

# 明豊エンタープライズ (8927 JP)

CGS Basic

## 強固な成長モデルと恵まれた事業基盤が生み出す潜在力

2025年3月31日

### エグゼクティブサマリー

明豊エンタープライズは、投資用賃貸不動産の開発・販売を手掛けるデベロッパーである。同社は、住宅地として人気が高い東京の城南・城西地区を中心に、ターミナル駅からアクセスが良好で利便性の高いエリアの駅から徒歩10分圏内の緑が豊かで静かな生活環境を厳選し、デザイン性の高い物件を開発・販売している。競合相手が多く商品の差別化が難しいこの業界において優れた成長力と良好な収益性の両立に成功してきた結果、同社の営業利益は過去4年間に4倍以上に拡大している。東京の投資用賃貸住宅という巨大な市場において、強固な成長モデルを有する同社の成長余地は極めて大きいとCGSは考えている。

本レポートでは、同社のエクイティストーリーを主に以下の3つのポイントから考察し、解説していく。また、投資家の方々により深く同社のエクイティストーリーを理解していただくために、代表取締役会長兼社長である矢吹氏との議論の記録も掲載している。

同社のエクイティストーリーの3つのポイントは以下の通り：

#### ① 競争優位性の有機的結合が生み出す強固な成長モデル

明豊エンタープライズは、土地取得から販売に至る各段階において競争優位性を積み重ねてきた。それらの有機的な結合は、模倣困難なバリュー・チェーンとして強固な成長モデルを形成している。この成長モデルを支えるのが、若手社員中心のユニークな人材戦略である。

#### ② 資金回収期間の短縮化によりボトルネックは緩和へ

恵まれた事業環境と強固な成長モデルに加え、資金回収期間の更なる短縮化が事業成長のバランスシートへの負荷を緩和し、成長を加速する余地がある。CGSは、2024年7月期から2028年7月期までの売上高、営業利益、EPSの年平均成長率を+25.7%、+25.5%、+26.4%と予想する。

#### ③ EPS アクリティブな資本増強による更なる成長余地

2024年7月に発行された新株予約権がすべて行使された場合、バランスシートの拡大を通じて成長は更に加速するだろう。CGSの試算によれば、調達資金を事業拡大に投じることで、希薄化効果考慮後のEPSは78.9%増加する可能性がある。この効果は、CGSの業績予想に対する潜在的な上振れ要因である。

### 株式会社 Capital Growth Strategies

チームリサーチ

research@capital-gs.co.jp

### 株式会社明豊エンタープライズ (8927 JP)

株価 (2025年3月28日) 291円

時価総額 88億円

年度(7月決算)	F25E	F26E	F27E	F28E
EPS	61	76	95	119
P/E	4.7	3.8	3.1	2.4
EV/EBITDA	7.1x	5.8x	4.7x	3.8x
P/B	0.9	0.8	0.6	0.5
配当利回り	4.5%	5.2%	5.8%	6.5%
ROE	21%	22%	23%	24%

## 目次

エグゼクティブサマリー	01
エクイティストーリー① 競争優位性の有機的結合が生み出す強固な成長モデル	03
エクイティストーリー② 資金回収期間の短縮化によりボトルネックは緩和へ	11
エクイティストーリー③ EPS アクリティブな資本増強による更なる成長余地	14
会社概要とビジネスモデル	17
リスク要因	19
会長兼社長との対談	20
CGS による業績予想モデル	24

\*CGS による業績予想

## エクイティストーリー① 競争優位性の有機的結合が生み出す強固な成長モデル

**サマリー：**明豊エンタープライズは、競合相手が多く商品の差別化が難しい投資用賃貸不動産分譲事業において、優れた成長力と良好な収益性の両立に成功してきた。同社は、土地取得から販売に至る各段階において競争優位性を積み重ねてきた。それらの有機的な結合は、模倣困難なバリュー・チェーンとして強固な成長モデルを形成している。この成長モデルを支えるのが、若手社員中心のユニークな人材戦略である。若手社員が成長を牽引する売上高の増加、同社独自のバリュー・チェーンと優れた商品性による売上総利益率の上昇、厳格な販管費コントロールにより、2020年7月期から2024年7月期の間に同社の営業利益は4倍以上に拡大した。東京の投資用賃貸住宅市場は巨大であり、明豊エンタープライズが成長する余地は極めて大きい。CGSは、同社がこの巨大な市場において強固な成長モデルを武器に引き続き高い成長を続けると予想する。

○ 明豊エンタープライズの中核事業である投資用賃貸不動産分譲事業は、数多くの中堅・中小プレーヤーが参入する市場であると同時に、商品の模倣が容易なため、差別化が難しい事業である。しかし、同社は土地取得、商品企画、建設、リーシング・管理、販売の各段階において、独自の差別化戦略のもとで競争優位性を積み重ねてきた。「垂直統合戦略」と呼ばれるこのビジネスモデルは、他社が容易に模倣することができない独自のバリュー・チェーンを形成し、同社の優れた成長力と良好な収益性を支えている（図表1参照）。

図表1：競争優位性が積み重ねられた模倣困難なバリュー・チェーン

土地取得	<ul style="list-style-type: none"> <li>・通常2週間以上かかる土地取得の意思決定を1週間程度で行うことで、他社に先んじて土地を取得できる</li> <li>・東京の城南・城西地区に豊富な実績を有し、地元の仲介会社から土地情報が集まりやすい</li> </ul>
商品企画	<ul style="list-style-type: none"> <li>・袋小路用地、不整形地、路地状敷地などを含め、土地の個性を活かして収益を最大化する物件の設計に豊富な経験を有する</li> <li>・高級住宅エリアに相応しいデザイン性の高い物件が良好な入居率と資産価格の維持・向上を実現</li> </ul>
建設	<ul style="list-style-type: none"> <li>・グループ内に2つの施工会社を有することで、自社商品の効率的な施工、施工期間の短縮化、地価・資材価格変動リスクの抑制、資金繰りの柔軟性、建築コストの適正化、外部施工会社との競争を通じた競争力強化を実現</li> </ul>
リーシング・管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>・収益性と稼働率のバランスを実現する商品性と営業力により、竣工から平均3ヶ月強で満室稼働</li> <li>・グループ会社の管理物件の稼働率は97%前後と販売後も高水準を維持</li> </ul>
販売	<ul style="list-style-type: none"> <li>・大手仲介会社との太いパイプに加え、投資家に直販することにより仲介手数料の削減と既存顧客のリピート化を実現</li> <li>・海外投資家へのアクセスを強化し、海外富裕層の日本の不動産投資への需要を取り込む</li> </ul>

(出所：会社説明資料より CGS 作成)

\* CGS ベーシックは、CGS レポートの中でも企業の事業ファンダメンタルズに特化した企業紹介型の基礎レポートブランドです。

通常の CGS レポートに含まれる、株式 Valuation ドライバーの中長期予想及び分析は含んでおりません。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

## 土地取得における強み

○ 土地取得における明豊エンタープライズの強みは、意思決定のスピードにある。一般的に、不動産情報が最も集まるのは大手仲介会社である。同社だけが仲介会社から常に特別な情報を入手できる訳ではなく、多くのケースにおいて、同社は競合他社との競争に晒されている。しかし、同社は通常は2週間以上かかる土地取得の意思決定を僅か1週間程度で行うことにより、他社に先んじて魅力的な土地を取得することができる。

○ 明豊エンタープライズが土地取得の意思決定を迅速に行うことができる理由は、①権限を移譲された若手社員がそれぞれの案件について迅速・きめ細やかに動いていること、②経験豊富な社内での設計担当者との緊密な連携により、土地の特性を活かした建築プランを迅速に作成し、価格や収益性の算定ができること、である。また、東京の城南・城西地区に豊富な実績を有する同社には、③地域の仲介会社から同社が求める土地情報が集まりやすい、という強みがある。

○ ①について、一般的に、デベロッパーの土地取得はベテラン社員が担う。しかし、明豊エンタープライズでは、約7割の土地を入社3年以内の若手が取得している模様である。同社の充実した研修制度、若手社員への大胆な権限移譲、ベテラン社員が若手の指導に注力する同社のユニークな組織運営は、若手を中心とする現場社員のモチベーションを向上させ、迅速な土地取得を実現し、結果として優れた業績を生み出すことに成功している。社員1人当たりの不動産売上高は、2020年7月期から2024年7月期間に1.7倍に増加している（図表2参照）。また、少数の経験豊かなスター社員に依存しない体制は、土地取得の安定性に寄与している。

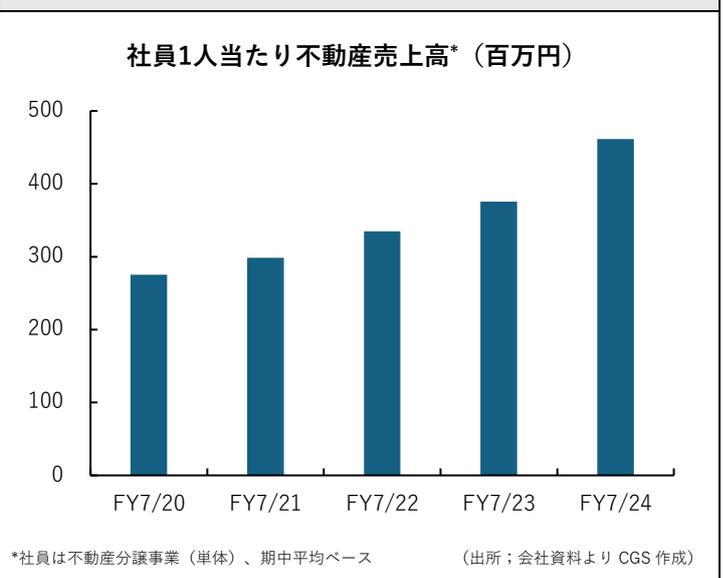
○ ②について、不動産分譲事業における30年の歴史とグループ内に施工・仲介・販売・管理機能を有する明豊エンタープライズには、自社の物件特性を活かし、それぞれの土地の収益性を最大化する設計プランを作成するノウハウが蓄積されている。土地取得から販売に至る投資用賃貸不動産の全てのプロセスをグループ内で完結させることができるデベロッパーは少ない。部門間の緊密な連携は、土地取得における設計プラン作成の質とスピードにおいて差別化の源泉となっている。

○ ③について、明豊エンタープライズは東京23区の中でも特に立地の良いとされる城南・城西地区を中心に、ターミナル駅からアクセスが良好で利便性の高いエリアの駅から徒歩10分圏内で、公園など緑が豊かで静かな生活環境にこだわり土地を取得している。同社はこれまで城南・城西地区において数多くの物件を手掛けており、地元の仲介会社も同社の求める土地について熟知している。この結果、同社には地元の仲介会社を通じて地域の土地情報が集まりやすいという強みがある。

## 商品企画における強み

○ 商品企画における明豊エンタープライズの強みは、敬遠されることが多い袋小路用地、不整形地、路地状敷地など、不揃いな土地に適した設計に豊富なノウハウと実績を有することである。一般的に、不揃いな土地は規格化された建物には不向きである。一方で、こうした土地は、整った土地に比べて割安な価格で仕入れることができることが少なくない。同社の供給物件の3割程度が不揃いな土地を活用したのもであると推察される。

図表2：社員の生産性は上昇傾向



\*CGS ベーシックは、CGS レポートの中でも企業の事業ファンダメンタルズに特化した企業紹介型の基礎レポートブランドです。

通常のCGS レポートに含まれる、株式 Valuation ドライバーの中長期予想及び分析は含んでおりません。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

○ 同社は、土地の個性に合わせた商品を企画することでその土地の収益性を最大化し、収益性の高い賃貸物件を提供してきた。一般的に、不揃いな土地に建つ物件の設計には通常よりも時間がかかる。しかし、明豊エンタープライズはこうした土地のための物件の設計に豊富な経験を有しており、迅速な設計が可能である。さらに、その豊富な経験はそれぞれの土地に最も効率的な建物の設計を可能とすることから、販売における魅力的な利回りの提供にも寄与している。

○ 明豊エンタープライズの主力商品は、RC造（鉄筋コンクリート造）の賃貸用マンション「EL FARO」（エルファロ）とS造（鉄骨造）の賃貸用アパート「MIJAS」（ミハス）である。EL FAROは4階建てが中心で、1棟当たりの販売価格が6億円前後、表面利回りは4-5%が中心である（図表3、4参照）。MIJASは2-3階建てが中心で、販売価格が3億円前後、表面利回りは5%台が中心である（図表5、6参照）。スペインの共同住宅をモチーフにした洗練されたデザインは、高級住宅エリアに相応しい物件としてリーシングにおける良好な入居率と資産価値の維持・向上に貢献している。

図表3：EL FARO 代々木上原Ⅳの外観



(出所；会社資料)

図表4：EL FARO 目黒Ⅰの内観



(出所；会社資料)

図表5：MIJAS 中野新井薬師Ⅲの外観



(出所；会社資料)

図表6：MIJAS 四谷三丁目の内観



(出所；会社資料)

○ 明豊エンタープライズは、2025年冬に新たに10億円超の高価格・高付加価値投資用賃貸マンションの新ブランド「LOS ARCOS」（ロスアルコス）の販売を開始することを発表している。最初の物件の竣工は2026年3月の予定であり、2026年7月期に収益計上される見込みである。商品ラインナップの拡充により、顧客層の更なる拡大が期待される。

### 建設における強み

○ 建設における明豊エンタープライズの強みは、グループ会社として明豊エンジニアリングと協栄組という2つの施工会社を持つことである。明豊エンジニアリングは、明豊エンタープライズの建築設計部門とグループ会社の明豊プロパティーズの建築工事請負部門の統合により、2022年に誕生した建設会社である。協栄組は、1952年に設立された鉄筋コンクリート専門の建設会社であり、マンション、公共施設、事務所・店舗、住宅の施工に加え、大型施設の型枠工事やリニューアル工事を手掛けている。2022年に明豊エンタープライズが株式の92%を取得し、グループ会社として迎えている。

○ 明豊エンタープライズは、開発する物件の半分弱程度をグループの施工会社、残りを外部の施工会社に発注している模様である。内部と外部の施工会社に発注することで、同社は以下のメリットを享受しているとCGSは考える。第1に、不整形地などの開発物件を含め、自社の商品に精通したグループの施工会社と緊密に連携することで、効率的な施工が可能となる。第2に、その結果、施工期間が短期化し、地価や資材価格の変動リスクが抑制される。第3に、グループとして資金繰りの柔軟性が高まる。第4に、外部とグループの施工会社から相見積もりを取ることで、建築コストの適正化を図ることができる。第5に、グループの施工会社が外部の施工会社と競争し、ノウハウを吸収することで、競争力を高めることができる。

### リーシング・管理における強み

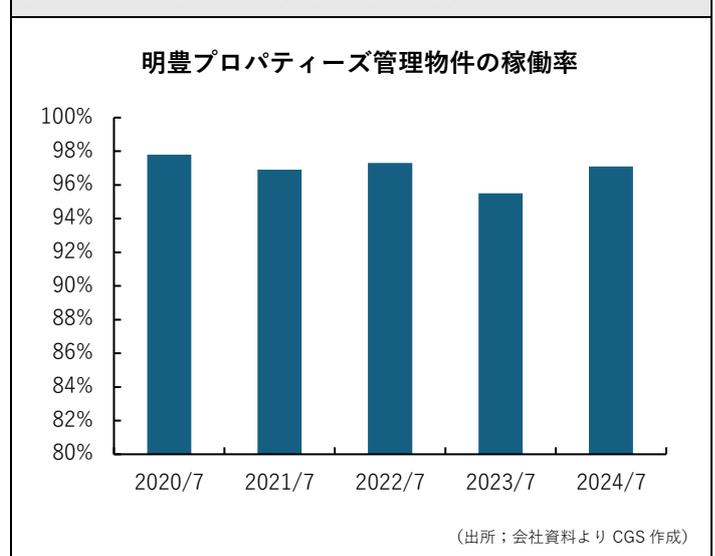
○ リーシングにおける明豊エンタープライズの強みは、収益性と稼働率のバランスを実現する商品性と営業力である。同社物件の竣工から満室稼働までに要する期間は、平均で3ヶ月強と短い。

○ 明豊エンタープライズの物件は、東京の城南・城西地区、ターミナル駅からアクセスが良好で利便性の高いエリアの駅から徒歩10分圏内、緑が豊かで静かな生活環境、高いデザイン性という優れた商品性を有している。この希少性が、魅力的な物件の投資利回りを支える賃料設定と高稼働率を支えていると考えられる。

○ 城南・城西地区における明豊エンタープライズのプレゼンスは高い。同社の物件を扱ってきた地元の不動産仲介会社との強固なネットワークは、リーシング力に直結している。さらに、同社はリーシングと管理を行う明豊プロパティーズ（1都3県）及びハウスシーズンエンタープライズ（関西地区）をグループ会社として有しており、自社でリーシング活動を行うことができる。

○ 明豊エンタープライズの物件は、販売後も高い稼働率を維持している。東京の城南・城西地区を含む1都3県において同社の主力商品であるEL FARO及びMIJASを中心に不動産賃貸事業を行う明豊プロパティーズでは、管理物件の稼働率が97%前後と高水準で推移している（図表7参照）。

図表7：稼働率は安定的に高水準を維持



\*CGS ベーシックは、CGS レポートの中でも企業の事業ファンダメンタルズに特化した企業紹介型の基礎レポートブランドです。

通常のCGS レポートに含まれる、株式 Valuation ドライバーの中長期予想及び分析は含んでおりません。

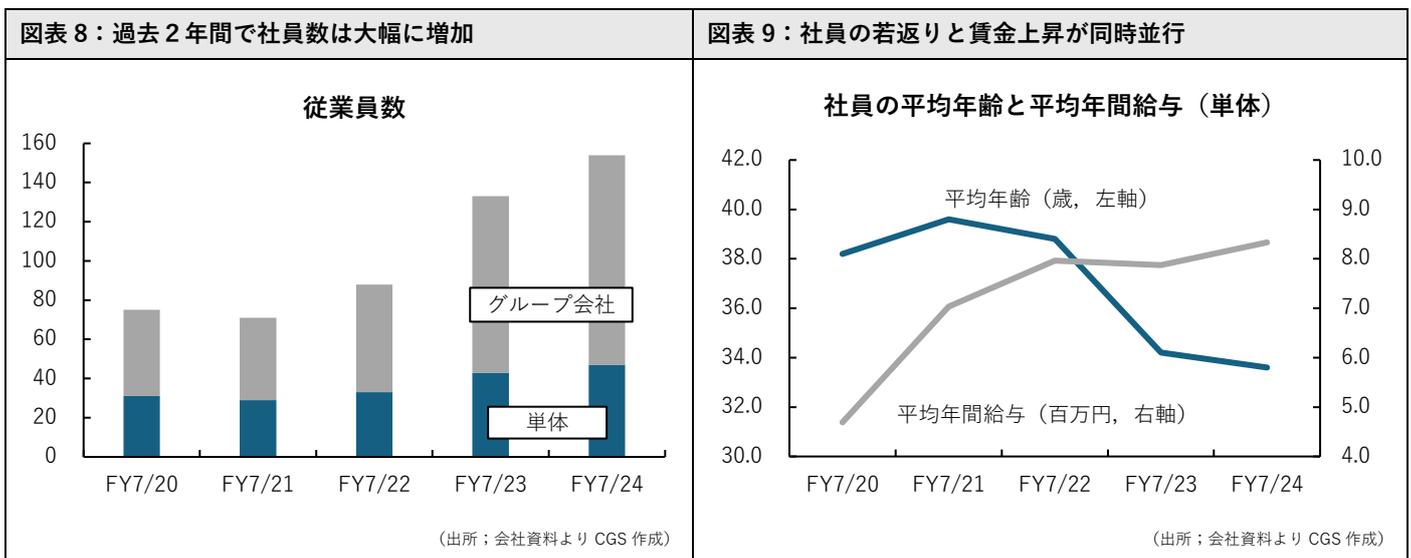
© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

**販売における強み**

- 販売における明豊エンタープライズの強みは、大手仲介会社との太いパイプを通じた販売に加え、投資家に直販する体制を整えていることである。直販には、仲介会社に支払う手数料率の削減に加え、既存顧客に対する販売が容易になるというメリットがある。特に、同社物件への投資経験のある国内の富裕層にはリピーターが多いという。
- 近年、明豊エンタープライズは販売チャネルの拡大に向けて、大手仲介会社以外の富裕層を顧客に持つ企業（IFA、税理士、美術商、弁護士、司法書士、シルバー事業者等）の開拓に注力している。但し、同社の物件に対する旺盛な需要は同社の供給能力を上回っていると CGS は推察しており、販路開拓は中長期的な事業拡大に向けた布石と考えられる。
- また、明豊エンタープライズは香港や中国を中心とした海外投資家への販売を拡大させている。同社が注力する東京の城南・城西地区は、海外投資家からも人気が高い。不動産販売に占める海外投資家の比率は年度により変動があるものの、近年、上昇傾向にある。2021年7月期に14.3%だった海外投資家比率（棟数ベース）は、2024年7月期に37.5%にまで上昇した。同社は、現地の仲介会社を通じて海外投資家にアプローチすると同時に、台湾、香港、シンガポールにおいて個別商談会を行ってきた。また、2024年12月に台湾・台北市に現地法人を設立し、2025年2月から本格的に営業活動を開始している。すでに直販の実績が生まれており、立ち上がりは順調ようである。
- アジアの富裕層を中心に、日本の賃貸用不動産への投資に対する海外投資家の関心は高い。日本はクーラー・リスクが低く、資産の分散先として適していること、円安により日本の不動産価格に割安感があること、グローバルに見て日本の不動産投資は相対的に利回りが高く、堅調な市況を背景にキャピタルゲインが期待できること、円資金の調達コストが依然として低いこと、などが主な背景として考えられる。また、最近では海外投資家の日本不動産投資が増加し始めた2010年頃に投資した投資家による買い替え需要が高まっている模様である。

**強固な成長モデルを支える若手社員中心の人財戦略**

- 既述のとおり、明豊エンタープライズの組織運営は、若手社員の活躍が成長を牽引している点において大きな特徴がある。若手社員の活躍に支えられた成長は、同社の人材戦略が持続的な成長の基盤として有効に機能していることを示すと考えられる。



\* CGS ベーシックは、CGS レポートの中でも企業の事業ファンダメンタルズに特化した企業紹介型の基礎レポートブランドです。

通常の CGS レポートに含まれる、株式 Valuation ドライバーの中長期予想及び分析は含んでおりません。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

○ 新入社員は充実した研修に加え、入社1年目からベテラン社員の支援のもとで物件プロジェクト毎に組織されるチームの一員として土地取得から販売までの一連のプロセスに携わり、投資用賃貸不動産分譲事業の実務を学ぶ。ベテラン社員は、個人の成績ではなくチームの成績で評価される。明豊エンタープライズは、5年ほど前からこうした人事制度の導入と組織文化の醸成に取り組んできた。その過程でベテラン社員の退社や定年退職が社員数を押し下げる要因となったと推察される。現在はこうした影響が一巡した模様である。この結果、採用の強化や2022年8月の協栄組のグループ化を主因に、同社の社員数は過去2年間で大幅に増加している(図表8参照)。また、この過程で若手社員の割合が上昇したことから、明豊エンタープライズ(単体)の社員の平均年齢は、この数年間で大きく低下した(図表9参照)。

○ 若手社員の満足度は高く、明豊エンタープライズが新卒採用を積極的に開始した2021年4月以降に新卒採用した社員の離職はゼロを継続しているという。さらに、若いうちから活躍の場を与えられる環境を求めて、意欲的な社員が集まる好循環が生まれているようである。

○ 好調な業績は、業績連動賞与を通じて社員に還元される。開示資料により確認できる明豊エンタープライズ(単体)ベースでは、平均年齢が低下したにも関わらず、社員の平均年間給与は大きく上昇している(図表9参照)。

○ 通常、社員数の増加は先行投資であり、新たに加わった社員の業績への貢献には一定の時間が必要だと想定される。しかし、明豊エンタープライズは社員1人当たりの生産性や収益性を改善させつつ、事業基盤の拡大を実現している。図表10は、過去5年間の同社の連結業績、利益率、及び社員1人当たりの業績の推移である。2020年7月期から2024年7月期の間、連結社員数は2倍以上(+105.3%)に増加した。この間、営業利益は4倍以上(+324.2%)に拡大している。売上高の成長に加え、垂直統合戦略による収益性改善効果が売上総利益率を段階的に改善させてきた。一方で、売上高に対する販管費の比率(販管費率)は10-11%程度で安定的に推移してきた。この結果、売上総利益率の改善が営業利益率の改善に大きく寄与していることが確認される。以上から、社員1人当たりの営業利益は2倍以上(+121.7%)に増加している。

図表10：社員1人当たりの  
収益性を改善させつつ事業基盤を拡大

		FY7/20	FY7/21	FY7/22	FY7/23	FY7/24	FY7/20-FY7/24 増減
連結業績(百万円, %)	売上高	9,907	10,181	11,160	15,247	20,562	+107.6%
	売上総利益	1,550	2,033	2,269	3,080	4,551	+193.6%
	販管費	997	1,051	1,153	1,776	2,210	+121.7%
	営業利益	552	982	1,116	1,304	2,341	+324.2%
	売上総利益率	15.6%	20.0%	20.3%	20.2%	22.1%	+7.8%pt
	販管費率	10.1%	10.3%	10.3%	11.6%	10.7%	+0.6%pt
	営業利益率	5.6%	9.6%	10.0%	8.6%	11.4%	+7.2%pt
連結社員数(人)		75	71	88	133	154	+105.3%
社員1人当たり 連結業績(百万円)	売上高	132.1	139.5	140.4	138.0	143.3	+8.5%
	売上総利益	20.7	27.8	28.5	27.9	31.7	+53.5%
	販管費	13.3	14.4	14.5	16.1	15.4	+15.9%
	営業利益	7.4	13.5	14.0	11.8	16.3	+121.7%

\*社員は期中平均ベース

(出所：会社説明資料より CGS 作成)

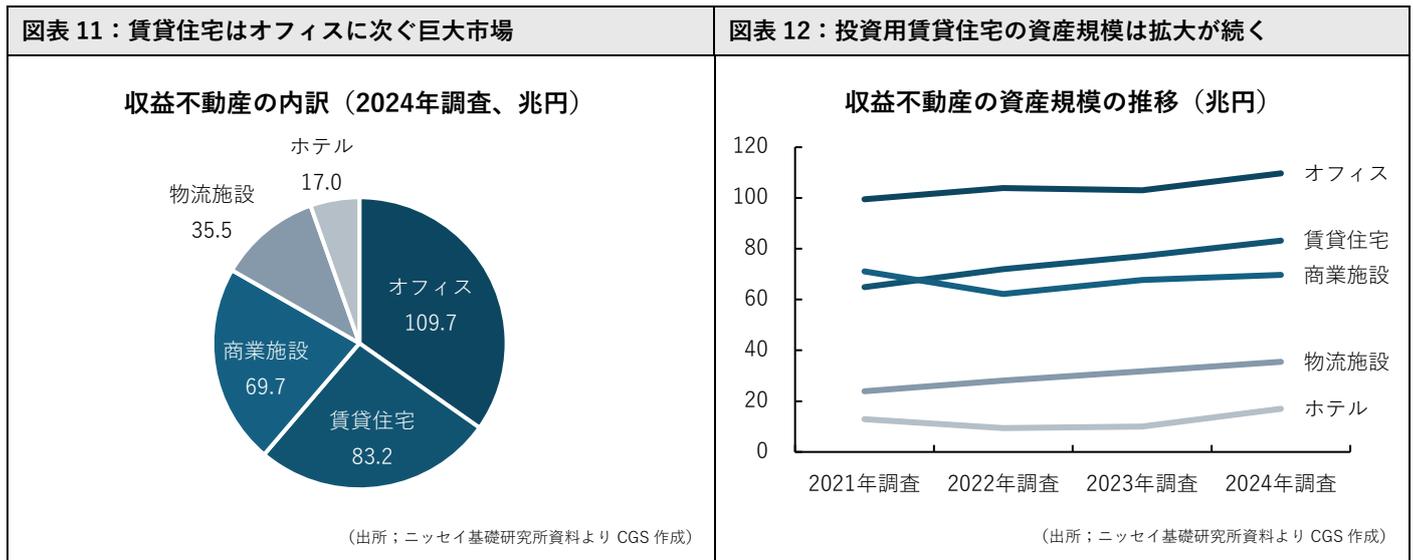
\*CGS ベーシックは、CGS レポートの中でも企業の事業ファンダメンタルズに特化した企業紹介型の基礎レポートブランドです。

通常のCGS レポートに含まれる、株式 Valuation ドライバーの中長期予想及び分析は含んでおりません。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

巨大な市場の中で強固な成長モデルが中長期的な成長を下支えすると予想

○ 東京の投資用賃貸住宅市場は巨大であり、明豊エンタープライズが成長する余地は極めて大きいと CGS は考えている。価値総合研究所とニッセイ基礎研究所の調査によれば、日本の投資用賃貸不動産の資産規模は 315.1 兆円である。このうち、賃貸住宅はオフィスに次ぐ規模であり 2024 年の調査では 83.2 兆円に達する（図表 11、12 参照）。その 3 割弱にあたる 24.1 兆円が、同社の主要地盤である城南・城西地区を含む東京 23 区である。賃貸住宅の資産規模は過去 3 年間で 28% 拡大しており、順調な市場の拡大が確認される。



図表 13：不動産投資家は賃貸住宅への投資に強気					
不動産投資家に対する「不動産投資市場に係る今後の見通し」調査～「ポジティブ」「ややポジティブ」回答の割合	2024	2025	2026	2027	2028
	オフィス	36.6%	43.1%	40.1%	40.9%
<b>レジデンシャル</b>	<b>78.2%</b>	<b>77.2%</b>	<b>68.3%</b>	<b>62.5%</b>	<b>61.7%</b>
都心型商業施設	34.7%	45.0%	38.7%	36.1%	35.3%
郊外型商業施設	19.7%	18.1%	14.4%	12.7%	13.5%
ビジネスホテル	75.6%	71.8%	57.9%	49.1%	49.1%
シティホテル	77.4%	72.0%	58.2%	50.4%	50.5%
物流施設	37.8%	38.1%	41.0%	41.8%	41.8%
ヘルスケア	15.8%	23.0%	22.1%	25.7%	25.7%

(出所：日本不動産研究所の資料より CGS 作成)

○ 不動産投資家は、賃貸住宅への投資に強気である。日本不動産研究所の調査によれば、不動産投資家の多くが賃貸住宅市場（レジデンシャル）に対して強気である。賃貸住宅の他の不動産資産に対する不動産投資家の相対的な強気姿勢は、見通しの長期化とともに際立っている（図表 13 参照）。

\* CGS ベーシックは、CGS レポートの中でも企業の事業ファンダメンタルズに特化した企業紹介型の基礎レポートブランドです。

通常の CGS レポートに含まれる、株式 Valuation ドライバーの中長期予想及び分析は含んでおりません。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

○ CGS は、東京の賃貸不動産市場という巨大な市場において、明豊エンタープライズがその強固な成長モデルを武器に引き続き高い成長を続けると予想している。同社の社員数は増加に転じており、今後採用される社員の多くは、収益に直結する現場に配置されると考えられる。若手中心の人財戦略と土地取得に係る迅速な意思決定のもと、営業基盤の拡大が開発案件の増加を通じて売上高の増加につながることを予想される。また、インフレによる物件価格の上昇、魅力的な利回りを確保する商品設計力と施工力は、売上高成長を支えるだろう。さらに、必要なコスト上昇を売価に転嫁する商品性と営業力は、利益率の安定的な推移に引き続き寄与することが見込まれよう。

## エクイティストーリー② 資金回収期間の短縮化によりボトルネックは緩和へ

**サマリー：**明豊エンタープライズの成長における最大のボトルネックは、不動産分譲事業のビジネスモデルに起因するバランスシート上の制約であると CGS は考えている。ビジネスモデルの特性上、成長のためには回収資金を上回る投資資金が必要となる。このため、高成長を続ける同社の自己資本比率は、近年やや低下している。しかし、CGS はすでに同業他社に比べて資金回収期間が短い同社が回収期間を更に短縮化し、事業成長のバランスシートへの負荷を緩和する余地があると考えている。バランスシート上の制約が緩和されることで、成長の加速が可能となるだろう。同社の恵まれた事業環境、強固な成長モデル、資金回収期間の短縮化を踏まえ、CGS は 2024 年 7 月期から 2028 年 7 月期までの同社の売上高、営業利益、EPS はそれぞれ年平均 +25.7%、+25.5%、+26.4% の高成長が持続すると予想する。また、また、ROE は 20% 台前半、自己資本比率は 30% 代前半にまで改善すると予想する。

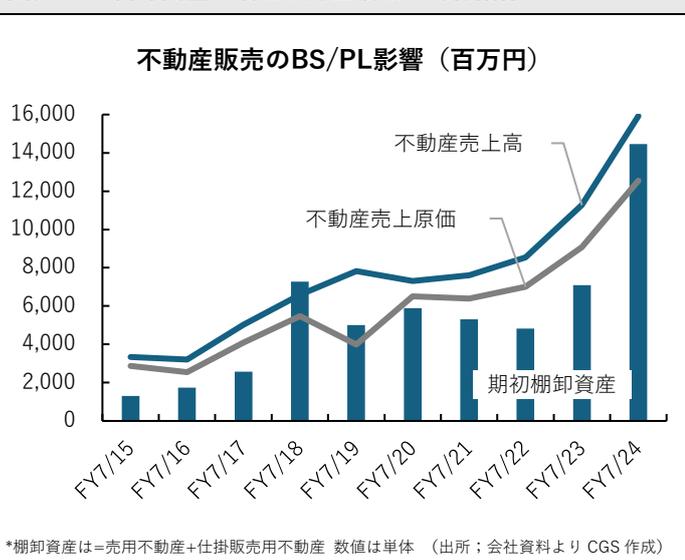
### 高成長に向けた最大のボトルネックはバランスシートの制約

○ 東京の投資用賃貸住宅市場という巨大な市場において強固な成長モデルを武器に引き続き高い成長ポテンシャルを有する明豊エンタープライズにとって、更なる成長に向けた最大のボトルネックは、不動産分譲事業のビジネスモデルに起因するバランスシート上の制約であると CGS は考えている。

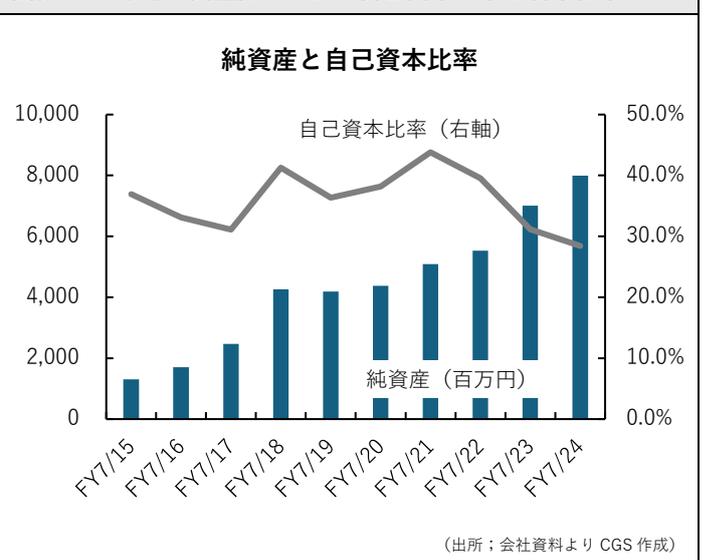
○ 投資用賃貸不動産分譲事業は、土地を取得し、その上にマンション・アパートを建築し、入居者を募集したうえで物件を投資家に販売する、というプロセスを踏む。土地取得から販売までの間、取得した土地と建物の建築に要する費用は仕掛販売用不動産としてバランスシートに計上される。同社に限らず、不動産分譲事業では投資が先行するため、回収までの間はキャッシュフローがマイナスになる。同社によれば、土地取得から販売までの期間は 12~18 ヶ月程度である。同社の資金回収期間は、同業他社に比べて短いと CGS は理解している。

○ このため、事業成長のためには回収資金を上回る投資資金が必要となる。過去のトレンドからも、期初の棚卸資産残高（販売用不動産と仕掛販売用不動産の合算値）が各年度の不動産売上高及び不動産売上原価の増減に連動する傾向が確認される（図表 14 参照）。一方、成長の原資である棚卸資産の増加を主因に、純資産の順調な拡大にもかかわらず、自己資本比率はやや低下している。（図表 15 参照）

図表 14：棚卸資産の増加は売上増加の先行指標



図表 15：急速な資産拡大により自己資本比率は若干低下



\* CGS ベーシックは、CGS レポートの中でも企業の事業ファンダメンタルズに特化した企業紹介型の基礎レポートブランドです。

通常の CGS レポートに含まれる、株式 Valuation ドライバーの中長期予想及び分析は含んでおりません。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

### 資金回収期間の短縮化によりボトルネックは緩和へ

○ CGS は、同業他社に比べて短い資金回収期間を実現している明豊エンタープライズが、回収期間を更に短縮化し、事業成長のバランスシートへの負荷を緩和する余地があると考えている。資金回収期間の短縮化により、同じバランスシートへの負荷により生み出され得る売上と利益の規模を拡大させることができる。同時に、資金回収期間の短縮化は、土地の取得から販売までの間に生じ得る施工費用や売価の価格変動リスクを低減させることから、利益率の安定化にも寄与すると考えられる。

○ 明豊エンタープライズは、資金回収期間短縮化への取り組みを始めている。取り組みは土地取得から販売まですべての段階において実施されるが、特に土地取得から建築着工までの間に改善の余地があるとみられる。具体的には、近隣住民への対応、着工前の土地の更地化や補修工事の迅速化、設計施工業者等との更なる連携強化によるスケジュールの短縮化などが想定される。

○ CGS は、現在 12~18 ヶ月程度の資金回収期間が中期的に 2 ヶ月程度短縮される可能性があると考ええる。明豊エンタープライズはすでに着工済みの案件を数多く抱えていることから、短縮化への取り組みの効果は徐々に発現すると思われる。資金回収期間短縮化の進捗は、2026 年 7 月期以降の同社の成長スピードを左右し得る重要なテーマとなるだろう。

### 資金回収期間短縮の財務への影響

○ CGS は、現在の資金回収期間を 18 ヶ月程度と仮定し、この期間が 2 ヶ月間短縮化された場合の財務への影響を試算した（図表 16 参照）。試算は、資金回収期間の短縮化により投資用賃貸不動産分譲事業の棚卸資産の回転率が上昇し、バランスシートへの負荷を増やすことなく売上高の増加が可能となるとの前提に基づいている。バランスシートへの負荷が成長への最大のボトルネックとなっているとの CGS の見解に基づけば、この前提は妥当と考えられる。試算は、2024 年 7 月をベースに行った。

○ 試算によれば、資金回収期間を 18 ヶ月から 2 ヶ月間短縮することにより、売上高を 9.7%、営業利益を 18.0%、当期利益と EPS を 22.3%改善させることが可能となる。配当性向を 24 年 7 月期と概ね同水準とすれば、DPS は 11.0 円から 13.0 円に増加する。利益の増加により、ROE は 18.4%から 22.0%に上昇する。内部留保の増加により、自己資本比率は 28.4%から 29.2%に上昇する。資本基盤の充実は翌期以降の追加的な棚卸資産の増加を可能とすることから、資金回収期間短縮化の収益への影響は、時間の経過とともに累積的に拡大すると考えられる。

図表 16：資金回収期間 2 ヶ月短縮による収益効果の試算

(百万円)	FY7/24 実績	資金回収期間短縮	変化率
売上高	20,562	22,553	+9.7%
営業利益	2,342	2,763	+18.0%
当期利益	1,376	1,682	+22.3%
EPS	46.64	57.02	+22.3%
DPS	11.00	13.00	+18.2%
ROE	18.4%	22.0%	+3.6%
売上高利益率	6.7%	7.5%	+0.8%
総資産回転率	0.8	0.9	+0.1
財務レバレッジ	3.4	3.3	-4.8%
自己資本比率	28.4%	29.2%	+0.8%

(出所：会社資料より CGS 作成)

\* CGS ベーシックは、CGS レポートの中でも企業の事業ファンダメンタルズに特化した企業紹介型の基礎レポートブランドです。

通常の CGS レポートに含まれる、株式 Valuation ドライバーの中長期予想及び分析は含んでおりません。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

### 強固な成長モデルと資金回収期間短縮化をもたらす利益成長の見通し

○ CGS は、明豊エンタープライズの恵まれた事業環境、強固な成長モデル、資金回収期間短縮化への取り組みを踏まえ、独自に中期的な業績を予想した（図表 17 参照）。2024 年 7 月期から 2028 年 7 月期までの年平均成長率は、売上高で+25.7%、営業利益で+25.5%、EPS で+26.4%と、高成長が持続すると予想する。また、ROE は 20%台前半、自己資本比率は 30%代前半にまで改善すると予想する。

○ 売上高の見通しは、現場を担う社員の着実な増加、明豊エンタープライズ独自の人財戦略による若手社員の早期の戦力化、土地取得から販売に至る模倣困難なバリュー・チェーンが生み出す迅速で、収益性が高く、競争力のある商品力に対する CGS の見解を反映している。これらが販売物件数の増加を牽引すると同時に、年率数%程度のインフレが 1 物件当たりの単価上昇を通じて売上高を底上げするだろう。

○ 営業利益、当期利益、EPS の見通しは、売上高の増加、不動産分譲事業における安定的な利益率、規律ある販管費コントロールの見通しに基づいている。

○ 資金回収期間の短縮化は総資産回転率の改善をもたらすことから、ROE は徐々に上昇することが見込まれる。利益成長による内部留保の充実が財務レバレッジの低下要因となるものの、総資産回転率改善のメリットが上回ることが見込まれる。

○ 事業拡大のバランスシートへの負荷が軽減する一方で ROE が上昇することから、内部留保の充実が加速し、自己資本比率は緩やかに改善することが見込まれる。

図表 17：明豊エンタープライズの中長期成長予想（CGS 予想値）

	FY7/22	FY7/23	FY7/24	FY7/25E	FY7/26E	FY7/27E	FY7/28E	CAGR
売上高（百万円）	11,160	15,247	20,562	28,682	34,730	42,158	51,282	25.7%
営業利益（百万円）	1,116	1,304	2,341	3,092	3,798	4,689	5,813	25.5%
当期利益（百万円）	640	638	1,376	1,811	2,255	2,813	3,516	26.4%
EPS（円）	27.11	23.73	46.64	61.40	76.47	95.37	119.21	26.4%
DPS（円）	8.00	9.00	11.00	13.00	15.00	17.00	19.00	14.6%
ROE（%）	12.1%	10.2%	18.4%	20.8%	21.9%	22.7%	23.7%	
自己資本比率（%）	39.5%	31.2%	28.4%	29.7%	30.7%	31.6%	32.1%	

（出所：会社資料より CGS 作成）

## エクイティストーリー③ EPS アクリティブな資本増強による更なる成長余地

**サマリー：**明豊エンタープライズが 2024 年 7 月に発行した新株予約権が行使された場合、バランスシートの拡大を通じて同社の成長を更に加速させる材料となるだろう。CGS の試算によれば、調達資金を事業拡大に投じることで、EPS は 78.9%増加する可能性がある。試算が示す収益への影響は CGS の業績予想に織り込まれていないことから、新株予約権の行使による資金調達が実現した場合、CGS 予想に対する潜在的な上振れ要因となる。希薄化影響を大きく上回る増収効果が期待できる EPS アクリティブな新株予約権の行使による資本増強は、同社の更なる利益成長と株主利益の拡大をもたらす潜在的なドライバーである。

○ 2024 年 7 月、明豊エンタープライズは第三者割当により新株予約権を発行した。新たに発行された新株予約権は、第 3 回から第 5 回までの 3 種類に分けられる。行使期間は、2024 年 7 月 17 日から 2027 年 7 月 16 日までの 3 年間ある。この間に株価が設定された行使価額を上回り、新株予約権が行使された場合、エクイティ・ファイナンスと等しい増資効果を生む。新株予約権がすべて行使されると、新たに約 306 万株が発行され、20 億円の増資効果が見込まれる（図表 18 参照）。これは発行済み株式数を 10.4%希薄化させる一方、自己資本を 25%増加させる。

図表 18：第 3～5 回新株予約権の概要

	第 3 回	第 4 回	第 5 回	合計
新株予約権の個数	13,333	6,154	11,111	30,598
新株予約権の目的となる普通株式の数	1,333,300	615,400	1,111,100	3,059,800
発行による調達額（百万円）	4	1	1	6
行使による調達額（百万円）	600	400	1,000	2,000
行使価格（円）	450	650	900	

（出所：会社資料より CGS 作成）

○ 明豊エンタープライズにとって最大のボトルネックはビジネスモデルに起因するバランスシート上の制約であることから、増資効果による制約の緩和は成長を加速させる材料になると CGS は考えている。資金回収期間の短縮化に加え、資本増強によりバランスシートの許容度が高まれば、同社の利益成長は更に加速することが見込まれる。

○ 図表 19 は、新株予約権の行使による増資が収益に及ぼす潜在的な影響に関する CGS の試算である。試算は、2024 年 7 月期の実績をベースに、一定の前提のもとに以下の手順で行った。まず、新株予約権の行使による資本調達額である 20 億円に対し、自己資本比率 30%程度を目処に 3 倍のレバレッジを想定した。この結果、負債を含めた総資金調達額は 60 億円となる。資金回収期間を 16 ヶ月、2024 年 7 月期の販売物件 1 棟当たりの原価をもとに 1 棟当たり必要資金を 523 百万円とし、ここから総資金調達額 60 億円により新たにバランスシートに計上可能な物件数を 8.6 棟とした。2024 年 7 月期の 1 棟当たりの売上総利益が 204 百万円であることから、販管費は不変との前提のもと、8.6 棟で 1,754 百万円の営業増益が実現すると計算された。1,754 百万円分の営業増益は、当期利益を 89.2%増加させる効果がある（税引き後）。最後に、資本調達による希薄化影響が 10.4%であることから、新株予約権の行使による増資が EPS に与える潜在的な影響はネットで+78.9%と試算された。

\* CGS ベーシックは、CGS レポートの中でも企業の事業ファンダメンタルズに特化した企業紹介型の基礎レポートブランドです。

通常の CGS レポートに含まれる、株式 Valuation ドライバーの中長期予想及び分析は含んでおりません。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

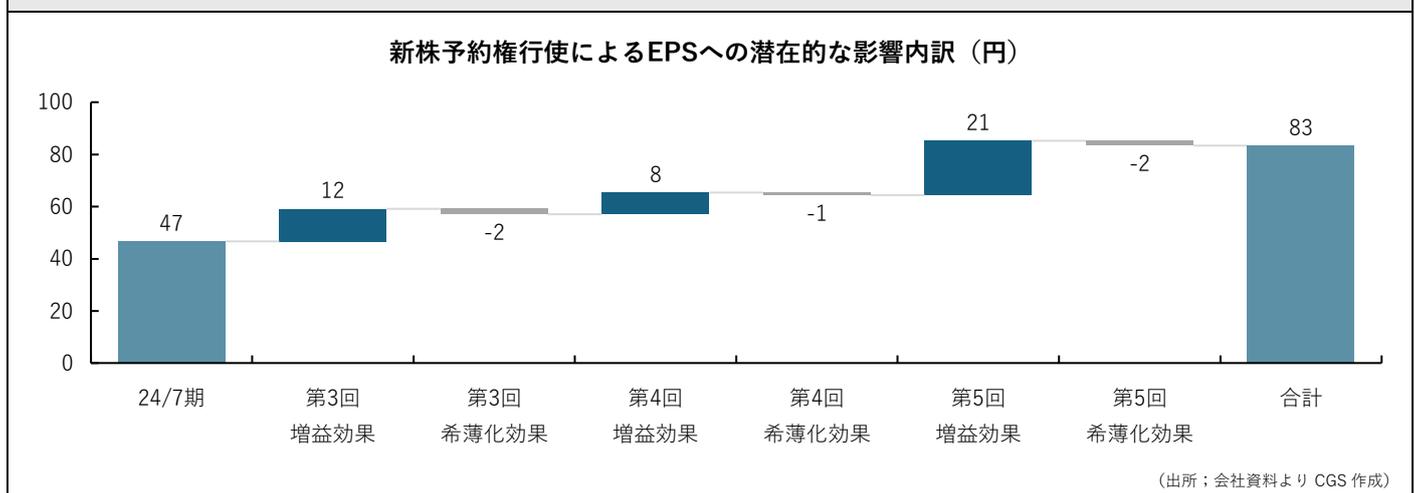
図表 19：新株予約権の行使による収益への潜在的な影響の試算

新株予約権の行使による資本調達額（百万円）(a)	2,000
想定レバレッジ（倍）(b)	3.0
レバレッジ後資金（百万円）(c)=(a)x(b)	6,000
資産回転率（回、資金回収期間 16 ヶ月）(d)	0.8
1 棟当たり必要資金（百万円）(e)	523
調達による仕入れ可能棟数（棟）(f)=(c)x(d)/(e)	8.6
1 棟当たり売上総利益（百万円）(g)	204
資本調達による営業利益影響（百万円）(f)x(g)	1,754
資本調達による希薄化影響（対 FY7/24）(h)	-10.4%
資本調達による当期利益増益効果（対 FY7/23）(i)	+89.2%
資本調達による EPS への影響（ネット、対 FY7/24）(j)=(h)+(i)	+78.9%

（出所；会社資料より CGS 作成）

○ 新株予約権の行使による EPS への潜在的な影響は、第 3 回～5 回でそれぞれ異なる（図表 20 参照）。最も効果が大きいのは第 5 回（行使価格 900 円、+19 円）、次いで第 3 回（行使価格 450 円、+10 円）、最後に第 4 回（行使価格 650 円、+7 円）である。

図表 20：新株予約権の行使による EPS への潜在的な影響は第 5 回が最も大きい



○ 希薄化影響を大きく上回る増収効果が期待できる EPS アクリティブな資本増強は、明豊エンタープライズの更なる利益成長と株主利益の拡大をもたらす潜在的なドライバーであると考えられる。但し、新株予約権が行使されるためには、株価が行使価格を上回ることが条件である。CGS は、株価の上昇を前提に新株予約権の行使を業績予想に織り込むことは適切ではないと考え、増資効果を業績予想に織り込んでいない。このため、試算が示す収益への影響は、CGS の業績予想に対する潜在的な上振れ要因となる。

\* CGS ベーシックは、CGS レポートの中でも企業の事業ファンダメンタルズに特化した企業紹介型の基礎レポートブランドです。

通常の CGS レポートに含まれる、株式 Valuation ドライバーの中長期予想及び分析は含んでおりません。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

○ なお、CGS の試算は一定の前提と方針により行ったものであり、2024 年 7 月期の実績を基準としたものである。実際の効果は、より複雑な経路とその時々的前提条件により異なるだろう。また、調達された資本は不動産分譲事業における物件の取得以外にも使用される可能性がある。一例として、明豊エンタープライズの垂直統合戦略の更なる強化に向けた M&A が想定される。この場合、増資効果の事業及び収益への影響と経路は異なるものとなるだろう。

## 会社概要とビジネスモデル

### 会社概要

○ 明豊エンタープライズは、投資用賃貸不動産の開発と販売をコア事業とするデベロッパーである。同社は1968年に仲介・賃貸を主力とした宅地建物取引業者として設立され、1995年に不動産分譲事業に進出している。以来、同分野で30年の歴史を有する。グループ会社として、不動産分譲事業・不動産賃貸事業・不動産仲介事業を行う明豊プロパティーズ及びハウスセゾンエンタープライズ、請負事業を行う明豊エンジニアリング及び協栄組がある。2024年12月に台湾現地法人の東京明豊開発股份有限公司を設立した。

### 収益構造

○ 2024年7月期の売上構成比は、中核事業である不動産分譲事業が77.3%、分譲物件等の施工及びリフォーム工事を手掛ける請負事業が12.7%、分譲物件のリーシングや管理を行う不動産賃貸事業が9.6%、仲介・その他の事業が0.4%となっている。利益の殆どは、不動産分譲事業に計上されている。

### 主力商品

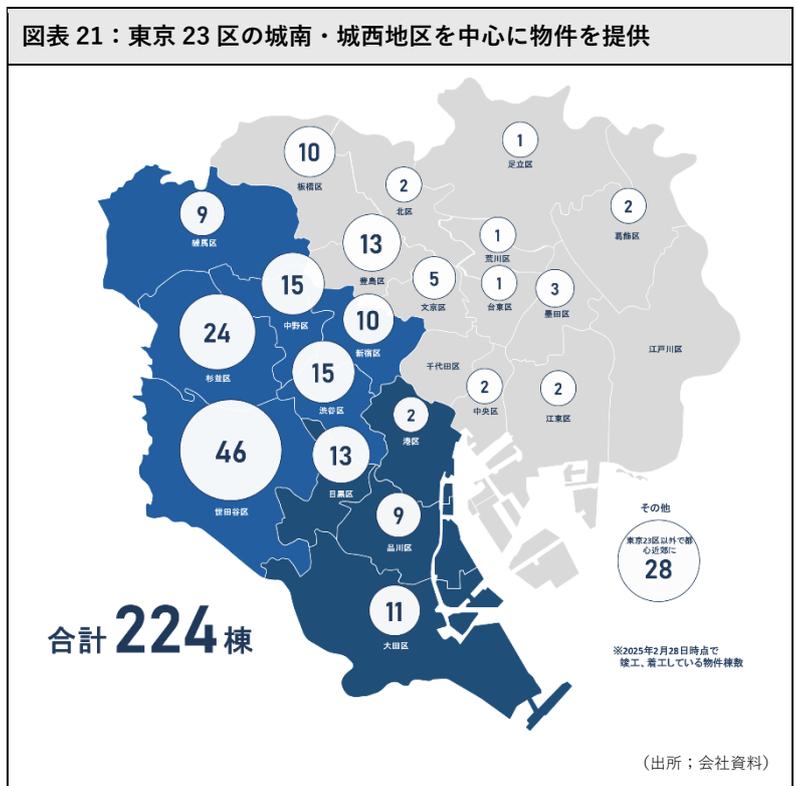
○ 明豊エンタープライズの主力商品は、4階建てを中心とするRC構造の賃貸マンション「EL FARO（エルファール）」と2-3階建てのS構造の賃貸アパート「MIJAS（ミハス）」である。同社は、東京23区の中でも特に立地の良いとされる城南・城西地区を中心に、ターミナル駅からアクセスが良好で利便性の高いエリアの駅から徒歩10分圏内で、公園など緑が豊かで静かな生活環境、にこだわり土地を取得している（図表21参照）。

### ビジネスモデル

○ 明豊エンタープライズのビジネスモデル上の特徴は、土地取得、商品企画、建設、リーシング・管理、販売のすべての機能をグループ内に有することである。同社は、その各段階において独自の差別化戦略を推進することで、競争優位性を積み重ねてきた点にある。「垂直統合戦略」と呼ばれるこのビジネスモデルは、他社が容易に模倣することができない独自のバリュー・チェーンを形成し、同社の優れた成長力と良好な収益性を支えている。

### 事業計画

○ 明豊エンタープライズは中期経営計画を開示していないが、これは同社の経営が中長期的な視点を有していないことを意味するものではない。逆に、同社は長期的・持続的な観点から慎重に成長戦略を策定し、着実に実行しているとの印象をCGSは持っている。同社が中期経営計画を開示しない理由は、外部環境に大きな変化が生じた場合、詳細な計画の開示が環境変化に対する柔軟な意思決定を阻害し、持続的な成長にマイナスの影響を及ぼす危険性を会社が意識しているためであると考えられる。



\* CGS ベーシックは、CGS レポートの中でも企業の事業ファンダメンタルズに特化した企業紹介型の基礎レポートブランドです。

通常の CGS レポートに含まれる、株式 Valuation ドライバーの中長期予想及び分析は含んでおりません。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

○ 明豊エンタープライズが期初に開示する単年度の業績予想は、保守的と言える。同社の過去 10 年間の営業利益の期初計画に対する達成率は平均で 116%である。このうち、前半の 5 年間は 99%、後半の 5 年間は 132%であり、近年上振れ傾向が顕著であることが確認される。業績予想は発表段階で売却が見込まれている物件について、予め想定された売却価格に基づいて積算されているため、実際の売却価格が想定売却価格を上振れた場合に利益が上積みされると CGS は理解している。

#### コーポレート・ガバナンス

○ 明豊エンタープライズは、監査等委員会設置会社である。取締役会は、3 名の社内取締役と監査役等委員を務める 3 名の社外取締役の計 6 名により構成されている。なお、社外取締役 3 名のうち、東京証券取引所の定めに基づく独立役員は 3 名である。議長は、代表取締役会長兼社長である矢吹氏が務めている。

#### 株主構成

○ 明豊エンタープライズの筆頭株主は代表取締役会長兼社長の矢吹満氏であり、発行済株式数の 44.82%を保有している（2024 年 7 月 31 日現在）。属性別の株主構成では、個人が 80.26%と最も多く、事業法人（13.67%）、外国人（2.4%）、金融商品取引業者（2.11%）、金融機関（1.56%）と続く。

## リスク要因

---

明豊エンタープライズの事業及び CGS の業績予想に対する主なリスクは、以下の通りである。

- 明豊エンタープライズの中核事業である投資用賃貸不動産分譲事業の収益は、景気動向、金利環境、地価や建築費の変動、国内外投資家の不動産投資意欲や不動産に係る税制等などの影響を受ける。明豊エンタープライズは、土地取得から販売までの資金回収期間が同業他社に比べて短く、相対的に外部環境の影響に柔軟に対応できると CGS は考えている。しかし、急速な環境変化は同社の収益見通しに影響を及ぼす可能性がある。
- 土地取得を巡る同業他社との競争の激化や社員の生産性悪化などの理由により土地取得が想定通り進まない場合、中長期的な収益の成長は CGS の業績予想を下回る可能性がある。
- 土地取得から販売までの期間が想定通り短縮化しない場合又は長期化する場合、CGS の業績予想に対する下振れ要因となる。
- 物件販売のタイミングが年度を跨ぐ場合、会社の業績予想及び CGS の業績予想に対する下振れ要因となる。但し、こうした要因による単年度業績の下振れは、翌年度の業績の上振れにつながる可能性が高く、中期的な収益見通しに対する影響は中立であると考えられる。

## 会長兼社長との対談（議事録）

### サマリー：

- 土地取得から販売までを自社グループで一貫して行う垂直統合戦略は、同業他社に対してスピードとコストにおける競争力を支える基盤である。継続的な基盤強化と部門間の連携強化を通じて、競争優位性の更なる確立を目指す。
- 若手社員の活躍が優れた業績を牽引している。権限の委譲、充実した研修制度、ベテラン社員の支援を評価する人事評価制度が、同業他社にはない企業文化と活力の源となっている。
- 今後株価が上昇して新株予約権の行使による資本増強が実現した場合、適切なレバレッジのもとでの不動産分譲事業の拡大に加え、垂直統合戦略の更なる強化に向けた M&A を行う可能性がある。
- 中期的な成長見通しを踏まえれば、時価総額 350 億円は実現可能。但し、高成長だがボラティリティが低く、安定的に成長する会社を目指す。

**CGS：** 本日は、明豊エンタープライズ代表取締役会長兼社長の矢吹様をご訪問し、中長期投資家の関心が高いと思われるトピックに関して、我々のレポートに加えて経営陣の生の声を反映させるため、対談の時間を頂いております。



**CGS：** 近年、業績が非常に好調で、収益が安定的に成長しています。好調な業績を支える貴社の強みと特徴について教えてください。

**明豊エンタープライズ矢吹会長兼社長：** 弊社が投資家向けに販売する新築の鉄筋コンクリート造マンションと鉄骨造アパートは、利回りが 5%前後と同業他社よりも若干高く、しかも日本で最も人気の高い東京の城南・城西地区で駅から 10 分以内という好立地なので、売却時にキャピタルゲインも期待できるところが評価されていると思います。

**CGS：**好立地の新築物件ですと、どうしても利回りは低くなると思います。なぜ同業他社の物件よりも魅力的な利回りを提供することができるのでしょうか。

**明豊エンタープライズ矢吹会長兼社長：**土地取得の条件は他社と同じです。しかし、弊社は垂直統合戦略のもと、土地取得から商品の設計、建設、リーシング、販売を行う機能をすべてグループ内で持っています。そのため、土地を他社よりもスピーディーに、かつ適正価格で取得することができます。ここは弊社の大きな特徴です。弊社のようにすべての機能をバランスよく備えている会社は少ないと思います。

また、弊社は綺麗な土地だけでなく、袋小路用地、不整形地、路地状敷地などの開発を数多く手掛けてきました。こうした土地は比較的安く仕入れることができますが、オーナーとなる投資家や入居される方々は土地の形をあまり気にしません。弊社には、こうした土地でも多くの部屋を作るノウハウが蓄積されています。このため、通常は綺麗な土地に比べて設計に時間がかかりますが、弊社ではスピーディーにプランを作成することができます。

**CGS：**施工会社をグループに持つメリットは何でしょうか。

**明豊エンタープライズ矢吹会長兼社長：**内製化には必ずメリットとデメリットがありますが、メリットの方が大きいと考えています。昨今のように資材価格が上昇する局面では、工事が完了するまでの間に資材価格が当初の想定を上回る可能性があります。内製化すると施工のスピードが早く、柔軟性は高くなりますので、こうした環境変化に対応しやすくなります。もっとも、全部自社でやると甘えが生じます。このため、グループ内施工は3-4割、将来的には5-6割にまで増やす予定ですが、残りは他の施工会社に発注します。外部と比較することで、グループの施工会社に良い刺激を与えることが出来ます。なので、すべてを自前でやるつもりはありません。

同じことは販売でも言えます。通常、弊社のようなデベロッパーは仲介会社に依頼することが殆どです。仲介会社は多くの投資家を顧客として持っていますから。しかし、弊社は直販にもチャレンジしています。殆どのデベロッパーは直販をしていないので、これも弊社の特徴です。直販すると仲介手数料を払う必要はありませんし、直接つながった投資家が弊社の物件を気に入ってくれば何度も買ってくれるというメリットがあります。グループの販売部門が弱ければ使われませんので、それが刺激になります。

**CGS：**販売では、海外投資家の開拓も強化しています。

**明豊エンタープライズ矢吹会長兼社長：**弊社の売上の2~4割はアジア圏を中心とする海外で売っています。今後はもっと増えると思います。日本の不動産は円安で買いやすくなっていますし、自国よりも利回りが高く、調達コストが低い。さらに、自国通貨のリスクを分散できます。特に弊社が注力する城南・城西地区に対する海外投資家の関心は非常に高く、中目黒や祐天寺などの不動産事情にとっても詳しいことに驚かされます。これまでは主に現地の仲介会社を通じて海外投資家にアプローチしてきましたが、2024年12月に台湾に現地法人を設立し、本格的な営業活動を開始したところです。

**CGS：**人材が成長のボトルネックだというお話を経営者の方々から伺うことがあります。しかし、貴社では若手社員が活躍し、好業績を上げています。なぜこのようなことが可能なのでしょう。

**明豊エンタープライズ矢吹会長兼社長：**一般的に、5億円、7億円といった規模の土地は部長クラスのベテラン社員が属人的なスキルで取得し、若手社員はカバン持ちみたいなイメージがあります。しかし、弊社はしっかりと研修をしてベテラン社員がサポートすれば、入社1年目、2年目でもできると思っていますし、実際にどんどんとやっています。他社では考えられない、若いうちから大きな仕事を任されるという環境が人を育てていると思います。

\*CGS ベーシックは、CGS レポートの中でも企業の事業ファンダメンタルズに特化した企業紹介型の基礎レポートブランドです。

通常のCGS レポートに含まれる、株式 Valuation ドライバーの中長期予想及び分析は含んでおりません。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

部長クラスには基本的に仕入れをさせず、チームの成績で部長を評価しています。このため、個人プレーに走るベテランは辞めていきます。一方で、若手は辞めない。むしろ、活躍を求める若手が集まってくるようになりました。4-5年前からこのような形にし、現在では若手に寄り添って育てようという思いあるベテランが残っています。簡単に言えば、弊社はスーパースターを作らない。このような文化は他社にはないと思います。

**CGS:** 通常、アパートやマンションの分譲事業では土地を取得してから物件を建築し、販売して資金を回収するまでに3年程度かかると考えられます。しかし、貴社では12から18ヶ月です。なぜこのようなことが可能なのでしょうか。

**明豊エンタープライズ矢吹会長兼社長:** 販売までの期間が長いとマクロ環境の変化に弱くなります。景気動向が変化する、資材価格が上昇する、資材の調達に不確実性が生じるなどのリスクがあるので、資産の回転は早い方が良いと思っています。また、デベロッパーのビジネスモデルの構造上、販売するまでの間に多額のキャッシュが必要です。このため、成長局面ではキャッシュが不足しがちになります。その意味でもなるべく早く資産を回転させる必要があります。ただ、売上の伸び率も大事ですが、利益率や事業の安定性を大切に、バランスをとりながら経営をしています。

弊社の資金の回収期間が短い理由として、プロダクトの特徴が大きいと思います。弊社の物件は4階までで、エレベーターがないので施工期間が短い。他社のような高層物件だと、どうしても施工期間が伸びてしまいます。また、土地を取得してから施工するまでに無駄な時間が生じないようにしています。設計部門が事故や工事の遅れに注意を払うのは当然ですが、必要以上に時間をかけると金利などの追加的な費用が発生しますし、機会損失にもつながります。設計部門にもキャッシュサイクルの概念をしっかりと導入し、教育をしています。リーシングでも、相場よりも安くしたら早く入居者を集めることができます。しかし、適正な家賃で入居者を集めないと投資家が物件を買ってくれません。そこはバランスが必要です。

上手くバランスを取りながら資金の回収期間を短くすることに裏技はありません。従業員全員のレベルを均等に、地道に上げるしかありません。人材教育をしっかりと行い、一人ひとりの平均値を上げる。それは難しいからこそ他社に対する競争力になります。

**CGS:** 貴社は2024年6月に第三者割当による新株予約権の発行を行っています。株価が上昇して行使価格に到達し、すべてが行使されると20億円の資本調達になります。調達した資本に例えば3倍のレバレッジを掛けると、60億円を不動産分譲事業に投じることが可能となります。

**明豊エンタープライズ矢吹会長兼社長:** 基本的にはそうした考え方ですが、土地の取得の段階で3割入れることはないので、レバレッジはもっと高くなる可能性があります。もちろん、すべてを土地の取得に使うとは限りません。垂直統合戦略のもとで弊社のビジネスモデルに必要な機能はすべて揃っていますが、今後、機能の更なる強化を目的とした自己資金でのM&Aを検討する可能性もあります。

**CGS:** 貴社は中期経営計画を公表していません。中長期的な経営の考え方について教えてください。

**明豊エンタープライズ矢吹会長兼社長:** 将来を見据えて土地を取得していますから、中期的な売上高や利益の水準は見えていますし、中長期的な成長の見通しを踏まえて人員も拡大しています。しかし、我々には外部環境をコントロールすることはできません。仮に外部環境が大きく変化した際に詳細な計画を出していると、その計画に縛られて柔軟な対応が難しくなる可能性があります。このため、弊社では1年間の業績見通しは期初に公表しますが、中期経営計画は出していません。

\* CGS ベーシックは、CGS レポートの中でも企業の事業ファンダメンタルズに特化した企業紹介型の基礎レポートブランドです。

通常のCGS レポートに含まれる、株式 Valuation ドライバーの中長期予想及び分析は含んでおりません。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

**CGS：**中期経営計画は出さないけれども、時価総額 350 億円を目指すと言っています。これは中長期的な成長の見通しを踏まえたものですね。

**明豊エンタープライズ矢吹会長兼社長：**成長を続けていくというメッセージは出すようにしています。弊社がいま仕入れている土地は 12~18 ヶ月後に販売するものですから、2 期先まではおおよその業績を予想することができます。そこから 3 年後、4 年後、5 年後はこうなる、とイメージすることもできる訳です。こうした見通しに基づけば、時価総額 350 億円は中期的に不可能ではない水準と考えています。

**CGS：**株主還元についての基本的な考え方を教えてください。貴社の事業の成長性と収益性を考えれば、配当に回すよりも成長投資に回した方が株主の利益になるという考え方もあると思いますが、如何でしょうか。

**明豊エンタープライズ矢吹会長兼社長：**配当については、業績に応じた増配を意識しています。しかし、借金をして無理な配当や自社株買いをしても続きません。内部留保に回して資金を回転させたほうが良いという考え方も分かりますが、やはり配当を期待する株主も多いので、毎年、コツコツと増配を続けたいと思います。

**CGS：**今後、資本市場に対して自社をどのようにアピールしたいと考えていらっしゃいますか。

**明豊エンタープライズ矢吹会長兼社長：**弊社の強みや他社との差別化要因、明豊エンタープライズのブランド力をアピールしたいと思っています。弊社が注力する東京の城南・城西地区は、住宅地としては日本で 1 番と言っても良い魅力的な地域です。その城南・城西地区でナンバー・ワンのデベロッパーになることを目指しています。弊社はこの地域に強固なネットワークを構築しており、地元の不動産屋さんからの信頼も厚く、土地の持込みも増えています。また、城南・城西地区のブランドは、海外投資家からも高く評価されています。

弊社は規模や売上で日本一のデベロッパーを目指している訳ではありませんし、目指すべきではないと考えています。しかし、城南・城西地区という魅力的な地域に特化し、個人投資家向けの賃貸用不動産開発件数で日本一になる可能性は十分にあると考えています。徒に規模を目指すのではなく、特徴のある会社として認知度を高めたいと考えています。

**CGS：**最後に、投資家へのメッセージがございましたらお願いいたします。

**明豊エンタープライズ矢吹会長兼社長：**弊社は高成長だけでもポラティリティが激しい会社ではなく、株主を裏切らずにコツコツと成長を繰り返しながら安定的に伸びていく会社になりたいと考えています。ビジネスモデルの特性上、事業がある程度長くなるので、中長期的な目線で業績や株価形成を見て頂ければ有難いと思います。

## CGS による業績予想モデル

(百万円)	22年度	23年度	24年度	25年度E	26年度E	27年度E	27年度E		
							Base Case	Bull Case	Bear Case
<b>損益計算書:</b>									
売上高	15,248	20,562	28,682	34,730	42,158	51,282	51,282	65,429	40,639
売上原価	12,167	16,011	22,429	27,274	33,248	40,615	40,615	51,820	32,186
総利益	3,081	4,552	6,253	7,456	8,910	10,667	10,667	13,609	8,453
販売管理費	1,776	2,210	3,162	3,658	4,220	4,854	4,854	5,208	4,588
営業利益	1,305	2,342	3,092	3,798	4,689	5,813	5,813	8,402	3,865
税前利益	986	1,896	2,587	3,222	4,018	5,023	5,023	7,564	3,115
税金	357	520	776	967	1,205	1,507	1,507	2,269	935
少数株持ち分	-9	0	0	0	0	0	0	0	0
当期利益	638	1,376	1,811	2,255	2,813	3,516	3,516	5,294	2,181
EBIT	1,305	2,342	3,092	3,798	4,689	5,813	5,813	8,402	3,865
減価償却費・のれん代償却	43	64	73	82	92	105	105	113	99
EBITDA	1,348	2,406	3,165	3,880	4,782	5,918	5,918	8,514	3,964
希薄化後期末株式数	27	29	29	29	29	29	29	29	29
GAAP EPS	24	47	61	76	95	119	119	180	74
配当金	9	11	13	15	17	19	19	19	19
Payout Ratio	38%	24%	21%	20%	18%	16%	16%	11%	26%
売上高原価比率	79.8%	77.9%	78.2%	78.5%	78.9%	79.2%	20.8%	79.2%	79.2%
売上高総利益率	20.2%	22.1%	21.8%	21.5%	21.1%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%
売上高販売管理費比率	11.6%	10.7%	11.0%	10.5%	10.0%	9.5%	9.5%	8.0%	11.3%
売上高営業利益率	8.6%	11.4%	10.8%	10.9%	11.1%	11.3%	11.3%	12.8%	9.5%
売上高EBITDA比率	8.8%	11.7%	11.0%	11.2%	11.3%	11.5%	11.5%	13.0%	9.8%
<b>キャッシュフロー表:</b>									
当期利益	638	1,376	1,811	2,255	2,813	3,516	3,516	5,294	2,181
減価償却費・のれん代償却	43	64	73	82	92	105	105	113	99
運転資金増減	-6,319	-6,168	-3,102	-4,405	-5,280	-6,324	-6,324	-8,822	-4,169
営業CF	-5,670	-4,556	-1,218	-2,068	-2,375	-2,702	-2,702	-3,415	-1,888
設備投資	-23	-66	-100	-347	-422	-513	-513	-654	-406
FCF(営業CF-設備投資)	-5,694	-4,621	-1,318	-2,415	-2,797	-3,215	-3,215	-4,069	-2,295
買収資金	191	0	0	0	0	0	0	0	0
配当金支払い	-189	-402	-383	-442	-501	-560	-560	-560	-560
FCF(営業CF-投資CF-配当金)	-5,615	-4,483	-1,701	-2,857	-3,298	-3,776	-3,776	-4,630	-2,855
自社株買い	1,022	3	0	0	0	0	0	0	0
有利子負債増減	4,531	3,995	1,969	2,855	3,584	4,623	4,623	6,464	3,086
現預金増減	-63	-485	267	-2	286	847	847	1,834	231
<b>CF転換率</b>									
営業CF/EBITDA	-420.8%	-189.4%	-38.5%	-53.3%	-49.7%	-45.7%	-45.7%	-40.1%	-47.6%
FCF/当期利益	-892.5%	-336.0%	-72.8%	-107.1%	-99.4%	-91.5%	-91.5%	-76.9%	-105.2%

\* CGS ベーシックは、CGS レポートの中でも企業の事業ファンダメンタルズに特化した企業紹介型の基礎レポートブランドです。

通常の CGS レポートに含まれる、株式 Valuation ドライバーの中長期予想及び分析は含んでおりません。

(百万円)	22年度	23年度	24年度	25年度E	26年度E	27年度E	27年度E		
							Base Case	Bull Case	Bear Case
<b>貸借対照表:</b>									
現金	3,500	3,092	3,359	3,357	3,643	4,204	4,204	4,954	3,421
売掛債権	274	881	157	190	231	281	281	359	1,113
在庫	15,468	20,864	24,847	29,484	35,051	41,728	41,728	47,135	36,507
流動資産	20,219	25,301	28,828	33,495	39,389	46,677	46,677	52,912	41,506
有形固定資産	1,860	2,288	2,315	2,580	2,909	3,317	3,317	3,549	3,132
長期投資	0	0	0	0	0	0	0	0	0
無形固定資産	19	21	21	21	21	21	0	21	21
固定資産	2,261	2,803	2,830	3,074	3,404	3,811	3,811	4,043	3,627
総資産	22,480	28,105	31,658	36,570	42,793	50,488	50,488	56,955	45,133
短期有利子負債	6,711	7,752	8,736	10,164	11,956	14,267	14,267	15,550	13,159
買掛債務	749	1,072	1,229	1,494	1,822	2,225	2,225	2,839	1,852
その他流動負債	1,456	1,809	1,809	1,809	1,809	1,809	1,809	1,809	1,809
流動負債	8,916	10,633	11,775	13,468	15,587	18,302	18,302	20,199	16,820
長期有利子負債	6,192	9,171	10,155	11,583	13,375	15,686	15,686	16,970	14,578
固定負債	6,558	9,481	10,465	11,893	13,685	15,996	15,996	17,279	14,888
総負債	15,474	20,114	22,240	25,360	29,271	34,298	34,298	37,479	31,707
純資産	7,006	7,990	9,418	11,210	13,521	16,190	16,190	19,476	13,425
負債純資産合計	22,480	28,105	31,658	36,570	42,793	50,488	50,488	56,955	45,133
<b>CCC</b>									
売上債権回転日数	4	10	2	2	2	2	2	2	10
在庫回転日数	356	414	404	395	385	375	375	332	414
買掛債務回転日数	15	21	20	20	20	20	20	20	21
運転資金日数(CCC)	345	404	386	377	367	357	357	314	403
ROE	10.2%	18.4%	20.8%	21.9%	22.7%	23.7%	23.7%	30.9%	16.9%
ROIC (incl. Cash)	5.0%	7.5%	8.0%	8.6%	9.1%	9.5%	9.5%	12.6%	6.9%
ROIC (ex. Cash)	5.6%	8.0%	8.6%	9.1%	9.5%	10.0%	10.0%	13.3%	7.2%
ネット有利子負債/EBITDA	4.8	4.8	4.6	4.4	4.2	4.0	4.0	3.0	5.7
1株当たりネットキャッシュ	-349.8	-469.0	-526.7	-623.5	-735.4	-873.1	-873.1	-934.7	-824.5

\* CGS ベーシックは、CGS レポートの中でも企業の事業ファンダメンタルズに特化した企業紹介型の基礎レポートブランドです。

通常の CGS レポートに含まれる、株式 Valuation ドライバーの中長期予想及び分析は含んでおりません。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

## Disclaimer

---

本レポートは、対象となる企業（以下「対象企業」といいます。）の依頼を受けて株式会社 Capital Growth Strategies（以下「株式会社 CGS」といいます。）が作成したものです。株式会社 CGS は、レポート作成以外の業務で対象企業から報酬を得る可能性があります（株式会社 CGS は、対象企業から、本レポートの作成に係る業務の報酬を得ています）。

本レポートは、対象企業に関して参考となる情報提供を目的として作成されており、投資の勧誘・推奨・助言を行うものではなく、またそれらを意図したものではありません。投資に関する決定は、投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。本レポートに記載されている仮説、見解、分析、業績予想等は、公表資料や取材等を通じた情報をもとに株式会社 CGS が作成したものであり、当該企業によるものではありません。株式会社 CGS は、本レポートに記載された情報の正確性、完全性を保証するものではありません。本レポート記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果としてお客様に何らかの損害が発生した場合においても、株式会社 CGS はいかなる責任も追いません。

本レポートの著作権を含む知的財産権は、株式会社 CGS に帰属しており、株式会社 CGS の事前の書面による承認なしに複製、修正・加工、販売、表示、送信、配布することは固く禁止されます。株式会社 CGS の取締役、従業員は、対象企業の証券を保有している場合があります。本レポートの内容は、今後予告なしで変更される場合があります。