

2005年8月26日

セクター:不動産業

## 株式会社ノエル(8947 JASDAQ)

財務体質の改善が課題だが、成長力あり、公募価格にも割安感

05.2 期実績は、04.8 期実績のちょうど半分の進捗ペースだが、不動産販売事業は、その事業特性から、下期に売上・利益が偏重する傾向にある。当社の場合、この傾向の改善を進めている模様だが、通期の EPS では丁度半期の倍の 4 万円は超えると考えたほうが妥当といえる。

不動産販売事業の東証での平均的 PER は 16 倍だが、当社の成長力等からは 20 ~ 25 倍で推移すると思われる。仮に今期の EPS を 5 万円とすると、PER25 倍で株価水準は約 130 万円となり、この水準が当面の上限と推測する。

公募価格が 55 万円付近で想定されている点では、割安感があるといえる。

## 連結データ(左肩は対前年比(%))

| 決算期                          | 03/8    | 04/8    | 05/2中   |
|------------------------------|---------|---------|---------|
| 売上高(百万円)                     | 12,807  | 26,527  | 13,911  |
|                              |         | 107.1%  |         |
| 営業利益(百万円)                    | 539     | 887     | 706     |
|                              |         | 64.6%   |         |
| 経常利益(百万円)                    | 307     | 472     | 470     |
|                              |         | 53.8%   |         |
| 当期利益(百万円)                    | 98      | 245     | 214     |
|                              |         | 151.2%  |         |
| 総資産(百万円)                     | 8,740   | 11,906  | 17,643  |
| 純資産(百万円)                     | 1,159   | 1,760   | 1,961   |
| 株主資本比率(%)                    | 13.3%   | 14.8%   | 11.1%   |
| ROA(%, 経常利益 <sup>△</sup> -入) | 3.5%    | 4.0%    | 2.7%    |
| ROE(%, 当期利益 <sup>△</sup> -入) | 8.4%    | 13.9%   | 10.9%   |
| 発行済株式数(修正後、千株)               | 10,973  | 10,973  | 10,973  |
| EPS(円/株)                     | 8,896   | 22,348  | 19,516  |
| BPS(円/株)                     | 105,648 | 160,429 | 178,735 |
| 配当(円/株)                      | --      | --      | --      |

---

## 事業概要～神奈川県を地盤とした不動産販売事業

当社グループは、当社・連結子会社 5 社・関連会社 2 社により構成されており、神奈川県・東京都を主たる営業地域として、不動産の仕入・販売、開発・分譲、賃貸仲介、売買仲介等を行っている。

当社グループの事業は、マンション・戸建て住宅等の新築住宅分譲市場を対象としたデベロップメント事業、不動産を投資商品として扱う不動産投資市場を対象とした不動産投資開発事業、賃貸住宅や中古住宅の斡旋を行う不動産流通市場を対象としたアセットコンサルティング事業の 3 事業に区分される。

デベロップメント事業では、デベロッパーをはじめとした不動産事業者、及び新築住宅購入を希望する一般顧客を対象としている。不動産事業者向けには、分譲事業用地の卸売り・仲介、居住用マンションの 1 棟卸が中心となっている。

不動産投資開発事業では、当社は不動産ファンド・投資家等に対して、マンション・オフィスビル・商業ビル等の収益不動産の企画・開発・販売を行っている。これらについては、既存の不動産に投資し、空室率改善・リノベーション等のバリューアップ策を実施した上で販売する場合と、当社が事業用地を取得し、賃貸用マンション等を建築して販売する場合がある。

アセットコンサルティング事業では、当社グループは、入居希望者に対する賃貸住宅の斡旋、住宅購入希望者に対する中古住宅の斡旋、賃貸住宅保有者等からのリフォーム工事の請負、個人投資家・不動産ファンド等の保有物件に対するプロパティマネジメント、当社で保有している賃貸用不動産の賃貸を行っている。

プロパティマネジメントの案件については、当社の不動産投資開発事業部門と連携し、収益不動産の販売先等からの受注獲得を図っている。また、個人顧客については、「ノエルクラブ」、「ノエルオーナーズクラブ」と称する会員組織を通じて、長期取引関係の構築を図っている。

## 収支の状況～05.8 期業績は期待大だが、財務体質は脆弱

当社事業は 3 事業に区分されるが、表 1 に示す販売ウエイトをみると、不動産事業者向け分譲事業用地の販売と、一般顧客向け宅地・住宅分譲が主力事業となっている。当社の場合、事業特性から、下期の販売・利益ウエイトが過去から継続して高い。当社ではこの下期偏重の傾向の改善を図っているとのことであり、従来と比較して 05.2 中間期は良い業績となっていると推測される。その点を考慮しても、05.2 中間期業績は、販売ペースでも利益額でも、前年度実績の約 50%まで達成していることから、05.8 期通期には、対前期比で相当改善された業績になると考えられる。

ただし、当社の場合、各セグメント別にみても、全体的に営業利益率が低いようにみえる。特にアセットコンサルティングについては、将来の事業拡大に向けた人員の増加、新視点の開設や効率化のための新システムの開発等での経費増加によって、05.2 中間期を含めて 3 期連続で営業赤字を計上している。(表 2 参照)

【表 1 事業セグメント別販売実績(百万円、%)】

|                |           | 04.8 期 | 前期比     | 05.2 中 |
|----------------|-----------|--------|---------|--------|
|                | 一般分譲マンション | 229    | -83.8%  | 19     |
|                | 一棟卸マンション  | 1,713  | --      | 948    |
|                | 宅地分譲      | 5,760  | +154.2% | 723    |
|                | 戸建住宅分譲    | 1,606  | +54.0%  | 1,196  |
|                | 分譲事業用地卸売  | 11,726 | +115.2% | 5,974  |
|                | その他       | 573    | -11.5%  | 776    |
| デベロップメント事業計    |           | 21,609 | +99.6%  | 9,638  |
| 不動産投資開発事業      |           | 3,689  | +189.4% | 3,384  |
| アセットコンサルティング事業 |           | 1,227  | +73.7%  | 888    |
| 合計             |           | 26,526 | +107.1% | 13,911 |

【表 2 事業セグメント別の営業利益率(百万円、%)】

|        |         | デベロップメント | 不動産投資<br>開発 | アセットコンサ<br>ルティング | 連結     |
|--------|---------|----------|-------------|------------------|--------|
| 03.8 期 | A. 売上高  | 10,824   | 1,274       | 706              | 12,806 |
|        | B. 営業利益 | 846      | 76          | 10               | 538    |
|        | C=B/A   | 7.8%     | 6.0%        | 1.5%             | 4.2%   |
| 04.8 期 | A. 売上高  | 21,609   | 3,689       | 1,227            | 26,526 |
|        | B. 営業利益 | 1,268    | 375         | -52              | 886    |
|        | C=B/A   | 5.9%     | 10.2%       | --               | 3.3%   |
| 05.2 中 | A. 売上高  | 9,638    | 3,384       | 888              | 13,911 |
|        | B. 営業利益 | 777      | 398         | -64              | 706    |
|        | C=B/A   | 8.1%     | 11.8%       | --               | 5.1%   |

\* 売上高は外部顧客に対する売上高を使用。全社配布している営業費用が大きいいため、セグメント別の利益率は連結値よりも高い。

当社は事業が拡大する中で、販売用不動産のたな卸し資産が年々増加しており、更にこの資金を主に有利子負債で賅っていることから、有利子負債残高と毎期の支払い利息も増加傾向にある。

総資産に占めるたな卸し資産のウエイトは、7～8割で継続しており、非常に高い水準といえる。また、有利子負債と支払利息については、下表の通りであり、特に 05.2 中間期に入ってから負債増加が目立つ。社債のうち 06 年 8 月償還予定の元本 90 百万円が 5.0%の高金利社債となっているが、年間の支払利息では 4.5 百万円となり、これ自体の影響は小さい。むしろ、ボリュームが増加している短期借入金について、長期金利とほぼ同等の水準である 3.2%でファイナンスされている点が、最も影響している。財務体質は、金利変動に対して非常に脆弱となっている。

【表 3 有利子負債残高の内訳と平均利率、支払利息(百万円、%)】

|              | 03.8 期 | 04.8 期 | 05.2 中 | 04.8 末利率  |
|--------------|--------|--------|--------|-----------|
| 短期借入金        | 2,403  | 2,938  | 4,642  | 3.2%      |
| 1 年以内返済長期借入金 | 1,548  | 715    | 2,200  | 3.5%      |
| 1 年以内償還社債    | 32     | 32     | 104    | --        |
| 社債           | 378    | 346    | 368    | 0.44-5.0% |
| 長期借入金        | 1,035  | 2,713  | 4,845  | 3.6%      |
| 合計           | 5,396  | 6,745  | 12,161 |           |
| 支払利息         | 156    | 319    | 171    |           |

#### 株式の状況～ストックオプション行使と VC 保有株売却の影響は限定的

当社の 05 年 8 月時点での発行済み株式数は、9,125 株となっている。これに加えて、上場にあたっての公募が 1,200 株予定されているほか、下表に示すストックオプションが合計 448 株、主幹事証券会社である大和証券 SMBC を引き受け先とした第三者割当増資 200 株が実施される可能性がある。ストックオプションについては、上場後まもなく、全数が行使可能となるため、以上の全てを潜在株式として認識し、上場時点での想定発行済み株式数は、10,973 株とした。

ストックオプションによる既存株式の希薄化効果は、5%程度であり、特に注意を必要とする規模ではない。

【表 4 ストックオプションの未行使残高の状況】

| 総会決議      | 対象株数  | 行使価格  | 行使期間                |
|-----------|-------|-------|---------------------|
| 01 年 11 月 | 131 株 | 13 万円 | 03 年 12 月～11 年 8 月  |
| 02 年 11 月 | 95 株  | 21 万円 | 04 年 12 月～12 年 11 月 |
| 03 年 11 月 | 222 株 | 26 万円 | 05 年 12 月～13 年 11 月 |
| 合計        | 448 株 |       |                     |

上位株主のうち、ベンチャーキャピタルと目される株主の保有株数は 960 株で、発行済み株式数の約 1 割に相当する。上場直後の段階で市中に流通する量としては、公募 1,200、売り出し 200、OA200、VC960 の合計 2,560 株と想定される。

想定公募価格 55 万円をベースとした公募による当社手取り金の概算額は約 647 百万円。この資金使途は、全額を事業用地仕入れ資金等の運転資金に充当することとされている。直接的な表現はされていないが、これは迂回して、有利子負債残高と支払利息を減少させる方向にはたらくと考えられるので、妥当な資金使途とは言える。ただし、負債圧縮という直接的な表現をとらなかったということは、なんらかの事情が背景にあると推測できる。

---

## 情報開示の状況～高水準の開示は期待薄か

当社ウェブサイトには、既に投資家向け情報開示のページが設置されている。ただし、現在閲覧できるのは、05.8期決算広告のみとなっている。今後も高い開示水準は期待できないと考えられる。

### 本資料における個別銘柄に関する注意事項

- ・ EPS・BPS・株主資本比率の計算の元となる、純資産・総資産・株主資本は、各決算期末時点の会社公表数値を用いている。発行済株式数は、自己保有株を含まない。また、株式分割・公募増資・自己株買い入れ等を必要に応じて過年度を含めて修正している場合がある。
- ・ 一株当りの配当は、株式分割・公募増資・自己株買い入れ等を必要に応じて過年度を含めて修正している場合がある。

### その他の重要な注意事項

本資料は、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、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。投資対象となる有価証券の価値や投資から得られる収入は、証券価格の変動のほか、発行体の経営・財務状況の変化、金利や為替相場の変動やその他の要因によって変化する可能性があり、投資額を下回る場合があります。また過去の実績は必ずしも将来の成果を示唆するものではありません。投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、本資料に記された意見や予測等は、資料作成時点での当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

本資料の著作権は当社に帰属し、その目的のいかんを問わず無断で本資料を複写・複製・配布することを禁じます。