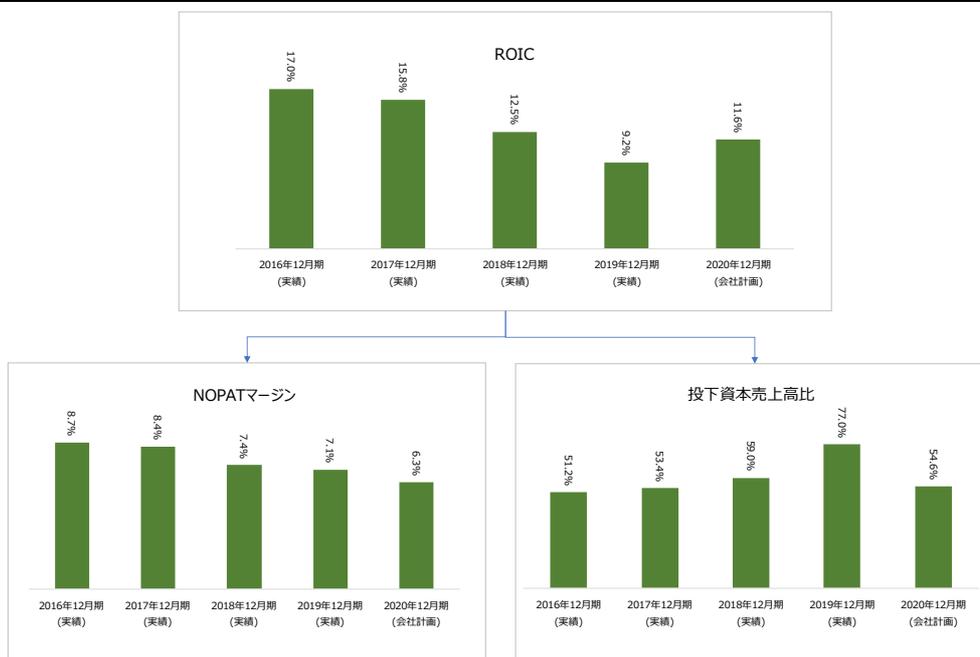
**ROIC\***

投下資本利益率\*は業界トップクラスの高い水準であるが（巻末参照資料②の業界別の企業価値分析レポート参照）、ダウントレンドにあった2020年12月期はやや回復した。ROICは税引き後営業利益（Net Operating Profit After Tax, NOPAT）マージン÷投下資本売上比に分解できる。

NOPAT マージンは高いほど、投下資本売上高比は低いほど ROIC は高くなり、株主価値の創造力が上昇する。NOPAT マージンは低下傾向が続いており、投下資本売上高比は2019年12月に一時的に上がったが、2020年12月期は下がる見通しである。

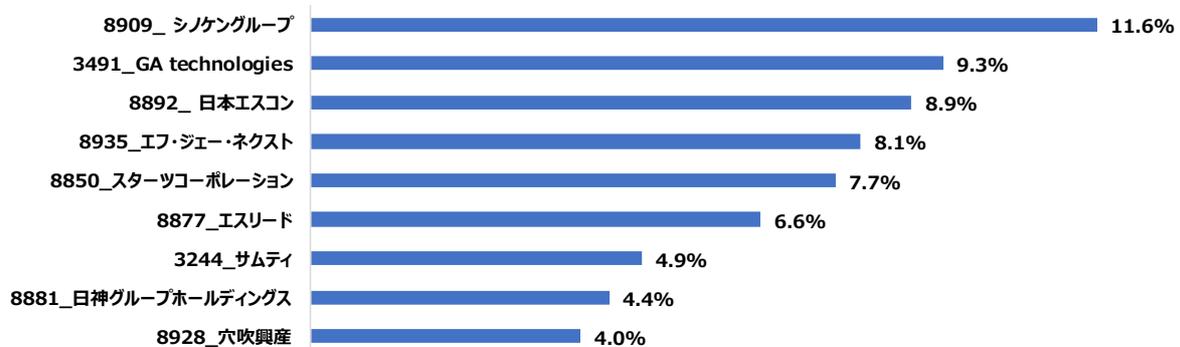
※Return on invested capital=投下資本利益率：資本市場から調達して事業に投下された資本に対する税引き後営業利益のリターン。株主価値の本質を占める重要な指標。JPR では以下で計算：①余剰現預金＝現預金-月商1.5か月、②非事業資産＝繰延ヘッジ損益＋土地再評価差額金＋為替換算調整勘定、④投下資本＝総資産-①-②-有利子負債以外流動負債。⑤税引き後営業利益率＝営業利益（1－実効税率）、⑥ROIC＝⑤÷④

**シノケン G における ROIC の動向**



出所：FactSet より JPR 作成。2020年12月は2020年12月期の会社売上計画から実績を案分して JPR が試算

**比較類似会社における ROIC ランキング（投下資本は直近四半期末、税引き後営業利益は今期計画ベース）**



出所：FactSet より JPR 作成。2020年11月20日時点。日経業種分類で、マンション開発・分譲/不動産仲介に分類されている企業で、分析時点で今期の売上高計画値が発表済で、会社計画売上高で300億円以上の企業を対象

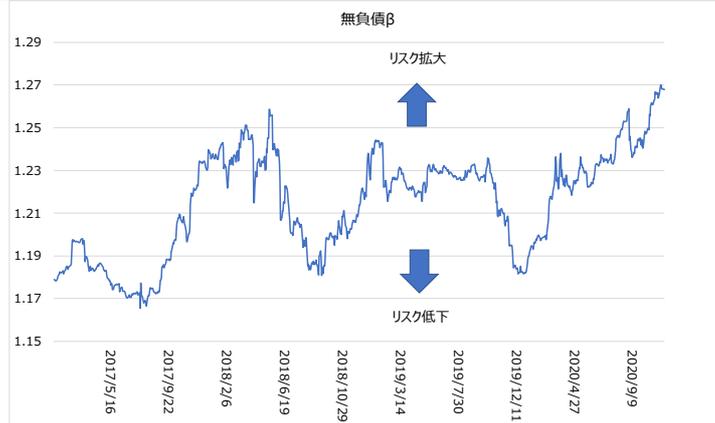
事業リスクは足元  
では上昇

事業リスク =  $\beta$ の動向

事業リスクの指標として、TOPIX 日次リターンとシノケン G 株価リターンを一時帰帰分析して推測される係数 ( $\beta$ ) についてレバレッジの効果を排除した無負債 $\beta$ ※について5年間ごとにローリングして分析をおこなった。その結果、以下のように足元では上昇傾向がつついている。連結売上高が低下傾向にあるので、リスクが上昇しているといなされると解釈できる。

※：無負債 $\beta$ は、回帰式で求めた係数に対して $(1 + (1 - \text{実効税率}) \times D/E)$ で割ってとめる。D:有利子負債、E:時価総額

無負債 $\beta$ の動向



出所:FactSet よりJPR 作成。

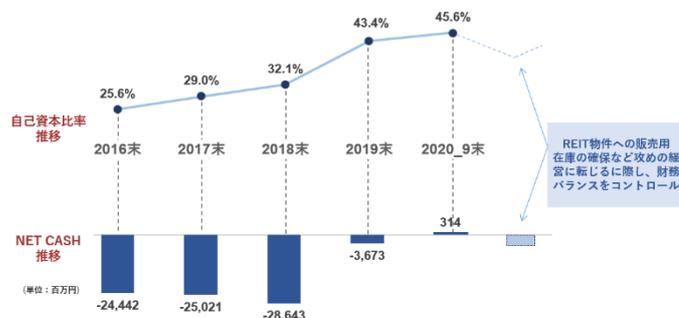
ただし、財務バランスはむしろリスク対応力が強化へ

財務バランスの適正化

計画的に目標を定め、財務体質を強化してきた結果、2020年9月末時点において、自己資本比率が過去最高の45%を超えるとともに、ネットキャッシュもプラスとなり、実質無借金経営を実現している。

今後は、REITへ每期200億円程度の物件を供給することや、上述の積極的なM&Aおよび新規事業開発などを考慮すると、自己資本比率は40%前後となることも想定されるが、持続的に成長するために必要と考えられる。引き続き、収益基盤を拡大するための「攻め」、財務基盤をより強固にするための「守り」、時代に合わせてバランスをとりながら、グループ全体をさらなる成長軌道に乗せていくことが期待される。

財務バランス



出所:シノケンG「中長期ビジョン2020」

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

株主価値推計

注目されるシノケン G の株主価値への意識

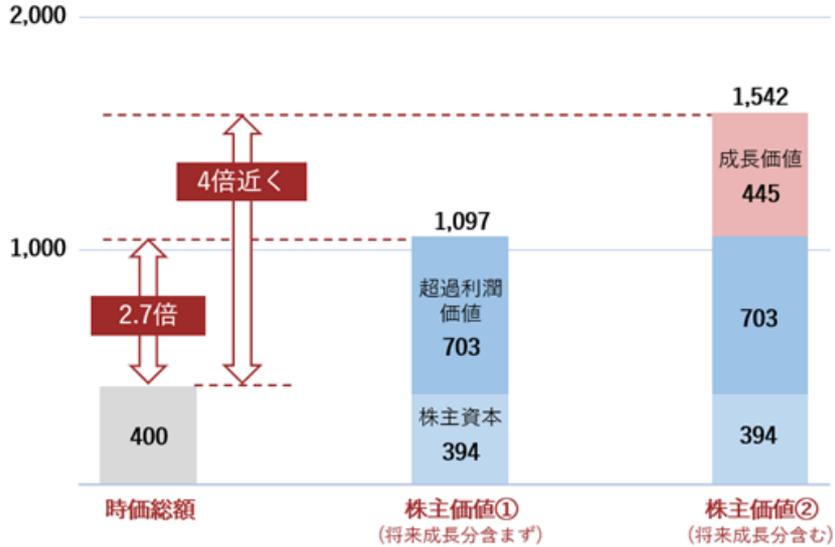
認識ギャップの把握が株価是正の第一歩として注目される

### シノケン G の試算

シノケン G の中長期ビジョン 2020 において、株主価値の試算がなされている。以下がその引用である。

#### 時価総額 vs 株主価値

(単位：億円)



出所：シノケン G「中長期ビジョン 2020」より JPR が加筆して作成

上記の試算結果を踏まえて、シノケン G は中長期ビジョン 2020 において、以下のよう

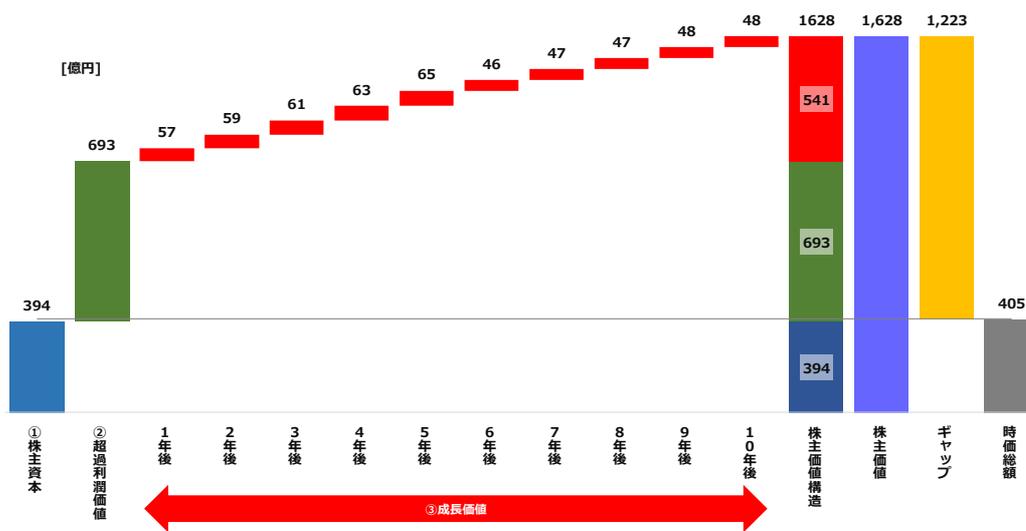
に記載している。「2020 年 11 月 16 日時点の株価から算出した時価総額 (≒400 億円) とのギャップを分析した。その結果、理論的には、株主資本 394 億円に、703 億円の超過利潤価値と 2030 年までの成長価値 (超過利潤の増加分の現在割引価値) を加えて算定した株主価値は 1,542 億円となり、時価総額の 4 倍近くとなった。なお、成長価値を織り込まない場合でも既に 2.7 倍となっている現状からみても、大きなギャップが認められる。」

こうした認識ギャップの把握が株価是正の第一歩として注目される。

### JPR の試算

JPR においても試算したのが次頁のものである。シノケン G と同じ 5% の資本コストで試算するとほぼシノケン G のものと同じ結果となった (詳細は次頁、株主価値 1,628 億円)。なお、JPR が独自に計算した資本コストは足元のリスク上昇を勘案したものだが (5.8%)、その場合の株主価値は 1,350 億円ほどになったが、時価総額の 3 倍程度である (詳細計算結果は省略)。

JPR による株主価値試算結果



[FactSet, 日経Needs, 会社開示資料等を利用して作成、2020年11月17日時点]

[億円]		今期	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後	11年後
		2020.12	2021.12	2022.12	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12	2027.12	2028.12	2029.12	2030.12	2031.12
基本財務指標	売上高	960	1,050	1,148	1,255	1,372	1,500	1,589	1,683	1,783	1,888	2,000	2,000
	営業利益	88.0	95.9	104.4	113.8	123.9	135.0	143.0	151.5	160.4	169.9	180.0	180.0
	営業利益率	9.2%	9.1%	9.1%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
4ドライバー	売上高成長率	0.2%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	0.0%
	NOPATマージン	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
	投下資本売上高比率	54.6%	54.6%	54.6%	54.6%	54.6%	54.6%	54.6%	54.6%	54.6%	54.6%	54.6%	54.6%
	WACC	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
企業価値の創造力	ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	11.6%	11.6%	11.5%	11.5%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
	ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	¥2.3	¥2.3	¥2.3	¥2.3	¥2.3	¥2.3	¥2.3	¥2.3	¥2.3	¥2.3	¥2.3	¥2.3
超過利潤	NOPAT	61	66	72	79	86	93	99	105	111	117	124	124
	投下資本×WACC	26	29	31	34	37	41	43	46	49	52	55	55
	超過利潤	35	38	41	44	48	52	55	59	62	66	70	70
	超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC	35	38	41	44	48	52	55	59	62	66	70	70
	各年で創出する価値	693	60	65	71	77	83	86	88	89	90	91	91
	ディスカウントレート	100%	95%	91%	86%	82%	78%	75%	71%	68%	64%	61%	58%
	超過利潤の現在価値	693	57	59	61	63	65	46	47	47	48	48	0
	投下資本① 元手	693											
	超過利潤価値 (今期の超過利潤の永久価値) ②	693											
	成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③	541											
非事業関連価値④	229												
企業価値=①+②+③+④	1,986												
有利子負債等	-358												
株主価値	1,628												

出所：シノケン G「中長期ビジョン 2020」より、2025年と2030年の数値を用いて、途中の年度は自動的に年率成長率を推計し JPR が加筆して作成

低評価是正の理由は多数ある

いつ投資家が認識するか

2 - 4 倍のアップサイドは期待

現状の時価総額は、PBR 1 倍程度、PER 6 倍程度と低評価である。これらの理由として、連結全体において財務パフォーマンス、株価指標で低下傾向にあること、創業来の主力事業である不動産セールス事業の相対的な縮小があげられる。ビジネストランスフォーメーションであえて他事業にシフトしているともいえるが、同業他社におけるアパート経営関連の不祥事等の影響によるネガティブイメージとかさなり、低評価に拍車をかけている可能性がある。JPR はこのような低評価は是正されると考える。理由としては、①ROIC は 11% 台と業界トップクラス、②「不動産セールス（アパート・マンション販売）」以外は 2016 年以來年率 20% 超と高成長、③ゲームチェンジャー技術のトラスト DX で先行していることが上げられる。この三つが認識されればこの低評価は本質的価値から乖離していると思われる。

## 2. 企業概要

### 会社概要

#### 会社概要

会社名	株式会社シノケングループ (英語表記: Shinoken Group Co., Ltd.)
設立年月日	1990年6月5日
代表取締役	篠原 英明
本社所在地	(福岡本社) 福岡市中央区天神一丁目1番1号 アクロス福岡 (東京本社) 東京都港区浜松町二丁目3番1号 日本生命浜松町クアタワー
資本金	10億9,483万円(2019年12月末現在)
従業員	1,038名(2019年12月末現在)
決算期	12月
主要事業	各事業会社の経営管理事業(純粋持株会社)
上場年月	2002年12月
上場証券取引所	東京証券取引所 JASDAQ 市場 [証券コード: 8909]
URL	<a href="https://www.shinoken.co.jp/">https://www.shinoken.co.jp/</a>

出所: 開示情報を元に JPR 作成

### グループ構成



出所: シノケン G 「中期経営ビジョン 2020」 2020年9月末時点

沿革

1990年	(株)シノハラ建設システム設立、アパート販売事業および不動産賃貸管理事業を開始(現(株)シノケングループ)
1991年	資産運用型アパートの初ブランド誕生「コンパートメントハウス」シリーズ発売開始
1993年	福岡県糟屋郡粕屋町(福岡流通センター南)に初代社屋完成(3階建・自社ビル)同時に本社を移転
1995年	新ブランド誕生、鉄骨造の「ネオ・コンパートメントハウス」シリーズ発売開始
1997年	福岡エリアにおける在来木造アパート着工棟数で「コンパートメントハウス」シリーズが第1位を獲得
1999年	家賃等の債務保証を行う現(株)シノケンコミュニケーションズを設立 アパート販売における地盤保証開始。独自に開発し全てのアパート販売物件に付加
2000年	創業10周年。福岡市博多区に新社屋完成(10階建・自社ビル)同時に本社を移転
2001年	東京進出、東京都港区にオフィスを開設、首都圏への事業拡大 事業譲渡により(株)エスケーエナジーがLPガス小売販売事業を開始
2002年	日本証券業協会に株式を店頭登録(現 東京証券取引所 JASDAQ 市場) 業界初、全物件にインターネット常時接続、無料で使い放題のシステム導入
2003年	名古屋進出、名古屋市中区にオフィスを開設 首都圏でワンルームマンション開発・販売を行う(株)日商ハーモニーの株式を100%取得し、完全子会社化 (現(株)シノケンプロデュース)
2004年	東京スター銀行と業務提携、日本初、個人向けアパートローンでノンリコースローン(借主責任限定型)の活用開始
2005年	連結売上高が100億円を突破 札幌進出、札幌市中央区にオフィスを開設
2006年	仙台進出、仙台市青葉区にオフィスを開設 海外進出第1号、中国上海に希諾建房地產諮詢(上海)有限公司を設立
2007年	持株会社制を導入、「株式会社シノケングループ」に商号変更し、同社を株式会社とする体制へ移行
2008年	不動産賃貸管理を専業で行う、現(株)シノケンファシリティーズを設立
2009年	現 希諾建(上海)物業經營管理有限公司を子会社化
2010年	創業20周年 現(株)シノケンアメニティを完全子会社化、マンション管理事業へ参入
2011年	アパート販売事業の企画およびマーケティング事業を行うことを目的として、(株)シノケンプロデュースを設立 (現(株)シノケンハーモニー)
2012年	ライフケア事業の統括を行うことを目的として、(株)シノケンウェルネスを設立
2013年	本社をアクロス福岡(福岡市中央区)へ移転 「高齢者安心サポート賃貸住宅」(寿らいふプラン)のビジネスモデルでグッドデザイン賞を受賞 ジック少額短期保険(株)を子会社化、少額短期保険事業へ参入
2014年	(株)小川建設を完全子会社化、ゼネコン事業へ参入 大阪進出、大阪市淀川区にオフィスを開設
2015年	連結売上高が500億円を突破 (株)プロバストを持分法適用関連会社化 (株)フレンドを完全子会社化、グループホーム事業へ参入 (株)小川建設が、インドネシア駐在員事務所開設
2016年	不動産ファンドの運用等を目的とし、(株)シノケンアセットマネジメントを設立 インドネシアにおける業容拡大を目的とし、PT. Shinoken Development Indonesia を設立 (株)アップルケアを完全子会社化、訪問介護事業へ参入 アパート販売の主力商品である「New Standard」のBRICKおよびPLATFORMでグッドデザイン賞をダブル受賞
2017年	連結売上高が1,000億円を突破 電力の小売事業への参入、「シノケンでんき」の販売を開始
2018年	インドネシアにおけるアセットマネジメント事業を行うことを目的として、PT. Shinoken Asset Management Indonesia を設立 インドネシア地場ゼネコン、PT. Mustika Cipta Kharisma を子会社化 国内初の本格的な機関投資家向けアパートファンドを組成 「東京オフィス」を「東京本社」に変更し、福岡・東京の二本社体制へ移行
2019年	不動産テックをビジネスと結び付けた新たな不動産流通の概念を「REaaS」として提唱 REaaSの推進を担う現(株)REaaS technologies を設立 賃貸仲介事業の拡充を目的とし、(株)パッチリ賃貸を設立 (株)アーウェイ・ミューコラーポレーション他3社をそれぞれ完全子会社化 インドネシアで外資初の不動産ファンド運営ライセンスを取得 「ガン回信付き」アパートメントを販売開始 インドネシア「桜テラス」1棟目竣工、サービスアパートメントとして運用開始 投資用マンション「ハーモニーレジデンス新宿御苑」がグッドデザイン賞を受賞
2020年	創業30周年 シノケンリート投資法人を設立 主に東京23区内に所在する賃貸住宅不動産を投資対象とする総額100億円規模の私募REITを組成、運用開始 (株)POINT EDGEを子会社化し、REaaS構築とブランディングを強化 障がいを持つ若者のための福祉型カレッジを運営する「ゆたかカレッジ」と資本・業務提携 放課後等デイサービス「キッズライフ福岡」開設 インドネシアにおいて、インドネシア金融庁等と共同での個人向けミューチュアルファンド(投資信託)の組成を決定
出所:シノケン「中期経営ビジョン2020」。社名に付記されている「現」は左記資料開示時点を示す	

### 3. 各セグメントの取り組み

#### 不動産セールス 事業

用地仕入に関しては、主要都市の駅徒歩10分圏に絞り、入居率を長期間安定

#### 収益の柱を担う主力事業

##### 事業内容の概要

シノケン G は 1990 年の創業以来、個人投資家（会社員層）等に対し投資用アパートメント経営のビジネスモデルを提案してきた。主な収入源は投資用アパートメントの企画、開発、建築、販売および投資用マンションの企画、開発、区分販売であり、本事業は連結売上高の約半分を占めている※。用地仕入、営業、設計、施工の各分野のスペシャリストがオーナー様の資産づくりのため、ワンストップでアパートメント経営の仕組みを提供していることが特色である。用地仕入に関しては、主要都市の駅徒歩 10 分圏に絞り、入居率を長期間安定させるため、独自のノウハウとマーケティングで妥協のない仕入を行っている。また建築工事を内製化し、土地形状や周辺環境に合わせたオーダーメイドの設計と、自社施工により品質管理とコストダウンを両立させ、オーナー様の資産づくりに貢献している。

※連結業績に占める割合：2020年12月期第3四半期の累計業績以下同様

土地形状や周辺環境に合わせたオーダーメイドの設計と、自社施工により品質管理とコストダウンを両立させ、オーナー様の資産づくりに貢献

##### 不動産セールス事業：事業内容概要図

##### 顧客の年収ごとの内訳



※2019年1～12月

##### 用地仕入

主要都市の駅徒歩10分圏に絞り入居率安定のための立地選定

##### 設計・着工

土地形状／周辺環境に応じたオーダーメイド

##### 融資申込・審査

信頼関係に基づく複数の金融機関との提携ローン

##### 竣工・引渡し

初回満室保証

出所：シノケン G 「中期経営ビジョン 2020」

自社開発着工棟数が2015年から5年連続で全国第1位

##### 年間着工棟数日本全国第1位

全国賃貸住宅新聞発表の「賃貸住宅に強い建築会社ランキング」において、自社開発着工棟数が 2015 年から 5 年連続で全国第 1 位となった。シノケン G は土地を持たない、自己資金が少ないといったオーナー様に対し最適な土地の選定から、資金の調達まで多様にサポートしてきた。特に日本有数の実績をもつことから各種金融機関からも信頼を獲得しスムーズな紹介、資金調達を実現してきた。

設計から建築、販売までをワンストップで行うため、1つの建物に掛ける期間を短くすることが資金効率性や事業リスクの観点から重要

### 木造建築だからその柔軟性とスピード

シノケンGでは、設計から建築、販売までをワンストップで行うため、1つの建物に掛ける期間を短くすることが資金効率性や事業リスクの観点から重要となる。このため、設計の柔軟性が高く、工事期間が短いという利点がある木造建築を中心とした住宅を提供してきた。これにより、早期に投下資金の回収を図り、環境変化に伴うリスクを低減するとともに、土地形状に合わせた競争力ある収益物件をオーナー様に提供することが可能となる。

## 不動産サービス事業

販売したアパートメント・マンションを対象とした賃貸管理業務

2020年1月にはオーナー向けアプリをリリースし、物件の収益や保有される不動産の現状をスマホで見える化

## ストックビジネスによる新たな収益の柱

### 事業内容の概要

本事業では、主にグループ会社が販売したアパートメント・マンションを対象として、賃貸経営に欠かせない「入居者様対応」、「建物のメンテナンス」、「空室の新規入居者募集」、「退去精算」などといった賃貸管理業務の一切を引き受け、オーナー様にとって賃貸住宅経営の負担にならないよう、バックアップを行っている。また、管理戸数は38,317戸と九州に本社をおく管理会社としてNo.1の管理戸数実績をあげている（全国賃貸住宅新聞 第1422号）。2020年1月にはオーナー向けアプリをリリースし、物件の収益や保有される不動産の現状をスマホで見える化した。今後も、様々な角度からお客様を総合的にサポートできるよう、グループシナジーを活用し、より利便性の高いサービスをご提供できるよう常に改善を進めている。

本事業は賃貸管理の他、マンション管理、家賃等の債務保証、少額短期保険、賃貸仲介、アセットマネジメント、不動産テクノロジーに携わる事業会社で構成されており、連結売上高の約2割、営業利益の約3割を占めている。

### 不動産サービス事業：事業内容概要図



出所：シノケンG「中期経営ビジョン2020」

## 高い入居率を 支えているのは シノケン G の 賃貸管理業務

### 99%超の入居率を達成

この入居率を支えているのはシノケン G の賃貸管理業務である。入居者様の募集から入居後のフォロー、退去時の原状回復工事まで総合的にコンサルティングを行っている。これらの業務には「オーナー様担当チーム」として、専門のチームスタッフがオーナー様のサポートに対応している。また、入居率向上のためには専門の営業部隊を組織し、各地域の不動産賃貸仲介業者と強固な関係を構築している。これにより、空室をできるだけ生じさせない状態を維持し、高い入居率に繋げている。また、入居者様の満足度も重要なファクターとなるため、設備・間取りについても定期的にアンケート調査を行い、日々研究を重ねている。このような積み重ねにより、入居者様にとってより住み心地の良い物件となるよう努めている。

### REIT のスポンサーとして

シノケン G が創業以来培ってきた物件開発・管理ノウハウを結集し、不動産投資法人「シノケンリート投資法人」を設立した。これまでは、個人投資家（会社員層）等に対し、投資用アパートメント経営・投資用マンション経営のビジネスモデルを提案してきたが、それに加わる販売チャネルとして、REIT への物件供給を強化する。2020年7月に100億円規模の私募 REIT 組成が完了しており、2021年内を目途に組入資産を300億円程度まで拡大させた上で東京証券取引所への上場を目指している。

上場によって、シノケン G が開発した物件を資本市場にて、国内外の機関投資家様・個人投資家様が小口で購入できる事となり、投資家の裾野が広がることとなる。資産規模の拡大には、シノケンリート投資法人のメインスポンサーであるシノケンプロデュース（アパートメント販売）とシノケンハーモニー（マンション販売）から主に東京23区の物件の供給が必須であることから、これまでの個人向け販売の他、REIT への販売も加わり、業績への貢献が期待される。なお、当該 REIT は東証への上場後も毎期200億円程度の資産規模の拡大、成長を見込んでおり、できるだけ早期に資産規模1,000億円以上への外部成長を目指す。

## REIT とのシナジー期待

## ゼネコン事業

明治42年（西暦1909年）創業

グループ外への売上は定常的に売上高全体の80%超

## 長い歴史と確かな技術力

### 事業内容の概要

2014年2月、明治42年（西暦1909年）創業の小川建設を完全子会社化したことでゼネコン事業を開始した。M&A当時、59億円程だった売上高は、その4倍の232億円まで成長し、本事業は連結売上高の約25%、営業利益の約15%を占めている。法人・個人・官公庁の幅広い顧客層に対し、建築全般に関わる企画・設計・施工から、そのアフターメンテナンスまで一貫したサービスを提供している。創業以来110年以上の歴史の中で培われた小川建設の技術力と信頼は各方面より高く評価されている。また、グループ外への売上も定常的に売上高全体の80%を超えており、グループ（シノケンハーモニーが開発するマンションの建設）に依存することのない収益基盤を構築している。

### ゼネコン事業：事業内容

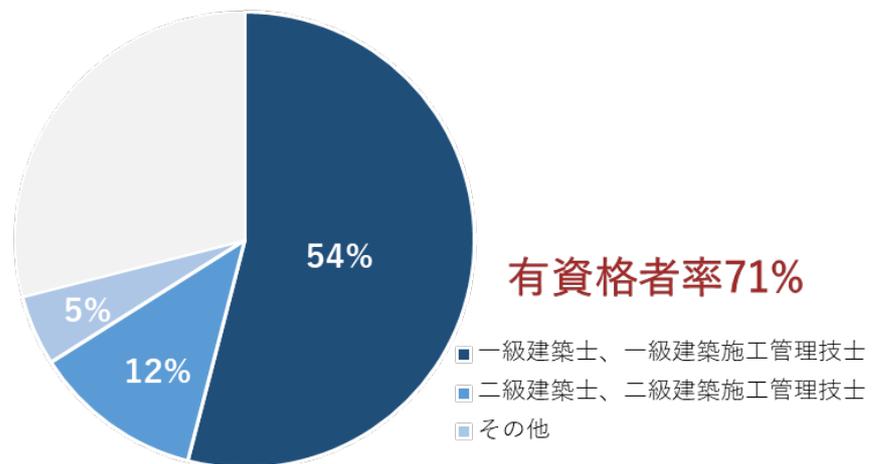
事業名	内容
建築請負	企画、設計、施工、メンテナンスを一貫して行っている
建築 リニューアル	リノベーション、大規模修繕、耐震工事を行っている
土地活用	土地有効診断から企画設計、事業方式の決定まで土地を最大限有効活用するプランを提案している

出所：シノケンG「中期経営ビジョン2020」

### 有資格者の割合は業界トップクラス

#### 従業員数に占める有資格者の割合

※2019年12月時点



出所：シノケンG「中期経営ビジョン2020」

「お客様に安心して仕事をまかされること」、「お客様の立場になって仕事をする」が小川建設の目指す姿である。その実現のため有資格者を増やし、分野のプロとなることを目指してきた。現在は全員有資格者に挑戦し、より一層エキスパート育成に邁進している。

110年を超える歴史の中で、実績として積み上げた多様な建設プロジェクト（抜粋）

【近代銀行建築・登録文化財指定建築】



【教育施設・工場等】



【マンション】



出所：シノケンG「中期経営ビジョン2020」

## エネルギー事業

2019年12月期までの直近4年間の年売上高成長率(CAGR)では40%を超え

事故の発生は0件と高い安全性が実証

## ストックビジネスを支えるもう1つの柱

### 事業内容の概要

シノケンGが販売する物件を主な対象としたLPGリテール(LPガスの小売)およびパワーリテール(電力の小売)を行っている。本事業は連結売上高の約3%、営業利益の約7%を占めている。2019年12月期までの直近4年間の年売上高成長率(CAGR)では40%を超えている。不動産サービス事業の賃貸管理事業とシナジーを出しつつ、エネルギーも販売することでシノケンGのストックビジネスを支える柱の一つとなっている。2020年9月末時点においてLPガスは37,636戸に、電力は23,615戸に供給しており安定的に成長してきた。24時間365日の安全監視体制の確立により、事業開始以来、事故の発生は0件と高い安全性が実証されている。

### 作業イメージ



出所：シノケンG「中期経営ビジョン2020」

### 創設以来ガス事故0件の安全

#### 当社エネルギー事業における安全監視体制



出所：シノケンG「中期経営ビジョン2020」

本事業の強みは事業開始以来、ガス事故ゼロの安全管理体制にある。消費者宅のガスメーターと集中管理センターがオンラインで繋がっており、24時間365日のリモート安全監視体制を構築している。これにより、万一の事態にも即応可能である。

## ライフケア事業

保有・運営する施設の入居率は99%を維持

低価格かつ顧客満足度の高いサービスを提供することが可能

## 社会的ニーズの高い分野

### 事業内容の概要

本事業では、各種介護施設の保有・運営とサービス提供を主に行っている。2020年9月末時点で、保有・運営する施設の入居率は99%を維持している。運営施設の内容は「高齢者安心サービス付き賃貸住宅」、「サービス付き高齢者向け住宅」、「デイサービス」、「認知症対応型グループホーム」などである。そのほか、2020年3月に知的障がいを持つ若者のための自立訓練事業や就労移行事業を行う「ゆたかカレッジ」（以下、「ゆたかカレッジ」）と資本・業務提携し、2020年6月には、障がいを持つ児童のための放課後等デイサービス「キッズライフ」を開設するなど、新たな分野への拡大を開始している。

### 3社の連携で生活支援サービスを低価格で提供

本事業では、サービス付き高齢者向け住宅・デイサービス施設を提供するシノケンウェルネス、グループホーム・小規模多機能型居宅介護施設を提供するフレンドに、居宅介護支援・訪問介護支援、放課後等デイサービスを提供するアップルケアというグループ事業会社3社により運営されている。これら3社間のシナジー効果により、低価格かつ顧客満足度の高いサービスを提供することが可能となっている。

### シノケンGの介護施設

<p><b>サービス付き高齢者向け住宅</b></p> <p>職員によるキメ細かいサポート</p>	<p><b>24時間365日介護職員常駐</b></p> <p>介護職員は365日、24時間オープン。お気軽に相談</p>	<p><b>館内見回り・安否確認</b></p> <p>1日1回以上部屋を訪問またはお声がけサービス、入居者様の安否を確認</p>
<p><b>簡単な生活のお手伝い</b></p> <p>居室内の電球交換など、生活の簡単なお手伝い</p>	<p><b>ソーシャルワーク計画作成</b></p> <p>ご本人の生活状況を踏まえ、ソーシャルワークのプランを作成</p>	<p><b>イベント開催</b></p> <p>イベントを適宜開催し、ご入居者様同士の親睦推進</p>
<p><b>ご家族の来訪は24時間OK</b></p> <p>ご家族は24時間365日ご自由にご訪問が可能</p>	<p><b>各種フロントサービス</b></p> <p>来訪者対応や郵便物の対応などのフロント業務</p>	<p><b>お食事（1食から選べます）</b></p> <p>ご希望の方には配食サービスも設定可能</p>
<p>寿らいふ 高島平（東京）</p> 	<p>寿らいふ ときわ台（東京）</p> 	<p>寿らいふ アクアヴィラ香椎浜（福岡）</p> 

**グループホーム**

認知症の高齢者が、少人数（9人単位）のグループをつくり、家庭的な雰囲気のもと、共同生活を通して家庭的な安心した生活が送れるようケアを実践

- 健康管理と医療機関との連携**  
近隣の病院と連携し、総合的に医療サポート  
月2回の往診もあり、夜間の特変時、看護師や提携医への連絡がスピーディー
- 夜間救急対応体制**  
夜勤スタッフを各フロアに1名ずつ配置し、夜間の急変・急病などの緊急時に対応
- 緊急体制**  
災害等緊急時の避難訓練を定期的実施  
緊急時の対応もマニュアル化し、人員確保もスムーズ・スピーディー

<p>フレンド高島平（東京）</p> 	<p>フレンド天王寺（大阪）</p> 	<p>フレンド香住ヶ丘（福岡）</p> 
--	---	---

出所：シノケンG「中期経営ビジョン2020」

障がい者支援や人材関連事業など、社会的ニーズの高い領域へと事業領域を拡大していく予定

### 新たな社会課題への取り組みへ

シノケン G でライフケア事業を展開するシノケンウェルネスは、株式会社ゆたかカレッジと資本・業務提携を行い、2 億円の新株予約権付融資の引き受けを行った。シノケン G は、これまで高齢者向け住宅・デイサービス施設等の高齢者向けへのサービスを提供してきたが、知的障がいのある若者たちのための「福祉型カレッジ」を運営するゆたかカレッジとの提携を機に、ライフケアの領域を高齢者ケアから生涯を通した生活支援サービスへと拡大することを目指す。

また、長期的には、障がい者支援や人材関連事業など、社会的ニーズの高い領域へと事業領域を拡大していく予定である。この計画を推進するうえで、日本の人口の 7.4% を占めるとされる障がい者が活躍できる環境づくりは社会的ニーズが高いと考えられるため、シノケン G の支援により、ゆたかカレッジの計画では今後 3 年で運営施設の数を 3 倍の 30 施設程度への拡大、IPO を視野に事業展開を推進する。

### 障がい者ケア

**増大する社会ニーズに対応**

放課後等デイサービス「キッズライフ」




福祉型カレッジ「ゆたかカレッジ」 (提携)



<https://yutaka-college.com/>

ゆたかカレッジ





出所：シノケン G 「中期経営ビジョン 2020」

その他事業  
(海外事業)

事業内容の概要

本事業では、アジア（中国）・東南アジア圏（シンガポール・インドネシア）での不動産事業を主に行っている。中国・シンガポールでは、主に日本人駐在員への賃貸仲介や現地富裕層への日本不動産の売買仲介を行っている。インドネシアでは、PT. Shinoken Development Indonesia（SKDI）が、首都ジャカルタ中心部においてサービスアパートメント「桜テラス」シリーズの開発およびその運営管理を行い、現地ゼネコン子会社の PT. Mustika Cipta Kharisma が桜テラスの工事請負を含む民間工事および公共工事を施工している。また、PT. Shinoken Asset Management Indonesia（SAMI）は、インドネシアにおける外資系企業としては初の投資運用業のライセンスを取得しており、不動産ファンド・REITの組成、並びに個人向け投資信託の運営・管理等の金融ビジネスの開始に向けて着々と案件の整理を進めている。このように、インドネシアにおいては、不動産の開発から建築、運営・管理、出口戦略まで一気通貫の体制を確立している。また、「桜テラス」のロフト付き居室は、インドネシア政府より知的財産として公式認定を受けている。

グローバルビジネスネットワーク

**中国**

**不動産の売買/賃貸仲介**  
シノケン不動産（上海）

- ・日本人駐在員への賃貸仲介
- ・現地富裕層へ日本不動産を販売

**シンガポール**

**不動産の売買/賃貸仲介**  
シノケン・ヘックス不動産

- ・シンガポールにおける売買/賃貸仲介
- ・日本人駐在員への賃貸仲介
- ・現地富裕層への日本不動産販売

**インドネシア**

**不動産開発・企画・販売・運営・金融**  
PT. Shinoken Development Indonesia  
・首都ジャカルタ中心部におけるサービスアパートメント「桜テラス」の開発・運営

PT. Shinoken Asset Management Indonesia  
・不動産ファンド組成・運営  
・個人向け投資信託組成・運営

**建設業**  
PT. Mustika Cipta Kharisma  
・民権/公共工事の請負

出所：シノケン G「中期経営ビジョン 2020」

## 4. SDGs

シノケン G は、国連の「持続可能な開発目標（Sustainable Development Goals、SDGs）」に賛同し、その達成に貢献する取り組みを以下のように展開している。このような取り組みにより持続可能性が向上し、企業価値の向上に寄与していくものと考えられる。

### ■ シノケン G の事業全般を通じた SDGs への貢献

事業領域	具体的内容と関連する SDGs
<p style="text-align: center;"><b>木造 アパートメント</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・短工期による CO2 排出抑制</li> <li>・CO2 吸収・貯蔵効果（鉄骨造の約 4 倍）</li> <li>・廃木材の再資源化への取り組み</li> <li>・カーボンニュートラルの実現</li> </ul> <div style="text-align: center;">  </div> <div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> <div style="text-align: center;">  <p>13 気候変動に 具体的な対策を</p> </div> <div style="text-align: center;">  <p>15 陸の豊かさも 守ろう</p> </div> </div>
<p style="text-align: center;"><b>建設</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・安全工法、安全管理基準</li> <li>・再生骨材の積極利用</li> <li>・原料トレーサビリティの開始</li> </ul> <div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> <div style="text-align: center;">  <p>7 エネルギーをみんなに そしてクリーンに</p> </div> <div style="text-align: center;">  <p>12 つくる責任 つかう責任</p> </div> <div style="text-align: center;">  <p>13 気候変動に 具体的な対策を</p> </div> </div>

事業領域	具体的内容と関連する SDGs
<p><b>販売サービス</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・外国人入居支援</li> <li>・低所得高齢者支援</li> <li>・ハローワーク就業支援</li> <li>・介護人材育成・創出</li> <li>・障がい児の放課後等デイサービス</li> <li>・社有車両 EV 化開始</li> <li>・開発途上国での投資信託の組成・販売（Financial Inclusion：金融包摂）</li> </ul>    
<p><b>間接業務</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・新卒奨学金返済支援（貧困問題）</li> <li>・給付型奨学金（返済不要）～公益財団法人 篠原育英会にて給付</li> <li>・女性管理職促進</li> <li>・障がい者雇用促進</li> <li>・新生活支援制度</li> <li>・技能実習生受入れ</li> </ul>    
<p><b>企業の社会的責任として</b></p>	<p>世界的な熱帯雨林の減少問題に対し、インドネシアでの熱帯雨林の植林 カーボンオフセットについてアクション開始</p>  

出所：シノケン G 「中期経営ビジョン 2020」

## 5. GCC 経営™および経営デザインシートによる構造化

### GCC 経営™ による構造化

Growth、  
Connection、  
Confidence  
の3要素が  
バランスよく発展する  
ことが期待

### GCC 経営™による価値創造力の構造化

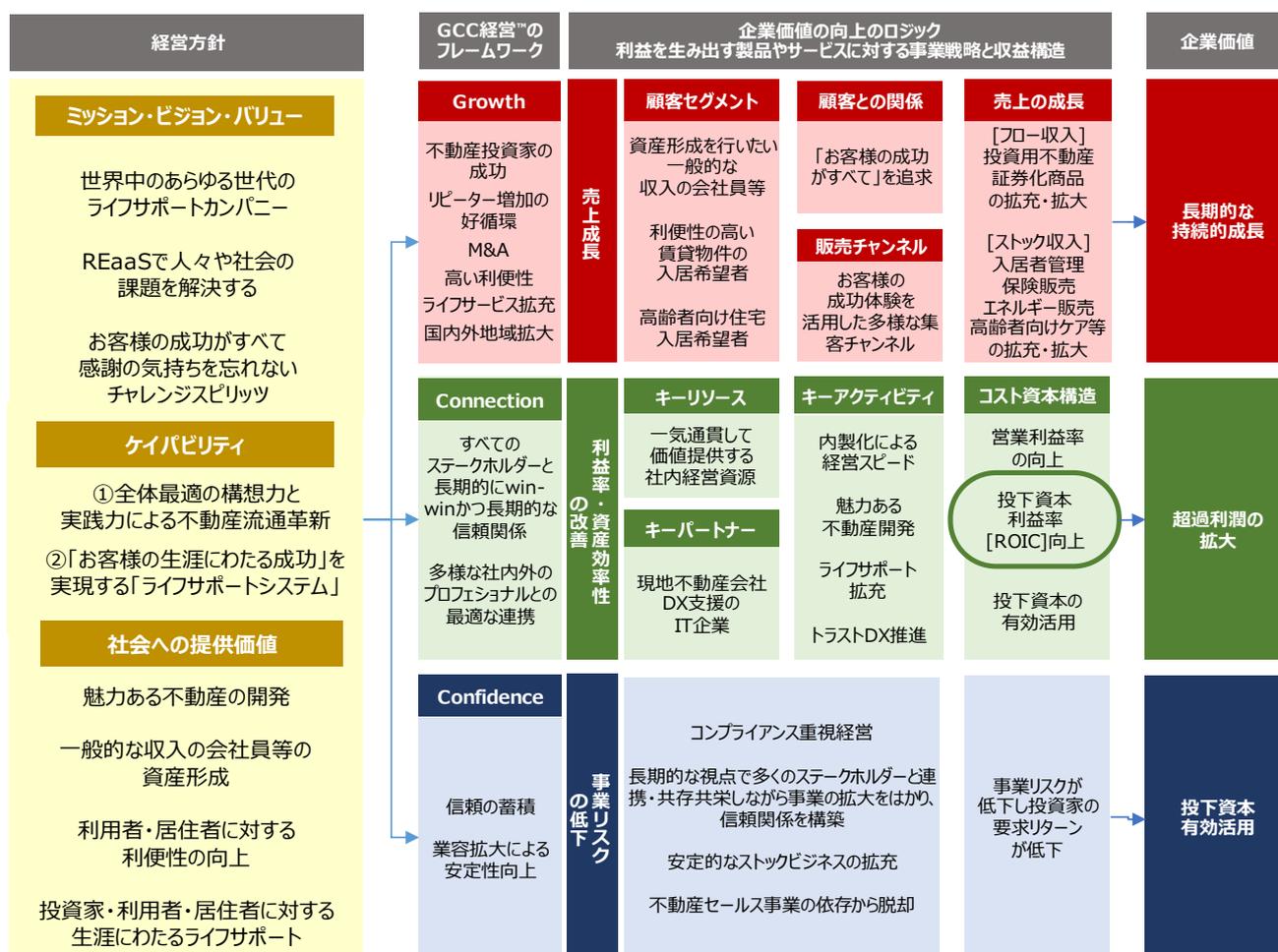
大きな流れで三つの視点で整理すると以下ようになる。

**Growth**： 高い利便性の不動産を開発する能力で、不動産投資の成功によってリピーター増加の好循環が発生。潤沢なキャッシュフローでM&Aを推進し、顧客へのライフサポートサービス拡充し、成功モデルの国内外地域拡大を推進し売上成長を実現。

**Connection**： すべてのステークホルダーと長期的に win-win かつ長期的な信頼関係と多様な社内外のプロフェッショナルとの最適な連携で魅力ある価値を提供することで利益率向上。資産回転率が高まり売上高比で少ない投下資本で事業運営し高いROICを実現。

**Confidence**：ステークホルダーとの信頼関係構築。業容拡大。ストックビジネスの拡大によって事業リスクの軽減を実現。

### シノケン G の GCC 経営™による価値創造力の構造化



出所：JPR

## 経営デザイン シートによる 構造化

### 経営デザインシート

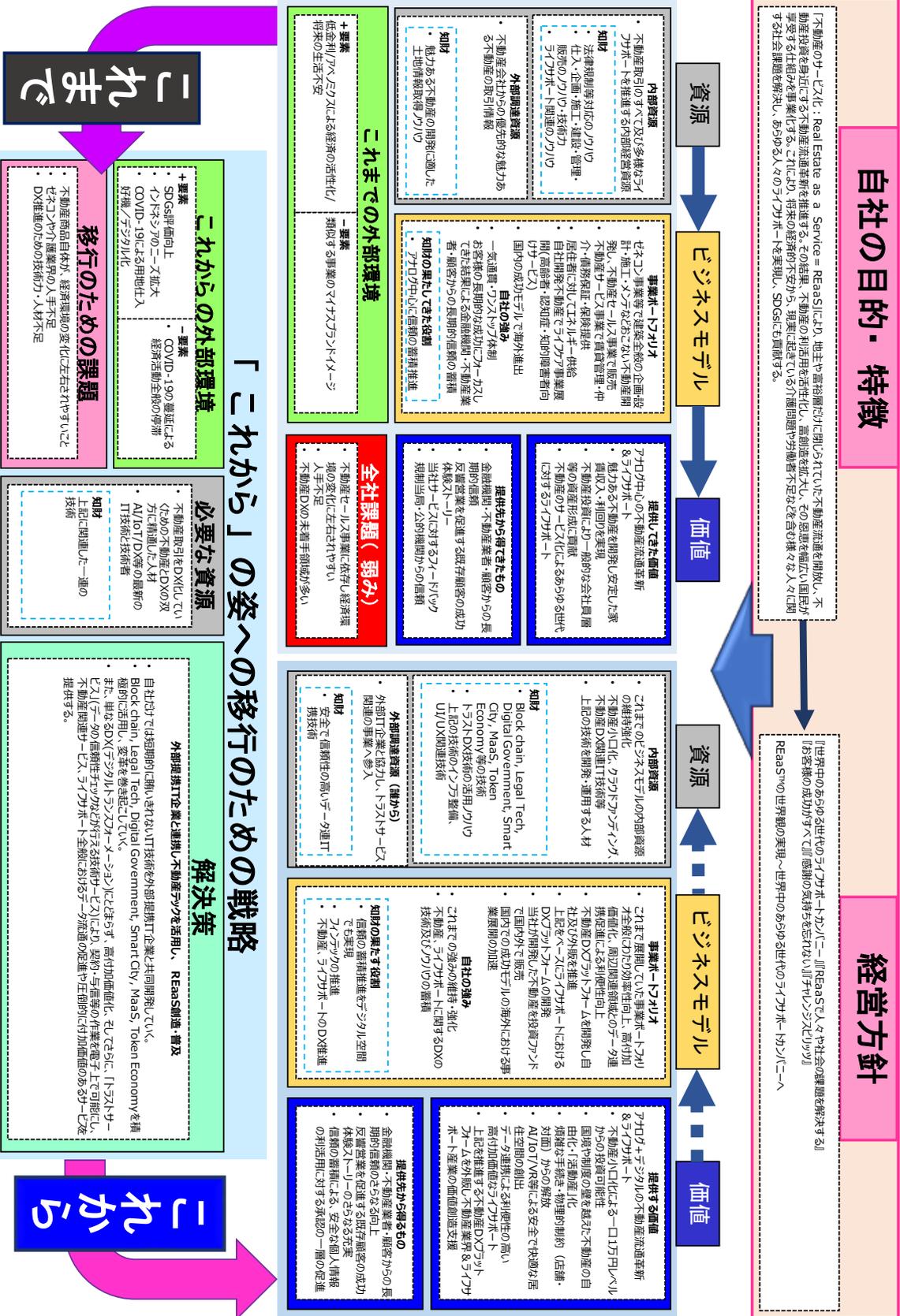
#### 経営デザインシートとは

経営デザインシートとは、内閣府知的財産戦略推進事務局が作成した「知財が企業の価値創造メカニズムにおいて果たす役割を的確に評価して経営をデザインするためのツール」である\*。社会・経済環境が、安定的なモノの供給が市場を牽引する 20 世紀型から、体験や共感を求めるユーザの多様な価値観が市場を牽引する 21 世紀型へと変化する中、経営の牽引力の源泉となる知財が果たす役割は増大しており、そのような動きを可視化するために各界の識者・実務家の英知をベースに開発され、2018 年 6 月に公表された。経営をデザインするための最先端の知見が凝縮されたフレームワークといえる。企業が持続的に成長するために、将来の経営基盤となりえる価値創造メカニズムを可視化し、デザインするためのシートであり、企業における活用事例も増加している。この 1 枚で、時間軸を意識した企業の経営を俯瞰することができ、「資源」と「ビジネスモデル」と「価値」の関係性を意識することが容易になる。

企業がユーザの多様な価値観に訴求するためには、価値創造のメカニズムを機動的・継続的にデザインしてイノベーションを創出すること、そのために知財が価値創造のメカニズムにおいて果たす役割を的確に評価することが期待される。経営デザインシートの考え方で経営戦略の整理がおこなうことができる企業は、21 世紀型のロジックにおいて、もれなく戦略が構築されていると考えることができる。シノケン G についても次ページのように整合的に整理が可能となった。

\* [https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/keiei\\_design/index.html](https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/keiei_design/index.html) 参照。

シノケンGの経営デザインシートでの整理



出所：JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を伴いかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

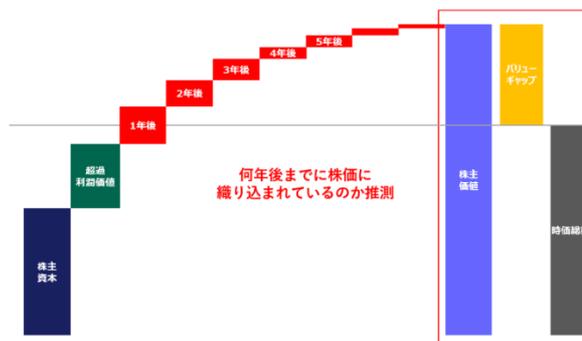
## 巻末補足資料① 超過利潤による価値評価のフレームワーク

### 超過利潤で 見た企業価値 評価法

#### 超過利潤分析のフレームワーク

超過利潤もしくは、経済付加価値は、東京証券取引所の第5回企業価値向上表彰で大賞となった花王株式会社が導入するなど、世界的に企業価値を推計する指標として普及している。超過利潤による計算では、企業価値を投下資本、超過利潤価値、成長価値、非事業資産の4つに分解し、より深く企業価値の創出構造を理解することが可能となる。時価総額が理論的な株主価値より大きければ、割高の可能性、低くければ割安の可能性を示唆する。各年度別の企業価値への貢献を次の図のようにビジュアル化することが可能である。次の図では株主資本 = 投下資本 + 非事業資産 - 有利子負債等として試算し、よりシンプルに示している。このようにすると何年後までの成長が株価に織り込まれているのかも推測可能である。

#### 超過利潤による企業価値分解



出所：JPR

超過利潤は、利用している投下資本に対して、投資家の満足するリターンを超えた利益を推計する。その現在価値が「超過利潤価値」となり、超過利潤が成長していく場合は、「成長価値」となる。また、事業に利用されていない資産を非事業資産価値として加算し、理論的な企業価値を推計する。理論的にはディスカウントキャッシュフロー法（DCF法）と超過利潤による企業価値推計値は同じになる。本レポートでは、簡易的に次のように計算した数値を用いて超過利潤を計算している。

$$\begin{aligned} \text{超過利潤} &= \text{税引き後営業利益(NOPAT マージン)} - \text{投下資本} \times \text{加重平均資本コスト} \\ \text{税引き後営業利益 (Net Operating Profit After Tax: NOPAT)} &= \text{営業利益} \times (1 - \text{実効税率}) \\ \text{投下資本} &= \text{総資産} - \text{非事業資産価値} - \text{有利子負債以外の流動負債} \\ \text{非事業資産価値} &= \text{売上高の 10\% を超える現預金} + \text{短期有価証券} + \text{投資有価証券} + \text{繰り延べヘッジ} \\ &\quad \text{損益} + \text{土地再評価額} + \text{為替調整勘定} \\ \text{加重平均資本コスト} &= \text{税引き後有利子負債利率} \times (D / (E + D)) + \\ &\quad \text{株主資本コスト} \times (E / (D + E)) \\ \text{株主資本コスト} &= 0.5\% + 5\% \times \beta \\ \beta &= \text{TOPIX と対象企業株の 5 年間の日次リターンの一次回帰式の傾き} \\ E &= \text{計算時点での時価総額} \\ D &= \text{計算時点での直近決算の短期有利子負債} + \text{固定負債} + \text{少数株主持ち分} \end{aligned}$$

## 巻末補足資料②業界別の企業価値分析レポート

以下は、JPRが2020年10月28日に発行した業界別の企業価値評価レポートの抜粋である。

([https://www.j-phoenix.com/report/jpr\\_industryreport\\_condominium\\_development\\_20201028/](https://www.j-phoenix.com/report/jpr_industryreport_condominium_development_20201028/))

本レポートに関係性が高く、結論は現時点でも通用するので、一部をアップデートし、本文と重複する箇所を削除し再掲。

# 業界別の企業価値分析レポート マンション開発・分譲/不動産仲介

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社

### 時価総額に対して株主価値2倍シナリオを提示

本レポートにおいて、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）は、特定の業界ごとにROICでランキングをおこない、上位企業について時価総額2倍シナリオの前提条件を示す（本レポートではシノケンGのみ掲載）。今回は、日経業種分類で、マンション開発・分譲/不動産仲介に分類されている企業で、分析時点で今期の売上高計画値が発表済で、会社計画売上高で300億円以上の企業を対象とした（分析対象の抽出は10月20日時点）。

### 分析対象企業リスト

code	name	企業概要	直前決算期	直前期売上高	今期売上高計画値	直前期営業利益	今期営業利益会社計画値	直前期当期利益	今期当期利益会社計画値	時価総額	直前期当期利益ベースPER
8928	穴吹興産(株)	中国・四国地方などで「アルファ」シリーズなどのマンション分譲、不動産仲介などを中心とした不動産関連事業を手がける。	2020/06	95,379	99,000	5,744	4,500	3,282	2,700	18,803	7.0
8881	(株)日神グループホールディングス	首都圏を営業基盤として分譲マンションの企画・販売、不動産の賃貸・受託管理などを行うマンションデベロッパー。	2020/03	82,116	75,000	5,058	3,800	3,949	2,000	18,921	9.5
3244	サムティ(株)	賃貸収益をベースに賃貸マンションの企画・開発・販売、資産運用を行うアセットマネジメント事業、物件管理を行うプロパティマネジメント事業、ビジネスホテルの企画・開発・保有・運営までを行う。	2019/11	85,552	95,500	15,395	15,300	9,740	9,100	72,277	7.9
8877	エスリード(株)	関西を地盤とするマンションデベロッパー。	2020/03	61,638	64,000	7,948	7,200	5,070	4,050	20,971	5.2
8935	(株)エフ・ジェー・ネクスト	主に首都圏で資産運用を目的とした都市型マンションの企画、開発、分譲を行う。	2020/03	84,840	71,000	10,412	7,500	6,732	5,000	33,850	6.8
8892	(株)日本エスコ	分譲マンションの開発を中核に、商業開発、ホテル開発などを展開する不動産デベロッパー。	2019/12	72,106	86,000	12,912	13,300	8,155	8,500	62,661	7.4
8850	スターツコーポレーション(株)	賃貸仲介事業および売買仲介事業は、不動産営業店舗「ピタットハウス」を出店し、賃貸アパート・マンションの募集管理、住宅の販売代理等を行う。	2020/03	209,091	193,000	23,912	18,500	15,059	11,500	146,605	12.7
3491	(株)GA technologies	中古不動産と購入希望者をウェブサイトなどでマッチングする「RENOSY (リノシー)」を運営。	2019/10	39,286	61,000	1,193	1,800	510	770	84,740	110.1
8909	(株)シノケングループ	サラリーマン層を対象に「資産づくり」を目的とした投資用アパート経営の提案を行う不動産セールス事業が主力。	2019/12	95,787	96,000	9,754	8,800	5,875	5,900	40,382	6.8

(出所) FactSet,日経 Needs データよりJPR作成, 2020年11月20日時点、以下すべて出所は同じ。

## 重要メッセージ

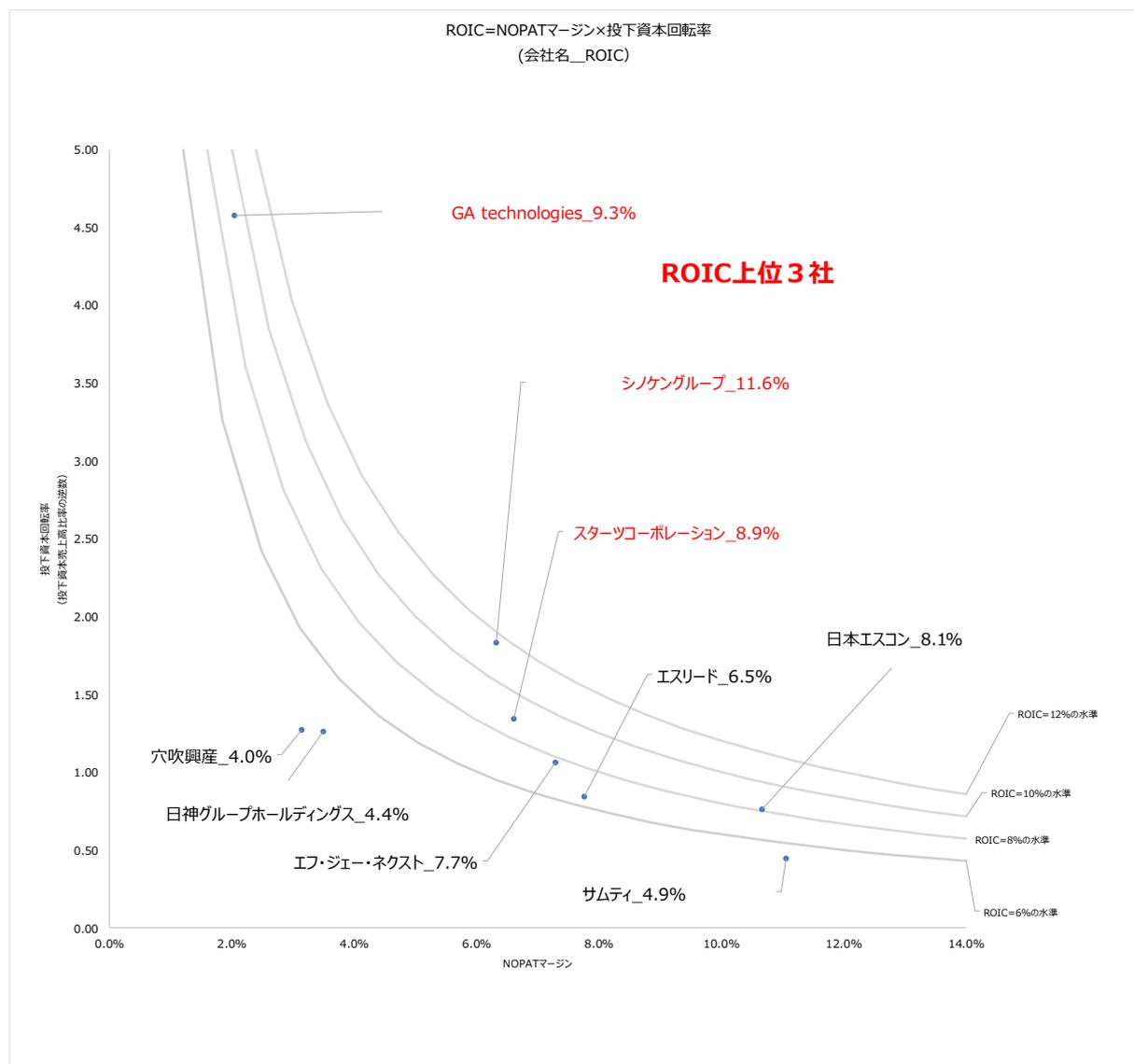
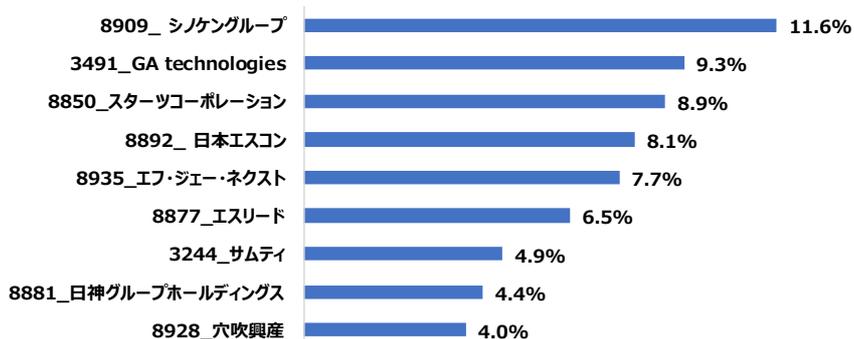
2020年10月20日時点で入手可能なデータによる会社計画値ベースのROICのランキングにおいて、第一位シノケン G、第二位 GA technologies(3491)、第三位、日本エスコン(8892)の上位3社について時価総額に対して株主価値2倍シナリオの分析をおこなった(本レポートではシノケン Gのみ掲載)。分析結果からは、すべて実現可能性のある時価総額2倍シナリオは構築可能と判断している。(なお、11月20日時点では日本エスコンに代わりスターツコーポレーション(8850)が第三位となっている。)

## 2倍シナリオの実現可能性(2020年10月20日時点のデータをベースに試算)

シノケン G については、ストレステストを行い検証した結果を反映して2倍シナリオの実現可能性が最も高いと判断した。仮に2020年12月期は会社計画比で10%減益(その後も2031年まで予想値から10%減少)、売上が5%減少(同様にその後も5%減少)した場合でも、株主価値は時価総額の2倍以上と推計されるからである。

シノケン G は、「アパート」のイメージが強く、業界の不正問題などに引っ張られ、過少評価されているようだが、直近のリリースや説明資料等を分析すると、近年は介護やエネルギー事業など幅広く事業構造を変化させ、不動産テックにも注力し、海外(特にインドネシア)においても成果を上げつつある。当分析のような客観的な切り口・事実が一般投資家に広く認識されるならば、2倍シナリオの実現可能性が十分あるといえる。

■ ROIC (投下資本は直近四半期末、税引き後営業利益は今期計画ベース)



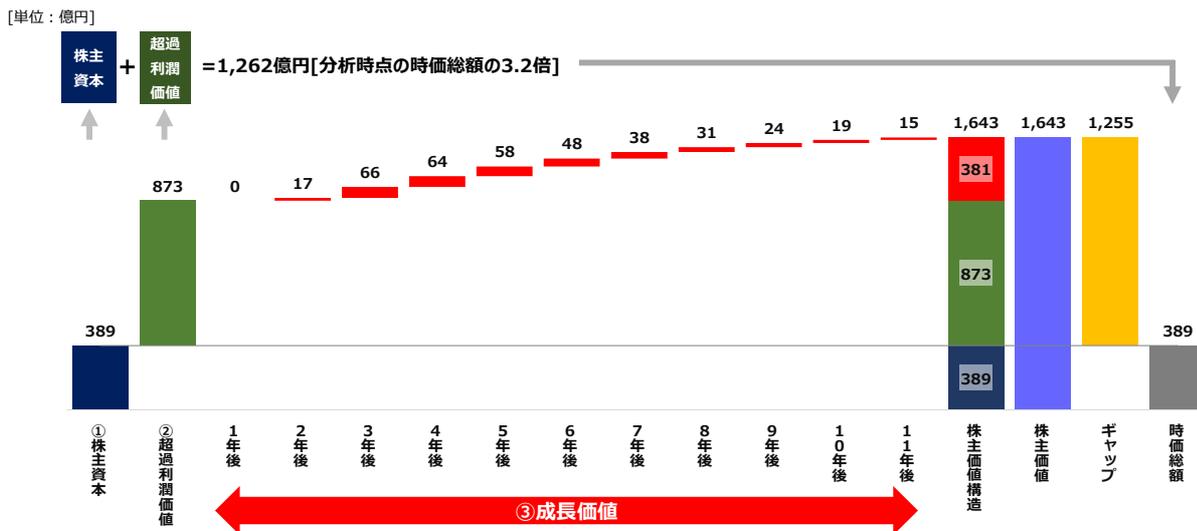
(出所) FactSet,日経 Needs データよりJPR 作成, 2020年11月20日時点、以下すべて出所は同じ。

## 8909:(株) シノケン G の株主価値 = 時価総額 2 倍シナリオ

会社計画ベースのシミュレーション：WACC5%前提。2021年12月期以降成長しなくても株主価値は3.2倍と推計され2倍シナリオが達成済。

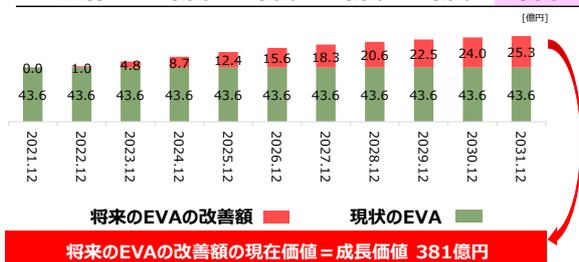
シノケン G(8909)は業界内トップの ROIC にも関わらず、PBR が1倍以下で割安である。原因として、2019年12月期に前期比で売上高がマイナス14%となったことがあげられる。投資家から低評価となり、超過利潤価値873億円+株主資本簿価389億円(=成長ゼロの株主価値)だけで1,262億円の株主価値と試算されるが、時価総額は400億円以下にとどまっている。

### 会社計画ベース：現状の株主価値 VS 時価総額(10月20日終値)分析



過去の成長率や業績動向等からJPRが前提設定

年度	JPR予測1年後 2021.12	JPR予測2年後 2022.12	JPR予測3年後 2023.12	JPR予測4年後 2024.12	JPR予測11年後 2031.12
売上高	1,020	1,230	1,338	1,444	1,901
前年比成長率	0.0%	20.6%	8.8%	7.9%	1.9%
営業利益	105.0	115.0	125.0	135.0	177.8
営業利益率	10.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%
NOPAT	72.6	79.5	86.4	93.3	122.9
NOPATマージン	7.1%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
投下資本/売上高	56.8%	56.8%	56.8%	56.8%	56.8%
ROIC	12.5%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
WACC	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

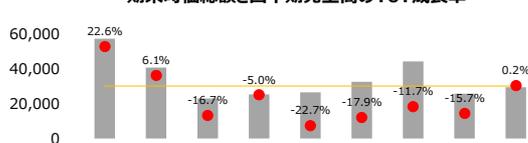


上記期間を超えた成長率は20%づつ減少し、2028年度にはゼロ成長となる前提で成長価値を推計

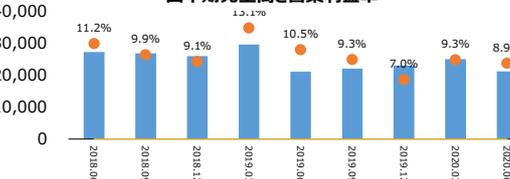
過去の業績 (今期は会計計画)

	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
売上高	813	1,059	1,114	958	1,020
成長率	47.6%	30.3%	5.1%	-14.0%	6.5%
営業利益	105.7	129.2	118.4	97.5	105.0
営業利益率	13.0%	12.2%	10.6%	10.2%	10.3%
NOPATマージン	9.0%	8.4%	7.4%	7.1%	7.1%
投下資本/売上高	51.2%	53.6%	59.0%	77.0%	56.8%
ROIC	17.6%	15.7%	12.5%	9.2%	12.5%

期末時価総額と四半期売上高のYoY成長率



四半期売上高と営業利益率



[FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用して作成、2020年10月20日時点]

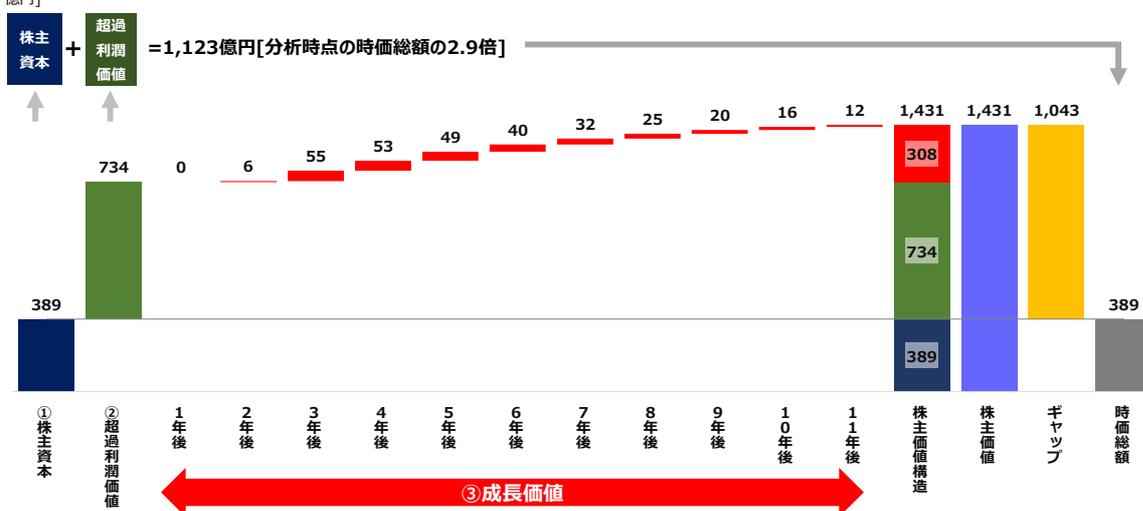
## 8909:(株) シノケン G のストレステスト

会社計画値より営業利益が減益 10%、その後も 10%減益 WACC5%前提。株主資本+超過利潤価値は時価総額の 2.9 倍と推計。ストレステストでも 2 倍シナリオ達成

前頁の前提（2031 年までの 11 年後までの会社予想値）に対して、一律で 2031 年まで営業利益を 10%減少、売上を 5%減少する想定ストレステストをおこなった。それでも超過利潤価値+株主資本簿価の合計は 1,123 億円となり分析時点での時価総額の 2.9 倍となっている。会社計画が 1 割下ぶれても、時価総額 2 倍は理論的には実現可能といえる。なお、分析時点で株主資本+超過利潤価値が時価総額の 2 倍以上となっているため「株主価値 = 時価総額 2 倍シナリオ」のシミュレーション分析の提示は省略する。

### ストレステスト：現状の株主価値 VS 時価総額(2020年10月20日終値)分析

[単位：億円]



過去の成長率や業績動向等からJPRが前提設定

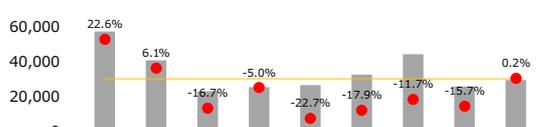
年度	JPR予測1年後	JPR予測2年後	JPR予測3年後	JPR予測4年後	JPR予測11年後
2021.12	2022.12	2023.12	2024.12	2024.12	2031.12
売上高	969	1,169	1,271	1,372	1,806
前年比成長率	0.0%	20.6%	8.8%	7.9%	1.9%
営業利益	94.5	103.5	112.5	121.5	160.0
営業利益率	9.8%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
NOPAT	65.3	71.6	77.8	84.0	110.6
NOPATマージン	6.7%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
投下資本/売上高	59.1%	59.1%	59.1%	59.1%	59.1%
ROIC	11.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
WACC	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

過去の業績（今期は会社計画）

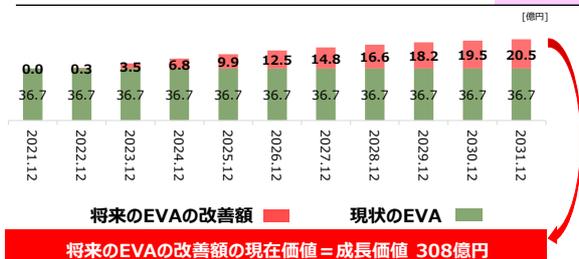
	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
売上高	813	1,059	1,114	958	969
成長率	47.6%	30.3%	5.1%	-14.0%	1.2%
営業利益	105.7	129.2	118.4	97.5	94.5
営業利益率	13.0%	12.2%	10.6%	10.2%	9.8%
NOPATマージン	9.0%	8.4%	7.4%	7.1%	6.7%
投下資本/売上高	51.2%	53.6%	59.0%	77.0%	59.1%
ROIC	17.6%	15.7%	12.5%	9.2%	11.4%

ストレステスト

期末時価総額と四半期売上高のYoY成長率



四半期売上高と営業利益率

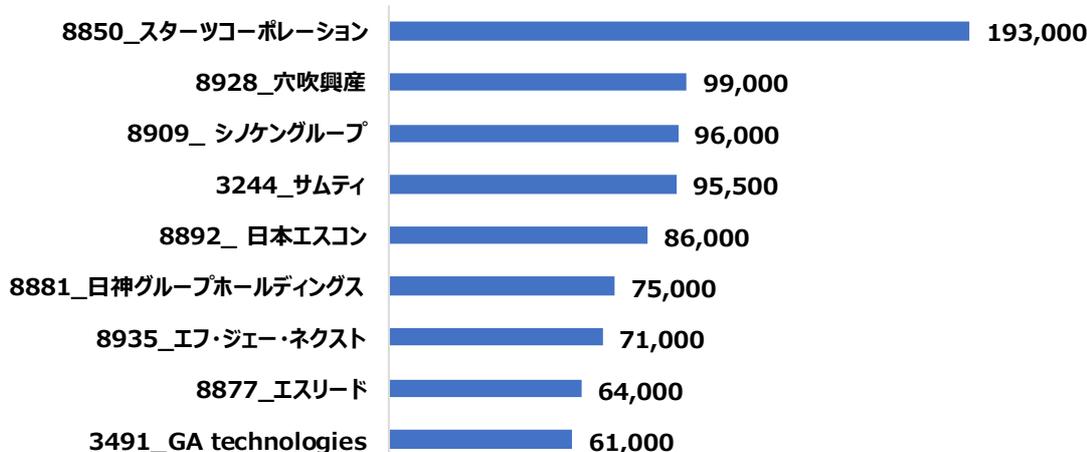


上記期間を超えた成長率は20%づつ減少し、2028年度にはゼロ成長となる前提で成長価値を推計

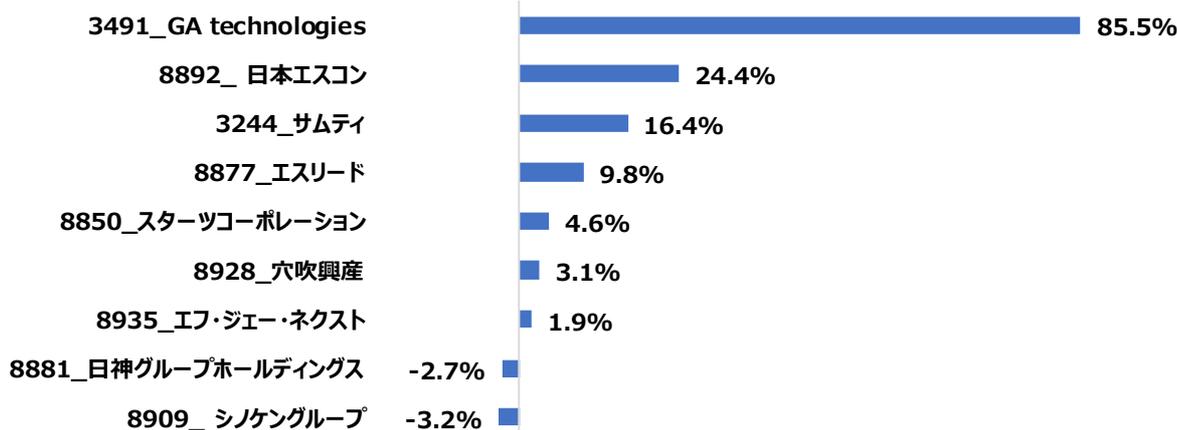
[FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用して作成、2020年10月20日時点]

## 株主価値指標ランキング (2020年11月20日時点)

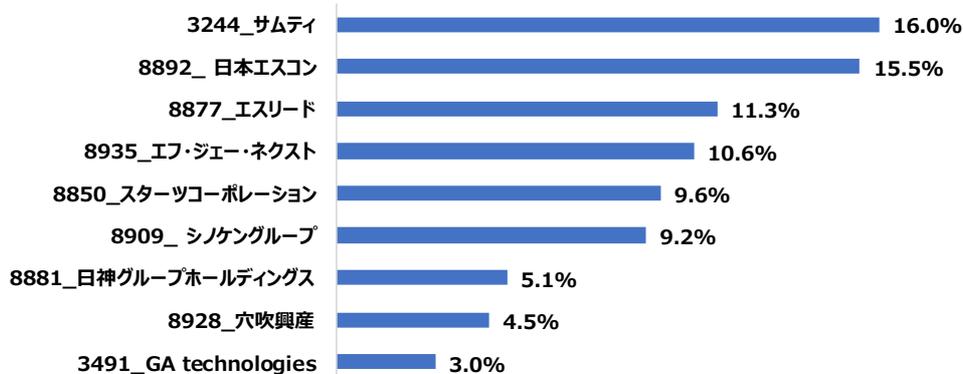
### ■ 今期会社計画・売上高 (百万円)



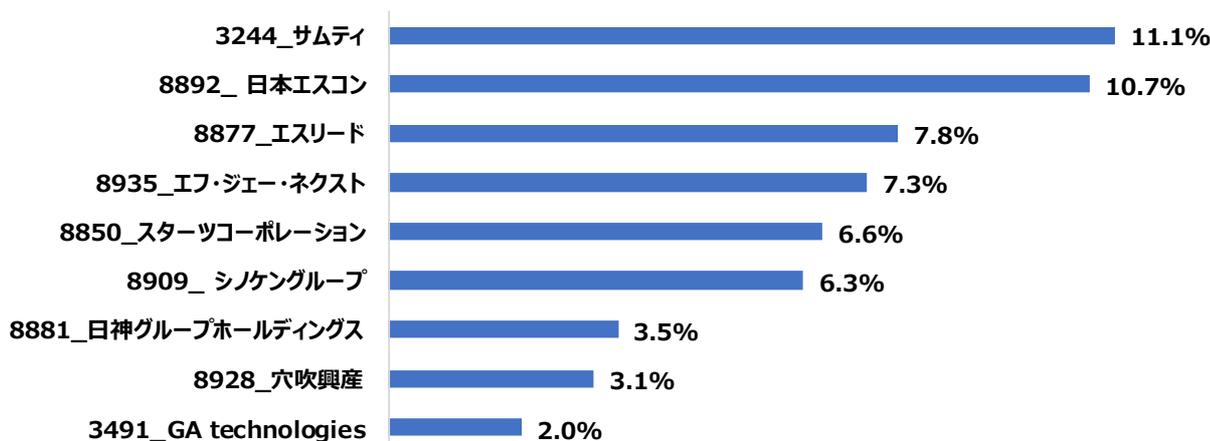
### ■ 売上高成長率 (2期前～今期、年率換算)



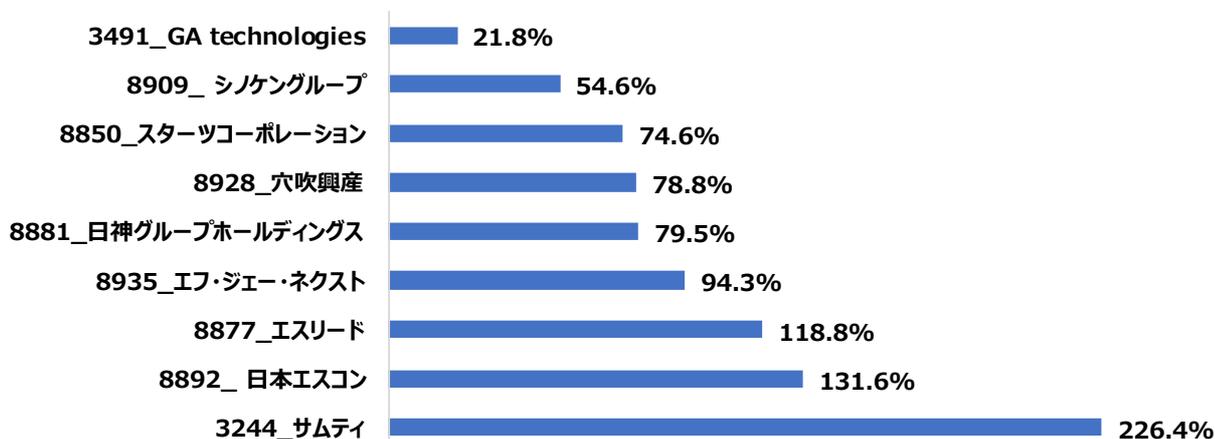
### ■ 営業利益率 (今期会社計画)



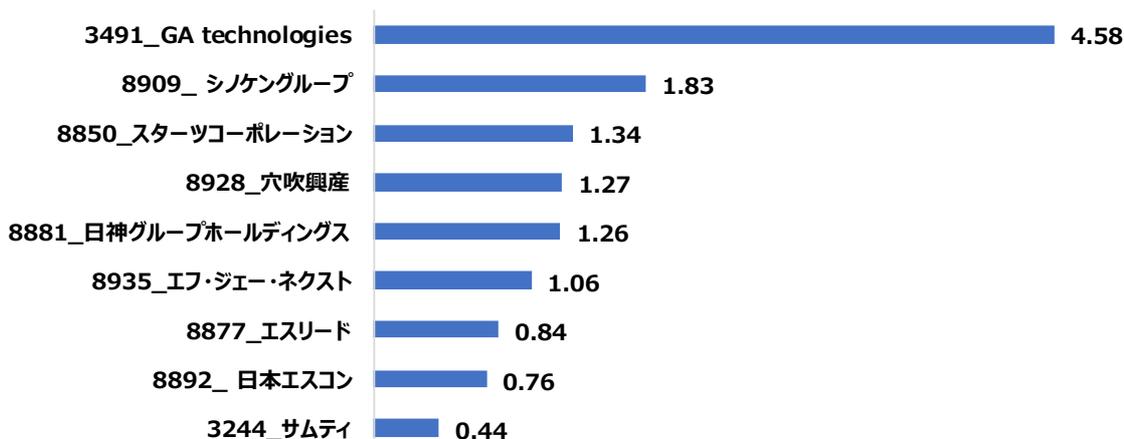
■ 税引後営業利益率（今期会社計画）



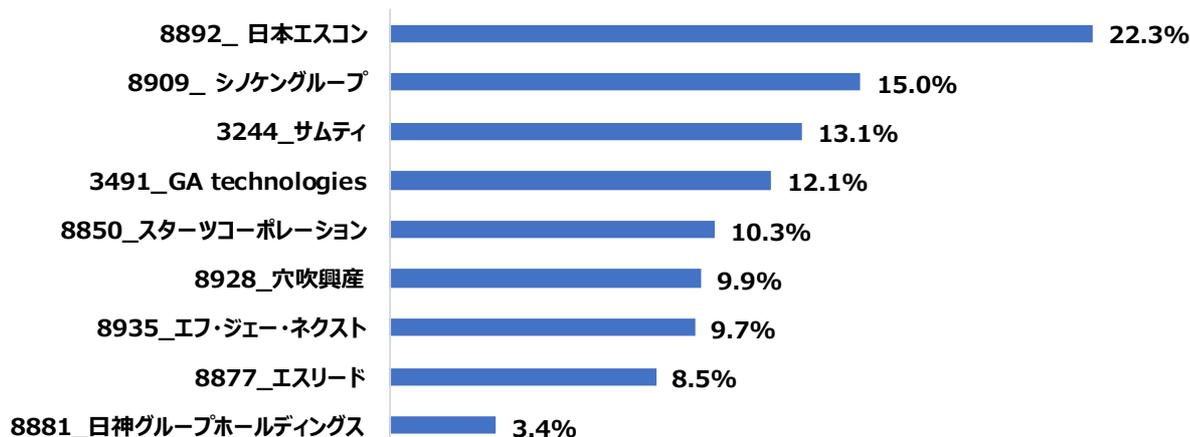
■ 投下資本売上高比率（投下資本は直近四半期末、売上高は今期計画値ベース）



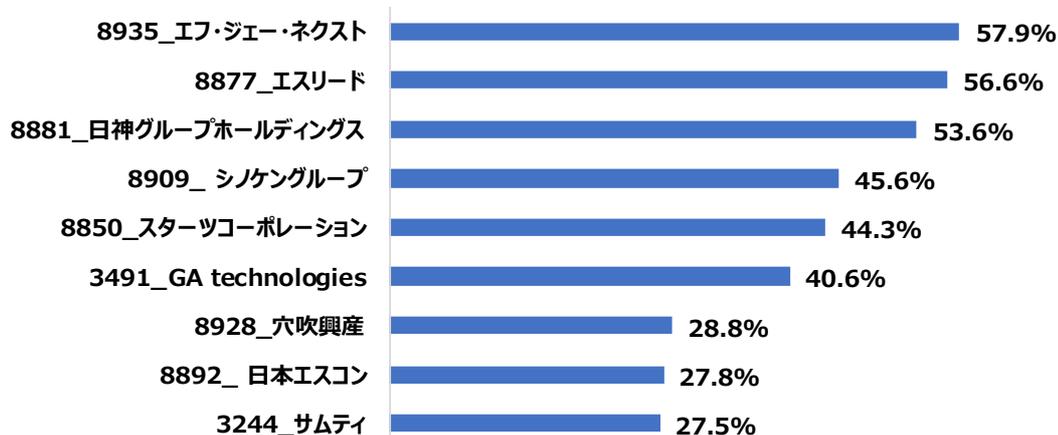
■ 投下資本回転期間（投下資本は直近四半期末、売上高は今期計画ベース）



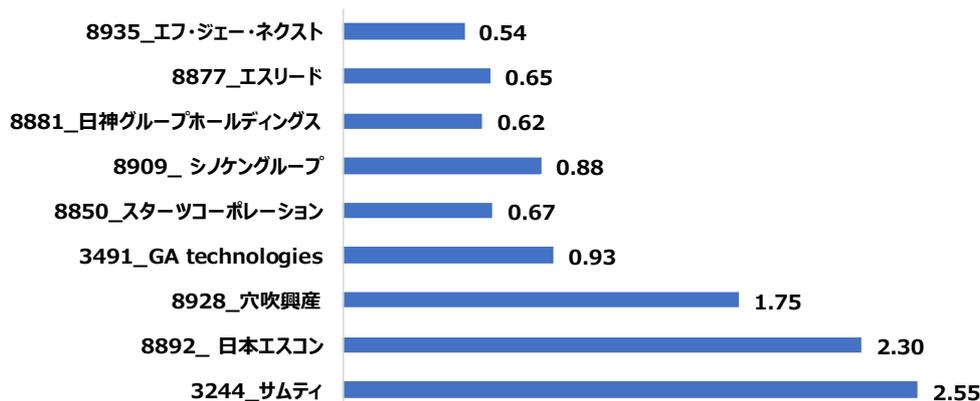
ROE (株主資本は直近四半期末、当期利益は今期計画ベース)



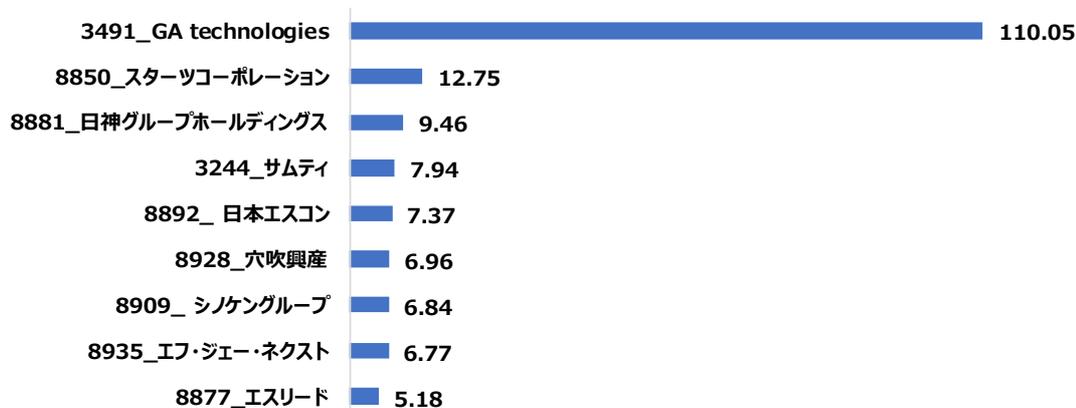
株主資本比率 (直近四半期末)



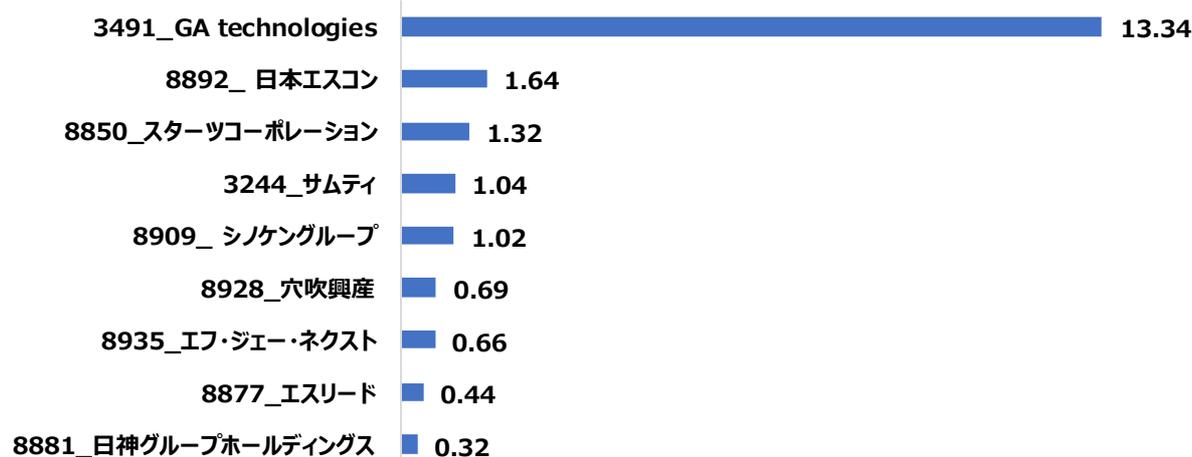
■ 簿価 DE レシオ (倍、直近四半期末)



■ PER (倍、時価総額は2020年11月20日終値、当期利益は今期会社計画ベース)



■ PBR (倍、時価総額は2020年11月20日終値、時価総額÷直前四半期末株主資本ベース)



## 参考資料①：株主価値の要素とは？

株主価値は、以下の4つの要素で整理することが有用である。

- ① 高い売上高成長を実現すること
- ② 高い利益率を達成すること
- ③ 少ない資本でより多くの売上高を獲得すること
- ④ 事業リスクを低くすること

なお、②と③を合わせるとより少ない資本でより高い利益を得ることと言い換えることも可能である。それぞれの計測方法は、以下である。

① = 売上高成長率

② = NOPAT マージン

(税引後営業利益率) (NetOperatingProfitAfterTax)

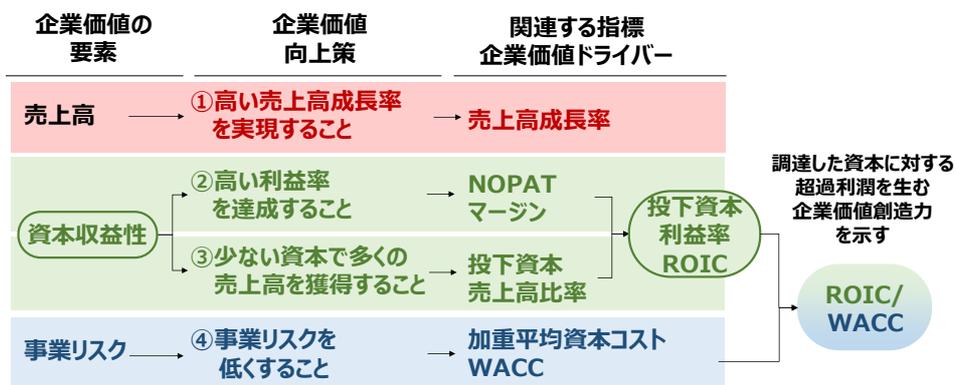
③ = 投下資本売上高比率

④ = WACC (加重平均資本コスト) (WeightedAverageCostofCapital)

②÷③により ROIC (投下資本利益率: ReturnOnInvestedCapital) が算出され、**投下資本の収益性**が把握できる。また ROIC/WACC は調達した資本に対して、**超過利潤を生む企業価値の創造力**を示している。

企業価値を向上させるにはより高い ROIC/WACC を達成し、より高い売上高成長を持続させる模倣困難な差別化・競争優位性を確立することが必要である。

### 企業価値の要素と企業価値向上の大原則

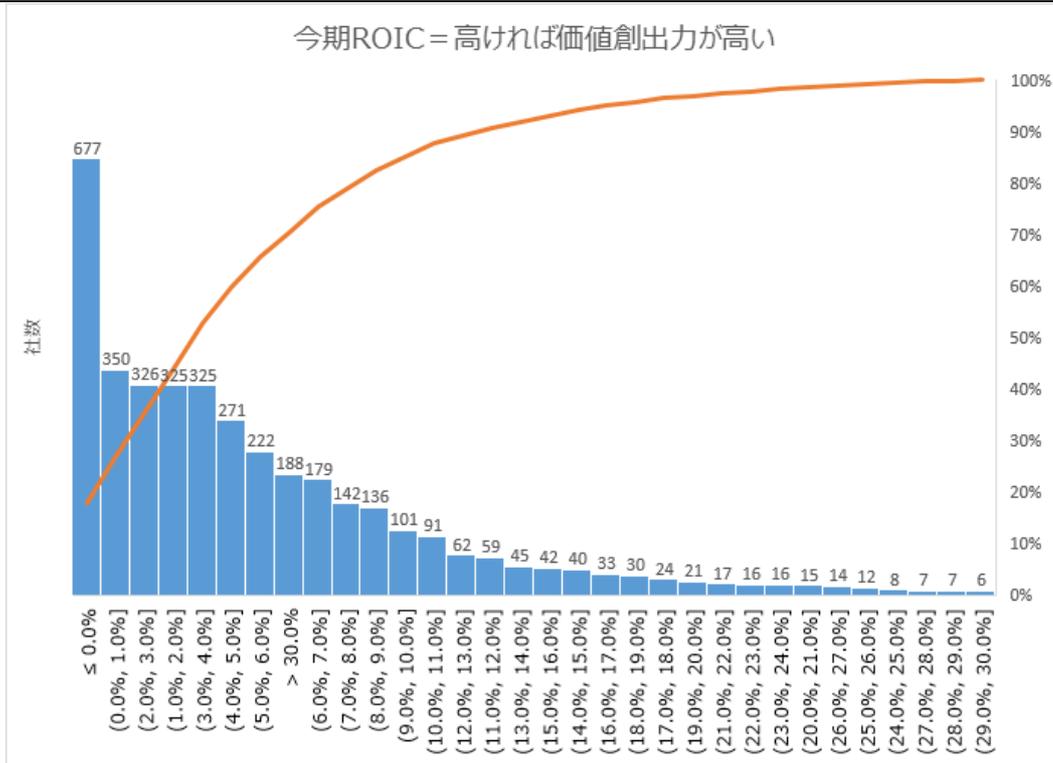


**企業価値向上の大原則**  
 高いROIC/WACCを達成し、高い売上高成長を持続させる  
 模倣困難な差別化・競争優位性を確立すること

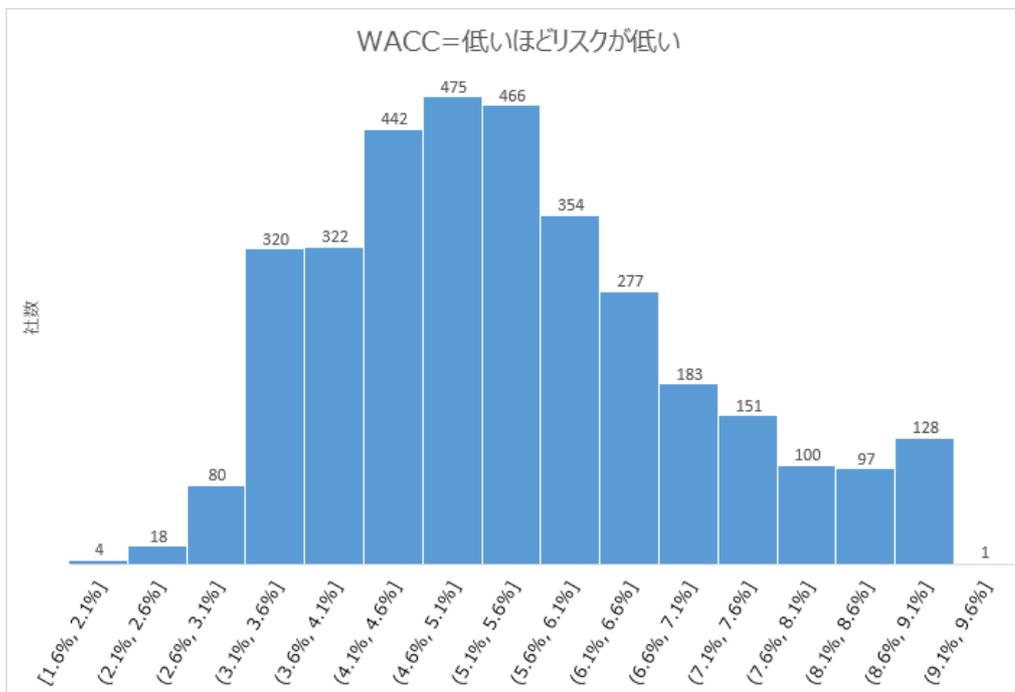
(出所) JPR 作成

## 参考資料②：日本企業のROIC,WACC分布

### ROIC 分布



### WACC 分布



対象：10月20日時点で黒字の会社計画発表企業のうち、金融セクターを除いた上場企業

## 巻末補足資料③ GCC 経営™ の説明

### GCC 経営™ のフレームワーク

マズローの欲求の五段階の要素と、企業価値の三つの要素を結び付ける

### GCC 経営™ の分析フレームワークとは？

#### 全てのステークホルダーの心をつかむ非財務情報と財務情報を統合

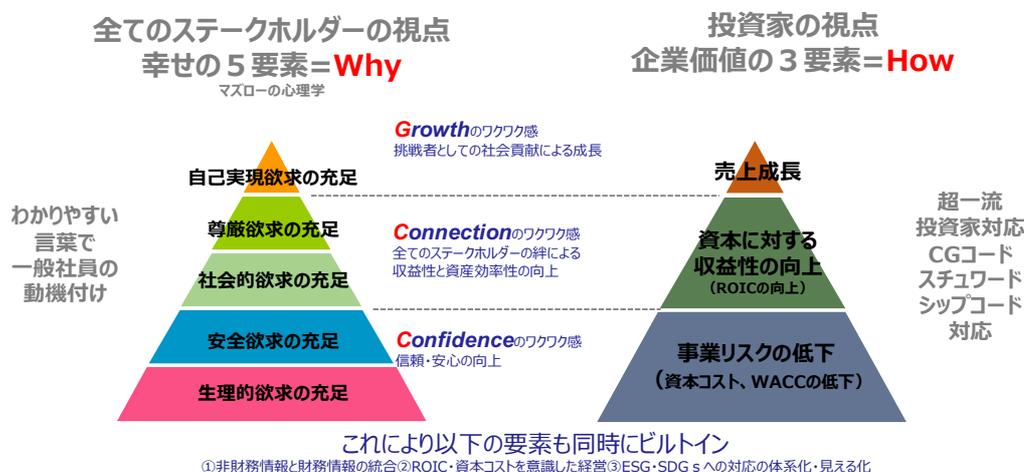
GCC 経営™ とは、すべてのステークホルダーの幸せにフォーカスすることで、非財務情報と財務情報を統合的に結びつけて、株主価値の持続可能性を評価する分析フレームワークである。ジェイ・フェニックス・リサーチが独自に開発した。投資家の幸せは企業価値の三要素のフレームワークを用いる。社員や幸せは、米国の著名な心理学者、マズローの五つの欲求段階説を用いる。五つの欲求が満たされれば、人は幸せを感じると考えられる。同じ株主価値でも、社員の幸せが向上する仕組みがビルドインされていればより持続可能性が高いと判断できる。

欲求の五段階の要素と、企業価値の三つの要素を結びつける概念が **Growth**(売上成長)、**Connection** (人・事業のつながりの改善 = 資本の利益率向上)、**Confidence** (信頼向上 = 事業リスク低下) である。GCC の概念で、全ての社員の幸せの向上がビルドインした戦略が生み出した超過利潤を JPR では「しあわせ付加価値、Happiness Value Added」とも呼ぶ。

幸せを高めることが企業の存在意義つまり「なぜその企業は存在するのか (Why)」を問うことになり、それがどのように (How) 価値に結びついているのかという視点が企業価値の視点となる。このフレームワークを用いることで、社員にわかりやすく企業価値の創造の概念を説明することが可能となる。また、スチュワードシップコード対応で必要となる非財務情報の開示も容易になる。そのほか、①非財務情報と財務情報の統合②ROIC・資本コストを意識した経営 (コーポレートガバナンス対応)③ESG・SDGs\*への対応の体系化・見える化にも対応可能となる。

\* ESGとは、環境 (Environment)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) の頭文字を取ったもの。企業の長期的な成長のためには、ESG が示す 3つの観点が必要だという考え方が世界的に広まってきている。SDGsとは2015年9月の国連サミットで採択されたもので、国連加盟193か国が2016年～2030年の15年間で達成するために掲げた目標である。いずれも長期的な投資家が重視するためこの二つの視点で高い評価を得る上場企業に対して長期的な投資家の株式投資が増大すると期待される。

### GCC 経営™ による全てのステークホルダーの心をつかむ企業価値創造の分析



出所：JPR

## ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ/株式会社アイフィスジャパン（以下、発行者）が、「ANALYST NET」のブランド名（登録商標）で発行するレポートであり、外部の提携会社およびアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております）。
- 発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。
- 執筆者となる外部の提携会社およびアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社およびアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引およびその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。