3250　エー・ディー・ワークス（A.D.W.）

～個人富裕層向け収益不動産事業を拡大、米国事業が成長期へ～

2017 年 2 月 12 日　　東証 1 部

ポイント

・当社は個人富裕層に 1 棟 2～5 億円の賃貸マンションを仕入れ、バリューアップして、1 棟丸ごと販売する。販売するまでの期間は賃料収入を稼ぎ、長期保有するものもある。オーナーズクラブ「Royaltorch（ロイヤルトーチ)」を充実させ、ストック効果を高めている。

・国内の収益不動産は順調に拡大しているが、やや保有期間が短くなっている。一方、米国ロサンゼルスの収益不動産事業は成長期に入り、売上全体の 1 割を超え、採算は国内を上回る。当社独自のブルーオーシャン戦略が功を奏しており、数年で同 30%を目指す。

・昨年 10 月から不動産テックの新事業に参入し、「みんなの投資 online」という業界初となる小口化投資商品の流通プラットフォームを目指す情報サイトを立ち上げた。子会社の SMI(スマートマネー・インベストメント)は自律的に活動し、同業他社にも使いやすいものを目指す。富裕層コンテンツ・メディアで業界トップクラスの「ZUU online」(ズーオンライン)と連携して、投資家の集客を図っていく。

・中期計画では、2017 年 3 月期からの 3 カ年で、収益不動産の残高を前期末の 2 倍にあたる 300 億円に積み上げる。そのためにエクイティ・コミットメント・ラインを設定し、20 億円の資金調達を進めているが、株価が 46 円以上になることが条件であり、現在の株価水準とはやや開きがある。来期以降の積み上げに必要な資金なので、今後の市場環境と事業展開が注目される。別のファイナンス方法も必要になろう。

・国内の収益不動産の拡大において、長期保有のウエイトを上げようとしている。収益性の高い賃料収入の増加で、安定収益を稼ごうという意図である。また、ここ 2 年先行してきた米国西海岸での収益不動産ビジネスは加速できる局面に入った。個人富裕層にとってのニーズに合致しており、当社の強みが発揮して、今後大きな収益源になろう。

・2019 年 3 月期の目標として、収益不動産の積み上げによる期末残高 300 億円、経常利益 10 億円、ROE　7.4%を掲げている。ファイナンスが順調に展開すれば、達成の確度は高い。着実な成長が見込めるので、業績の拡大につれて、株式市場での評価もかなり高まってこよう。当社の株主は 1.3 万人と多い。株主の応援を得る仕組みづくりに注目したい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

目　次

１．特色　　個人富裕層向け不動産事業に専心
２．強み　　専業としてバリューアップを磨き、独自の領域を拡大
３．中期経営計画　　３ヵ年計画ではストック効果を優先
４．当面の業績　　経常利益で２桁増益、ピーク利益の更新が続こう
５．企業評価　　収益基盤の強化が進展、富裕層向け不動産テックに注目

企業レーティング　B

株価（17 年 2 月 10 日）　43 円　　時価総額　96 億円　（224 百万株）

PBR　1.46 倍　　ROE　6.6%　　PER　21.2 倍　　配当利回り　1.3%

（百万円、円）

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS	配当
2009.3	6104	172	51	22	0.41	0.31
2010.3	6285	495	417	220	1.96	0.22
2011.3	9328	666	526	300	2.21	0.31
2012.3	10159	416	290	140	2.61	0.50
2013.3	9853	552	361	216	3.14	0.50
2014.3	11537	790	450	270	1.93	0.35
2015.3	10735	759	540	333	1.54	0.35
2016.3	15733	867	650	426	1.99	0.35
2017.3(予)	18000	1100	800	528	2.03	0.55
2018.3(予)	20000	1300	900	590	2.27	0.65

（16.12 ベース）

総資産　23660 百万円　　純資産　6321 百万円　　自己資本比率　26.6%

BPS　29.38 円

（注）ROE、PER、配当利回りは今期予想。2013 年 5 月に 1：4、同 10 月に 1：100 の株式分割。2012 年 12 月、2013 年 12 月にライツ・オファリング。2017 年 3 月期の EPS は、2016 年 5 月に公表した第三者割当新株予約権（発行株数 45 百万株、行使価額 45 円）の権利行使後株数、ROE も権利行使後ベース。

担当アナリスト　　鈴木行生
（日本ベル投資研究所　主席アナリスト）

企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力・持続力、③業績下方修正の可能性、という点から定性評価している。A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D:極めて厳しい局面にある、という 4 段階で示す。

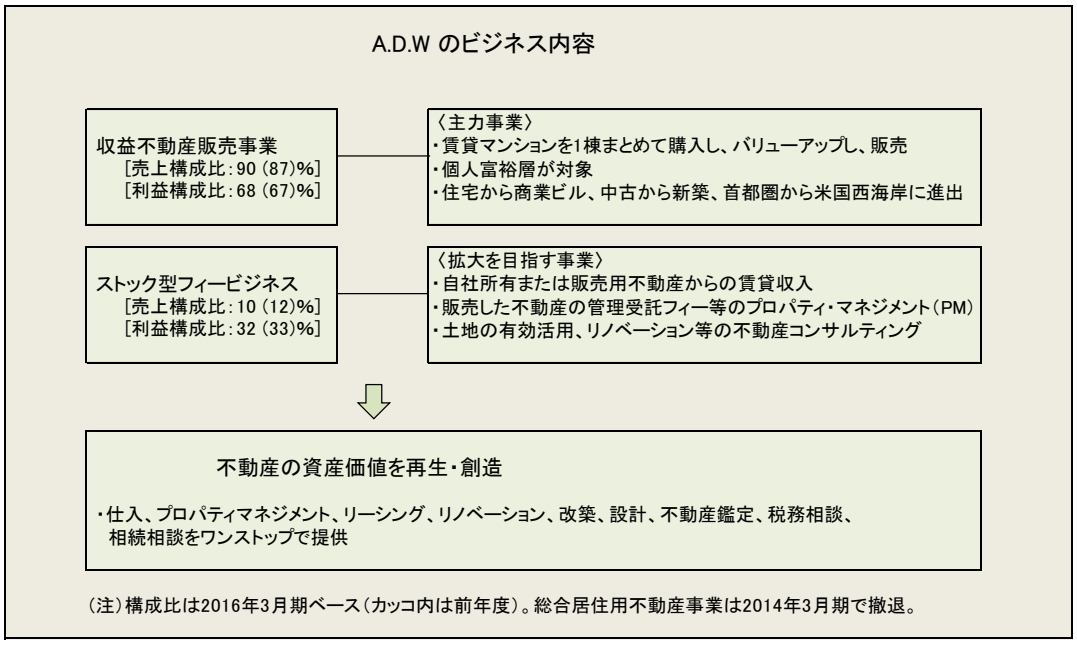
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

１．特色　　個人富裕層向け不動産事業に専心

2 つの事業がコア

当社(ADW)は、2 つの事業を主力とする。①収益不動産を仕入れ、バリューアップして販売する収益不動産販売事業と、②収益不動産の所有期間に見合って入る賃料収入や、不動産管理(プロパティマネジメント＝PM)、不動産鑑定、アセット・コンサルティングなどを行うストック型フィービジネスである。建売分譲を手掛けてきた総合住居用不動産事業は、競争優位性が乏しいと判断して、2014 年 3 月期に撤退した。

ADW グループの社員数は 134 名と小規模であるが、陣容は順調に拡大している。本体の ADW に 100 人、PM（プロパティマネジメント）の AD パートナーズ等に 29 人、米国に 5 人という内訳である。戦力は、今後の成長が見込める主力の 2 つの事業に投入している。



t

創業 130 年を迎える～現業態では田中社長が実質的創業者

当社は 2016 年 4 月に 130 周年記念パーティを催した。一部上場記念の意味もあったが、ADW の歴史を見つめて、広く取引先との関係を深めたいという主旨であった。

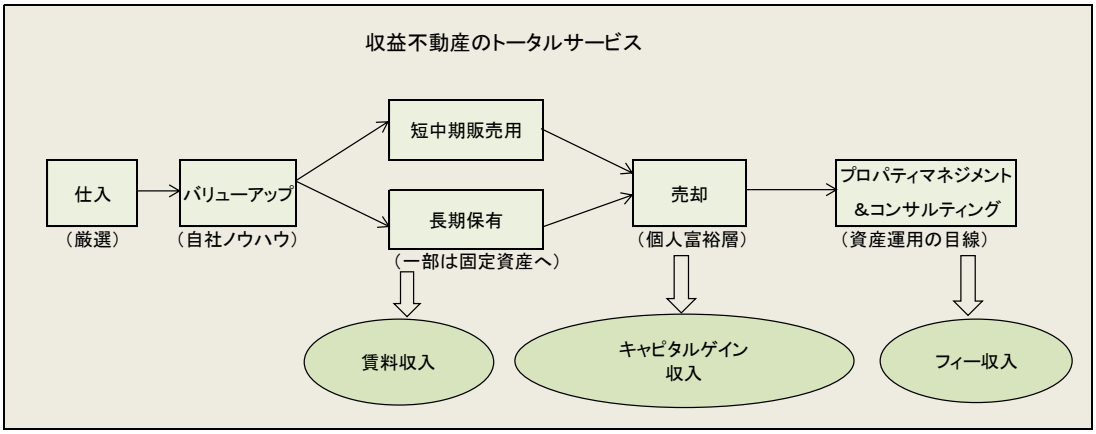
田中秀夫社長は現在 67 歳、社長になって 21 年目である。大学(慶応)を出て、西武不動産に入った。ここで、不動産事業について経験を積んだ。不動産鑑定士の資格を取って鑑定の目を養い、不動産仲介に関わる業界のルール作りでも力を発揮した。

1886 年に青木直治が創業した青木染工場（アオキダイイングワークス、ＡＤワークス）は明治から続いた染色会社で、渋沢栄一や戦後のトヨタ自動車を立て直した石田退三も関

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

わっていたことがある会社である。1970 年代(昭和 40 年代)にかつての染色という本業をやめて、不動産事業に転身した。しかし、4 代目の青木 昇氏が引退することになり、事業継続が難しくなった。

そこで、これだけの名門企業を閉めるのは惜しいということで、田中社長が後を継ぐことになった。資産は全て売却し、その会社の簿価を 3000 万円とした後、同じ金額で田中氏が買収した。青木氏には一部分割払いにしてもらった。1993 年に入社し、状況を把握した後、95 年に会社の譲渡を受け、社長に就任した。社名のエー・ディー・ワークス（A. D. Works）は青木の A、染め工場（Dyeing Works）の D Works からとっている。



富裕層への収益不動産の販売が事業の柱

現在の事業は、収益不動産を柱にしている。アパートやマンションを 1 棟丸ごと購入し、それを再生して販売するという仕組みである。仕入れは、プロの不動産会社や信託銀行系を仲介役にして購入する。富裕層に販売する時も、不動産会社（銀行系なども含む）などの仲介業者を通している。当社の独自性は、鑑定から培われた目利き力にある。しかも、全体のバリューチェーンを視野に置いている。

例えば、当社が 2 億円のマンションを購入するとして、購入コストが 6～10%、リフォームによるバリューアップに 5～10%、粗利が 10～15%とすると、2.6～2.8 億円が販売価格になる。購入したオーナーは、マンションの賃料をベースに 5～6%の利回りが確保できれば、投資採算は十分成り立つ。鍵は、月 120～130 万円の賃料が確実に入ってくるかにある。

2.6 億円の 1 棟マンションで、利回りが 5.5%(満室想定時の表面利回り)の時、この表面利回りは賃料収入÷買い値で計算される。オーナーにとっては、2.6 億円で購入して、賃料収入が 5.5%の割合で入ってくる。ここからマンションのオペレーション費用(管理料など)を引いたものが、実質の利回りとなる。通常は 35%程度がオペレーション費用なので、5.5%×0.65＝3.6%がオーナーにとっての実質利回りとなる。

これは、当社にとっての利回りとは少し異なる。自社所有しているものは、賃料収入÷販

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

売用棚卸不動産となる。それを顧客に販売するとマークアップするので、その分が当社の粗利益(キャピタルゲイン)となる。

また、フィービジネスは大きく 3 つの要素から成り立つ。1 つは、収益不動産を一定期間自社所有することによる家賃収入である。2 つ目は、不動産の管理運営を行う PM（プロパティマネジメント）で、家賃の 5%をフィーとしてもらう。3 つ目は、不動産に関わるコンサルティングのフィーである。これらがストック効果として安定収益となる。

戸建の分譲住宅からは撤退し、ＰＭ事業を強化

2014 年に建売分譲住宅からは完全撤退した。年間 40～50 棟の規模では大手に対抗出来ない。5000 万円クラスの分譲を狙ったが難しいと判断した。撤退に伴う負担は問題なかった。むしろ赤字が縮小する分だけ会社の収益性は改善した。

子会社の AD エステートは、建売分譲に関わっていたが、居住用の開発技術があるので、この人材は収益不動産用に活用した。現在の AD エステートは、かつて手掛けた戸建て住宅のアフターサービスを必要に応じて行っている。

同じく子会社の AD リモデリングは、中古マンションに関わっていたが、2013 年 7 月より AD パートナーズと社名を変更して、PM(プロパティマネジメント)の業務を担当している。攻めの経営を行うために、賃貸管理のビジネスを専門に行う機能を AD パートナーズに移管したのである。

3 か年の中期計画をベースに運営

中期計画の路線は、1）事業規模の拡大と、2）収益基盤の安定化を目標とする。収益不動産の拡大では、①地域戦略として、横浜や大阪に拠点を作り、米国ロサンゼルスにも会社を設立した。②物件戦略では、住宅フォーカスからオフィスや商業施設にも拡げている。③もう 1 つの物件戦略として、中古物件だけでなく、新築の開発もスタートさせた。

利益の拡大では、①バリューアップに一段と力を入れている。バリューアップについては、ノウハウを蓄積してきているので、今後さらに活かしていく。また、②中古物件にブランド戦略を導入した。当社は“U(ユー)シリーズ”と銘打って、U レジテンス、U コートなどと呼び名を集約して顧客に遡及している。

管理戸数の増大では、自社物件の管理に加えて、他社物件の管理についても、子会社の AD パートナーズで展開している。

コーポレートガバナンスのあり方～監査等委員会設置会社へ移行

2016 年 6 月の株主総会で監査等委員会設置会社へ移行した。社外役員の適性についても見直した。1）一部上場企業になった、2）監査役と取締役では役割が異なる、3）執行サイドとしても、社外取締役に監督機能と助言機能の強化を求めたい、というのが理由である。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

そこで、これまでの社外監査役 4 名、社外取締役 1 名が退任して、新たに監査等委員になる独立社外取締役 3 名を選任した。銀行出身のマネジメント経験者、事業会社のトップマネジメント経験者、会計士の資格を持ち、ベンチャーキャピタルでの投資家としての経験もあり、マーケティングを専門とする大学教授の 3 名である。

コーポレートガバナンス・コードに関するガイドラインを公表しており、最新版は 2016 年 9 月に公表された。コーポレートガバナンスにおいて、監督型の取締役会よりも、業務執行兼相互監督型の取締役会の方が、現状の当社に合っていると会社側では判断している。つまり、現時点では、①リスクテイク、②資本構成、③企業規模からみて、当社は成長期にあり、かつオーナーが大株主であり、時価総額が 100 億円弱と小さい。確かに、少数株主の利益を重視する仕組みが担保されるならば効率的である。

会社サイドでは、利益相反に関わる関連当事者間の取引の透明性を高めている。また、買収防衛策は 3 年に 1 度見直しており、2015 年の株主総会で更新した。買収防衛策といっても、もしそういう場面になった時の手続きを明確に定めて公開しているものである。オーナーの持株比率約 20%という水準では、株主が賛成すれば、M&A を防ぐことはできない。当社は、その妥当性を検討するプロセスを定めている。つまり、買収防衛の是非を株主の適正な判断に委ね、情報の共有を透明化することで、株主の権利を平等に確保する。このように防衛策のエクスプレイン(説明)を明確に行っている。

長期業績に連動した役員報酬制度を導入～損金算入も可能

当社は、2015 年に信託を用いた新しい株式報酬制度を導入した。取締役のインセンティブの付与として、受給権型（株式給付型）を用いた。受給権を付与された役員に信託を通じて、自社の株式を交付する仕組みである。

取締役の報酬を、①基礎、②中期業績連動（2 年）、③長期業績連動（5 年）に分け、長期の報酬にその受給権スキームを導入した。金銭報酬の代わりに株式をもらうのであるが、5 年を見据えて、1 年毎に金額を決め、その分を株式で支払う。1 年前に金額を決めているので、会社としては費用として認識できる。信託した受給権は株式であるが、金額ベースで換算するので、もし 5 年後に株が値上がりしていたら、その差額分は役員で分けることができる。通常のストックオプションに比べて、より業績を反映しており公正性が高い。

役員株式報酬信託（信託を用いた役員株式報酬制度）は、株式報酬を損金参入できるようにしてあるという点で大いに注目したい。このタイプのものは日本初であった。ライツ・オファリングにしても、受給権型株式報酬にしても、今の制度を適切に活用して企業経営の舵取りをしていこうという姿勢は高く評価できる。

従業員向け長期業績連動キャッシュインセンティブをビルトイン

当社は業績に見合って支払うベア(定期昇給)のような仕組みを考案した。業績が目標を

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

達成した翌年以降 3 年間にわたって、全社員に第 3 の報酬が支払われる。ボーナスのような単年度評価ではない。ストックオプションのように株式ではなく、キャッシュで支払う。

具体的には、利益目標を達成すると、その翌期から 3 年間、賃金に一定額を上乗せする。これを 2015 年 3 月期から導入した。賃上げのように持続性がある一方、業績が悪化した場合にはその負担を防ぐという内容である。次の年も利益目標を達成すれば、さらに数%分賃金が 3 年間上乗せとなる。業績が未達となっても、前の 3 年分はきちんと続く。

支払方法は年 1 回で 12 月に支給される。これは、ベアやボーナスとは違った別のインセンティブ方式といえる。当社はこの 5 年で社員が倍増している。社員のやる気を引き出すとともに、会社としての一体感を醸成するのにも役立つ。従業員のリテンション、人材のリクルーティングでもプラスの効果を生むものと期待される。

若手社員に対して自社株報酬制度を導入予定～ユニークな仕組み

年収の一定割合を自社株で支給する制度を、2017 年度の新卒入社者から導入する。初年度は年収の 1 割相当、10 年目には 2 割相当を占める設計にする。自社株所有による責任意識、業績向上への意欲、資産形成の機会提供などが狙いである。社員の所得を底上げして、人材の定着につなげようとしている。既存の社員に対しても、その適用を順次拡大すべく検討していく方向である。

この制度は、会社業績との連動を条件とはせず、保有する金庫株から毎年交付する。入社 10 年くらいまでの若手に、毎年自社株を受け取れるようにする。勤続年数に応じて、支給する株数を増やし、上積みできるようにする。

株式の給付から 1 年間の売却制限を課し、割り当て後すぐに発生する課税義務を、この制限の解除後に繰り延べるので、社員の金銭負担も軽くなる。これはユニークな仕組みで、インセンティブの向上に寄与しよう。

２．強み　　専業としてバリューアップを磨き、独自の領域を拡大

バリュー・イノベーション(価値創造)を独自に展開し、個人富裕層に特化

仕入れ物件の潜在市場は 1 兆円程度あるとみられ、当社のシェアは 1%にも満たない。個人富裕層向けに 1 棟型の収益不動産を専業としている上場会社はない。

類似会社では、サンフロンティア不動産(コード 8934、不動産再生、時価総額 428 億円)やスター・マイカ(同 3230、中古区分所有マンション運営、同 213 億円)、トーセイ(同 8923、マンション開発・不動産流動化、同 362 億円)、レーサム(同 8890、富裕層向け収益不動産、同 372 億円)などがあるが、ビジネスモデルはそれぞれ異なっている。

バリューチェーンとしては、1) リフォームして 3～6 カ月で販売する、2) 中長期で自社

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

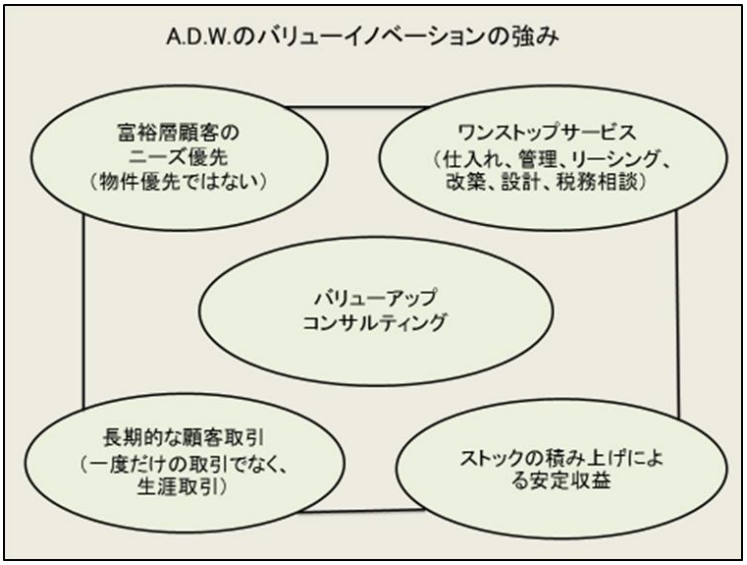
保有して家賃収入を収益とする、3）それを売却してキャピタルゲイン（販売益）を得る、4）販売した後もマンションの管理（プロパティマネジメント＝PM）の仕事を継続する、という流れである。

物件を仕入れて 6 カ月程度で売却するという点で､保有の資金負担はさほど重くないが、案件を増やすには、銀行借り入れなど外部ファイナンスに頼る必要がある。物件価格の 80～85％は銀行からの担保融資が受けられるが、15～20％分は自己資金が必要である。

収益不動産は中古マンションを 1 棟買収して、バリューアップし販売する。ストック型というのは､少し足が長い。例えば､オーナーが中古の賃貸マンションを保有しているものの、改修などが十分にできず、入居率が下がっている物件がある。これを購入し、バリューアップして、高い入居率にもっていく。少し長く保有するので、賃料も当社の収入となる。そして、いずれは売却してキャピタルゲイン(売却益)も得るというパターンである。

当社のビジネスモデルは、個人富裕層へ不動産のサービスを提供することに徹している。その方向に、明確に舵を切った。2008 年のリーマンショック前は、ファンド向けやプロ向けの不動産売買を中心にしていた。しかし、リーマンショック後は個人向けに特化している。価格帯の中心は 2～3 億円である。これより高い物件だと個人富裕層の顧客数が減るので、流動性（換金性）を重視して選別している。今後は富裕層のニーズを見極めながら、価格帯の上のゾーンのビジネスを増やしていく方向にある。

販売棟数では 3 億円未満の収益不動産が主力である。3～5 億円や 5 億円以上のゾーンになると相対的に流動性が低くなるので、慎重を期す必要がある。従来はさほど力を入れなかったが､最近はファイナンスによって余裕が出てきたので、もう少し上のゾーンにも展開している。



本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

仕入れと販売は、仲介会社に依存する。不動産会社や大手の信託銀行などである。首都圏で仲介会社の 3000 人の営業担当にダイレクトアクセスしており、毎日 20～30 件の案件が入ってくる。収益不動産ビジネスで 5 億円以下の案件は、AD ワークスに紹介するという存在になっている。

販売先では一般法人のウエイトも高いが、これは個人といっても法人組織の主体が購入するケースが多いからである。実態は 8～9 割が実質的に個人のオーナーである。

収益不動産の販売価格帯別売上高

（百万円、%）

	2012.3	（構成比）	2013.3	（構成比）	2014.3	（構成比）	2015.3	（構成比）	2016.3	（構成比）	（伸び率）
10億円以上	0		0		0		0		1325	9.4	－
5～10億円	845	12.4	1430	19.6	2833	29.6	3997	42.6	5588	39.5	39.8
3～5億円	3752	55.3	1754	24.0	2423	25.3	2592	27.6	3256	23.0	25.6
3億円未満	2194	32.3	4123	56.4	4327	45.2	2797	29.8	3964	28.0	41.8
合計	6792	100.0	7307	100.0	9585	100.0	9385	100.0	14132	100.0	50.6

ワンストップ機能の強化

バリューアップの方法にはいろいろある。例えば、60 坪のマンションがあった。オーナーの居住空間を 5 つの室にリニューアルして賃貸したら、家賃が 100 万円ほどアップし、売却価格も上昇した。

あるいは、遵法性への対応もある。バリューアップしたものを買う場合、新しいオーナーは銀行からお金を借りる。建物が手直しによって、建築法上違法になっている場合もある。これをバリューアップの時にすべて適法な物件に仕上げる。顧客は物件を安心して購入できるし、融資も受けられる。

また、オペレーションによるバリューアップもある。空室率が 20%と高い物件に、リニューアルはもちろん、マーケティングにも手を入れることによって 3 カ月で満室にするという方法である。

バリューアップして売るだけでなく、PM(プロパティマネジメント)に加えて、コンサルも行っていく。物件を購入したオーナーと長く付き合っていく仕組みを考えている。これによって、フィービジネスも増えていく。現在、PM の管理戸数は約 4000 戸であるが、これを 1 万戸にもっていくことが目標である。

このビジネスモデルはかなり強い。日本には 12 兆円の個人保有不動産ストックがある。その中で、個人向けは好不況の変動を受けにくく安定感がある。価格をリーズナブルにすれば確実に売れるからである。一方で、自社で長期保有する物件も増やしていく。その場合は 10 年ローンを組む。担保を 80%として、50 億円以上は保有したい考えである。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

収益不動産の価格帯別販売棟数

（棟）

	2014.3	2015.3	2016.3
10億円以上	0	0	1
5～10億円	4	6	9
3～5億円	7	7	9
3億円未満	21	16 [2]	21 [4]
合　計	32	29	40

（注）カッコ内は海外での販売棟数
海外ビジネスは2015.3期よりスタート

価格帯のアップ

個人向け 1 棟型収益不動産の価格帯は、1 億円から 10 億円くらいまでである。世の中の不動産ビジネスでは、15～20 億円以上が大型のスタート台である。一方、個人向け収益不動産の中で 2 億円以下が小型、5 億円程度が大型である。当社はこれまで 2 億円のゾーンをターゲットとしてきたが、これは資金力の制約からそれ以上のところはなかなか手が出せなかったということもある。5 億円の物件が保有できると賃料収入の額も増えてくる。

新築を手掛けるといっても、それを主流にするわけではない。安ければ土地を購入して開発案件を実施する。年に 3～4 棟、4 億円前後の物件を手掛けることになろう。資金力が高まったので、5 億円を超える案件も増えている。

収益不動産の販売種類

（百万円、%、棟）

	2014.3		2015.3			2016.3		
	金額	（構成比）	金額	（構成比）	棟数	金額	構成比	棟数
1棟マンション	7844	81.8	6799	72.4	23	12460	88.2	37
1棟事務所商業ビル	1740	18.2	2586	27.6	6	1672	11.8	3
合計	9585	100.0	9385	100.0	29	14132	100.0	40

商品の多様化

レジデンシャル（住宅）だけでなく、コマーシャル（商業用不動産）にも領域を拡げている。これまでは 8 割が住宅系であるが、オフィスや商業施設も対象にしている。商業用（オフィスなど）不動産に拡げるとしても、基本は案件次第である。オフィス用は居住用と違って、出物がすぐに豊富にあるわけではない。いいものがあったら購入するという姿勢である。そして、中古物件だけでなく、新築物件にも入っている。新築の賃貸マンションを作って、暫く自社所有して、賃料収入を稼ぐ。商業用不動産の AM(アセットマネジメント)や PM(プロ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

パティマネジメント)についても、人材を強化し、ノウハウが身に付いている。

米国へ進出し、実績の積み上げに成功

米国は、A.D.Works USA の下に ADW-No.1 LLC と ADW Management USA があり、LLC が不動産の保有、Management が実務面での仲介や管理を担っている。ADW Management USA の奥田社長はもともと 20 年来米国で不動産ビジネスに携わっており、永住権も得ている。

米国では 2014 年 3 月期に事業を開始し、2015 年 3 月期に 2 棟を販売した。これで仕入れから販売まで一通りの経験を積んだ。2016 年 3 月期は 4 棟販売し、保有残は 9 棟と、さらにペースが上がった。

そのための陣容も強化している。日本の海外事業部や現地拠点の採用を増やしており、米国人のバイリンガルも戦力として入っている。2015 年 3 月期は収支トントン、2016 年 3 月期は黒字化して、2017 年 3 月期にはさらに業況を拡大し、連結売上高の 1 割以上を占めるようになった。

1 号案件の価格は 2 億円弱で、日本の富裕層で、本人にとって米国で初めて 1 棟ものを購入するという顧客であった。米国の拠点として、ロスに物件を購入する ADW LLC と、PM を行う ADW マネジメントの 2 社を設立した。海外事業部がここを管轄している。邦銀からのローンもつくようになってきたので、顧客の反応次第では、拡大が見込める。

米国の収益不動産の賃料は年 4～5%は上がっていくので、顧客にとっての利回りは確保できる。当社は、販売のほかに、PM や AM のビジネスもオーナーから受けることになるので、そのフィーも入ってくる。利回りは 3.5～4.0%である。米国は金利が高いので、イールドギャップは小さいが、インフレの国なので、いずれ値上がりが見込め、賃料も上がってくる。

富裕層のニーズに合致

日本と米国では、建物に対する考え方が違っており、実際の使用耐用年数も違う。米国では、木造 3 階建て築 25 年の物件でもかなり新しいといわれる。不動産の流通税も安い。利回りも日本と違ってかなり低い。しかし、米国は普通にインフレの国である。物価は着実に上がっていくので、家賃も資産価格もそれに見合って上がっていく。つまり、利回りの改善、向上が見込めるのである。

また、日本の富裕層にとっては、建物の償却を生かして節税が図れるというメリットも活用できる。日本では 20 年を越えて、30 年も経ってくれば、木造建築の資産価値はほとんどなくなってくるが、米国では建物の材料や構造が違うので、40～60 年経っても建物の価値は十分ある。日本の富裕層にとっては、この分を償却資産とみなすことができるので、節税の効果を生むという仕組みで、これは日本の税法に従ったものである。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

当社のビジネスモデルとROEの関係

ROE＝　ROA×財務レバレッジ

＝　収益不動産販売の利益率×資本回転率×財務レバレッジ

＝　（キャピタルゲイン＋インカムゲイン）×資本回転率×財務レバレッジ

＊　中長期販売用の収益不動産の積み上げを優先→資本回転率の低下

＊　これによって、賃料収益（インカムゲイン）が増加→この安定収益の拡大を最優先

＊　短期販売は相対的にウエイトを下げるので、フローの経常利益への貢献は低下

ROE 経営を志向

当社のビジネスモデルは、そもそも ROE 経営を軸にしている。まず、自己資金をベースに、4.5 倍のレバレッジを効かす。銀行の与信枠である。その範囲で利回りを考慮して物件を購入する。それをどのくらいの期間保有するか、販売の回転を考える。つまり、株主から預かった資金に対して、利回り、回転率、レバレッジを考慮して、ROE を追求する。2.5～3.5%×1×3～4＝7.5～14% の ROE が見込めるビジネスモデルといえよう。

2 度のライツ・オファリングに成功～業界で 2 番目、新興企業で初

2012 年の 1 回目のファイナンスはノンコミットメント型ライツ・オファリングであった。目的は、①前回の中期 3 カ年計画実現に向けたファイナンス、②収益不動産の取得原資に充当、③株主数、株式数を増やして、株式の流動性を高める、という点にあった。

ライツ・オファリングは、①既存株主に対して平等で、希薄化がさけられる、②時価総額に対して、大きなファイナンスができる、③新株予約権を上場するので新規の投資家も参加できる、という良さがある。

このライツ・オファリングで、ノンコミットメント型の上場型新株予約権の無償割当てを実施した。これは、証券会社が権利行使金額の引き受けについて、コミット(約束)しないタイプである。2012 年 11 月 19 日から 12 月 14 日を権利行使期間し、1：1 のライツ・オファリングを実行した。権利行使比率は 92.8%と高かった。増資による株主利益の希薄化を回避または低減するには、この手法が優れている。

ノンコミットメント型を選んだ理由は、権利行使が進まない時のことを考慮したためである。ライツ・オファリングは、全株主に平等な機会を与え、権利行使しない株主には新株予約権を市場で売却することを可能にする。ただ、証券会社のコミットメントがないので、失権分の新株予約権の総額引き受けがボトルネックであった。当社は買収防衛策を入れている。持株が 20%を超える時はその保有目的や事業計画を出してもらい、株主総会にかける。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

事前警告型の防衛策である。

コミットメント型の場合、権利行使がなされなかった場合、証券会社が引き受ける。その証券会社がどこかに株式を売却すると意図せざる大株主が登場して面倒なことにもなりかねない。それで、ノンコミットメント型を選択したのである。

当時時価総額 10 億円の会社が成長に必要な 5 億円のファイナンスに成功し、その後、分割による流動性の向上と、株式市場のフォローの流れもあり、時価総額は大きく上昇した。

5 億円の自己資本があれば、銀行から 25 億円は借りられるので、30 億円のビジネス拡大ができる。案件は十分作れるので事業拡大に活かすことができた。

バランスシート

（百万円、%）

	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3	2016.12
流動資産	7860	12981	14505	15789	22021
現預金	2213	3617	3081	2607	3426
販売用不動産	4972	8939	10975	12457	16667
仕掛販売用不動産	395	146	77	231	1319
固定資産	1257	1293	2175	2136	1639
有形固定資産	1129	1129	1954	1932	1310
資産合計	9117	14274	16681	17925	23660
流動負債	3967	3945	6549	4171	5796
固定負債	2253	4833	4652	7911	11543
純資産	2896	5496	5478	5842	6321
有利子負債	5006	7483	9629	10671	15566
有利子負債比率	54.9	52.4	57.7	59.5	65.8
自己資本比率	31.5	38.4	32.8	32.6	26.6

2013 年の 2 回目のファイナンスはコミットメント型ライツ・オファリング

2013 年 12 月に、ライツ・オファリングの第 2 弾を実施した。手取りで 20.6 億円をファイナンスできたので、その活用によって事業の拡大を目指した。このファイナンス資金を活用して 92 億円の新規取得を進め、さらに残高を積み上げていく計画であった。

コミットメント型にすることにより、ファイナンスの総額を確定できる。そのためにコストもかかるが、公募増資並みの審査を通して信頼性が向上する、という点も考慮した。

コミットメント型ライツ・オファリングは、①全ての株主に新株予約権の無償割り当てを行い、②その新株予約権が上場され市場で売買出来る。③権利行使を望まない既存株主は市場でその予約権を売却できる。④権利行使されなかった新株予約権の行使を証券会社がコミットするので、発行会社は当初予定の資金が確実に調達できる。

ライツ・オファリングの内容は、1：1 で既存株主に新株予約権を付与した。行使価格は 20 円、110 百万株が割り当てられたので、総額は 22.2 億円となる。発行諸費用が 1.6 億円ほどかかるので、当社の手取りは 20.6 億円となった。

新株予約権は 2013 年 12 月 2 日を権利行使日にし、12 月 9 日まで上場された。田中社長は 20%の株式を所有するが、22.4 百万個の新株予約権については全て権利を行使した。ファイナンスの反応はよく、ファイナンスの権利行使割合は 96.7%と極めて高かった。これによ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

って、2014 年 3 月末の発行済株式数は 223 百万株（うち自己株式 1.4 百万株）となった。

キャッシュ・フローの推移

（百万円）

	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3（予）
営業キャシュ・フロー	2701	−1357	−3137	−1426	−1395	−4500
税引後利益	−30	344	186	370	360	500
棚卸資産	2711	−2117	−3730	−1810	−1698	−5000
投資キャシュ・フロー	−89	−24	−69	−885	−51	500
財務キャシュ・フロー	−2244	1994	4537	1754	992	4500
短期借入金	−2376	1085	−282	1780	−2208	2000
長期借入金	260	440	1683	487	3219	2500
株式の発行	0	460	2381	0	0	0
現預金の期末残高	1600	2214	3551	3013	2536	3036

（注）2017.3期の株式発行（2000百万円）はまだ未定。

財務体質の強化とレバレッジの活用

自己資本比率はファイナンスの効果もあり、2014 年 3 月末で 38.4%に高まった。コミットメント型ライツ・オファリングのファイナンス 20.6 億円を入れて、2014 年 3 月末で株主資本が 54 億円、総資産が 142 億円（有利子負債 74 億円）となった。バランスシート上で、収益不動産 101 億円というのは、販売用不動産で 89 億円、仕掛品で 1 億円、有形固定資産で 10 億円という内訳である。これが、レバレッジを活かし、2016 年 3 月末では 145 億円にさらに積み上がった。

３．中期経営計画　　３ヵ年計画ではストック効果を優先

市場環境の変化と対応

超低金利の経営環境にあって、貯蓄型金融商品がどうなるか、不安はある。不動産へのニーズは引き続き高いものの、その利益は低下傾向にある。年 0.5～1.0%の利回り低下は避けられない、と田中社長はみている。

当社のビジネスの本質は、バリューアップによる価値創造にある。収益不動産の表面利回りは、経済や金融の環境変化によって上下するが、その変動中でいかに富裕層を囲い込み、バリューアップの実効性を上げられるかにかかっている。

日銀の金融緩和政策は次第に強化されてきた。2016 年 9 月には従来の「量的・質的金融緩和」、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を 強化する形で、新たな金融緩和の枠組みである「長短金利操作付き量的・質的金融緩和 」が始まった。

2015 年 1 月からスタートした相続税改正（増税）も、それに対応する顧客の動きを早めた。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

超低金利政策は、物件の流動性が高まるというメリットがある半面、競争が激化して利回りが低下するというリスクもある。それを踏まえて事業を展開している。

収益不動産のバリューアップ効果をどう見るか。マネジメントはまず出口を考える。販売時の利回りを想定し、売値を決めてから仕入れ値を検討する。その時に、バリューアップがどの程度効くかもよく吟味する。

会社側では高値買いはしない方針である。イールドギャップで、3～4% 取れればビジネスは十分成り立つ。リスクは長期金利が上がるような局面で、この時には注意を要する。収益不動産の購入に当たっては、バリューアップが効くような物件がよい。すぐに転売できるような不動産は競争が激しいので、リターンはよくない。リニューアルに手間をかけてバリューアップできる方が当社の強みが生きる。当社は購入額に対して、7%程度のバリューアップの費用をかけていく。

バリューアップに手間がかかる物件は、相対的に安く仕入れて高く売れる可能性があり、付加価値がとれる。これはバリューアップの巧拙で利回りが決まるので、力の差が出るところである。バリューアップのための改修では、人手不足や資材費のアップが懸念される。職人不足も出ているので、注意深くみていく必要がある。

一方で、2016 年 3 月期から国内に加えて、海外ビジネスが収益に寄与してきた。米国ロサンゼルスの収益不動産が貢献し始めた。2 年間の準備が成功に結びついたので、米国ビジネスを本格的に加速させている。

第 5 次中期計画が進行中

個人富裕層に合った収益不動産を提供するという方針に変わりはないが、1）収益力の向上とファイナンスの対応力で、1 棟あたりの金額は上がってきている。これからは、2）顧客が、当社が購入し、管理を任せ、いずれ売却して、次の物件を新たに購入するという好循環（good cycle）にもっていく方針である。さらに 3）当社が長期保有して、安定収益を稼ぎながら、バリューアップを図っていくという動きも本格化させようとしている。

過去 2 回の中期計画は、3 カ年計画のうち、調達資金を活用した事業の拡大が順調に進み、2 年で予定通り進行したため、3 年目の時に次の 3 カ年計画を立案した。今回の 3 カ年計画も、基本は個人富裕層にフォーカスし、収益不動産を軸に規模を拡大していく。今期は、収益不動産の自社開発（新築）と米国に力を入れている。

基本方針は 3 つ

今回の中期計画では、1）日米での収益不動産の規模拡大、2）新しい事業の開発、3）企業としてケイパビリティ（組織能力）の再構築に力を入れる。

収益不動産を長期で持つと ROA は低下する。回転率は下がる一方で、売上高利益率は賃料収入効果で上がってくる。ここのバランスをとっていく。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

新しい事業の開発では、2016 年の株主総会で定款の変更を図り、1）債務保証などの金融業務、2）再生可能エネルギーに関わる事業など、個人富裕層への商品の多様化とサービスの向上に結びつくようなものもできるようにした。

ケイパビリティの強化では、①PM（プロパティマネジメント）のシステム作り、②AM（アセットマネジメント）としての長期保有ポートフォリオ作り、③RM（リレーションシップマネジメント）としての Royaltorch の発展に力を入れていく。

中期計画の基本方針と重点施策

1. 収益不動産残高の戦略的拡大～強固な事業基盤の確立と安定的収益基盤の追求
   - ・国内収益不動産の規模拡充
   - ・米国収益不動産残高の拡充
2. 新たな収益の柱となる事業の開発
   - ・不動産小口化投資商品の開発・販売
   - ・小口化投資商品のオンラインプラットフォームづくり
3. 規模拡大に耐えるケイパビリティの再構築
   - ・プロパティマネジメントのシステム構築
   - ・アセットマネジメント機能の強化
   - ・オーナーズクラブ「ロイヤルトーチ」の発展

KPI としてのガイダンス

収益不動産の期末残高は、2012 年 3 月期の 38 億円が 2014 年 3 月期 101 億円、2016 年 3 月期に 145 億円まで拡大した。これを 2017 年 3 月期に 200 億円、2019 年 3 月期に 300 億円に増やす計画である。収益不動産の残高 300 億円の内訳では、長期保有 105 億円、米国 50 億円と、この 2 つに力を入れていく。

今 2017 年 3 月期の会社計画は売上高 16500 百万円（前年度＋4.9%）、経常利益 800 百万円（同＋23.0%）、純利益 528 百万円（同＋23.7%）である。3 年後の 2019 年 3 月期の目標は、売上高 180 億円、EBITDA 16 億円、経常利益 10 億円、純利益 6.6 億円である。

中期 3 カ年計画の KPI（重要経営指標）では、①中長期収益不動産の積み上げと、②賃料収益額が最も重要である。中長期の保有を増やし、保有期間が長くなると、賃料収入が増える。一方で、短期の回転売却は減るので、資本の回転率は下がり、ROA も低下する。それでも全体のバランスを図りながら、ROE は 7.4%まで着実に高めていく方針である。

フローの利益については、収益不動産が一定の利回りを想定する中で積み上がっていけ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ば自ずと達成できる。賃料収益の拡大と安定化が第一で、ROE は徐々にアップし、回転率は低下してもよいという経営を展開する方針である。

第5次中期3カ年計画
～長期保有、米国拡大も加えて、安定収益の拡大を図る～

（百万円、%）

計画	2016.3期（実績）	2017.3期（計画）	・・・	2019.3期（計画）
売上高	15733	16500		18000
EBITDA	926	1200		1600
経常利益	650	800		1000
純利益	426	528		660
ROE	7.3	6.4		7.4
ガイダンス				
収益不動産（期末残）	14551	20000		30000
国内短中期保有（平残）	9116			12000
国内長期保有（平残）	2872			10500
米国(平残)	1773			5000
賃料収入（EBITDAベース）	559			1246
収益不動産ROA	11.6			6.9

収益基盤の安定化～ストック型フィービジネスのウエイトアップ

収益基盤の安定化では、ストック型フィービジネスのウエイトを高める。現在、キャピタルゲイン（不動産の売却益）とインカムゲイン（賃料収益）の比率をみると 2：1 であるが、これを 3 年後には 1：1 になる方向にもっていく。

当社は仕入れと販売のタイミングにより、四半期毎の業績変動がかなり大きい。通常仕入れに 4 カ月、販売に 5 カ月というサイクルでみると、9 か月後に業績への影響が出る。このバラツキをもう少しコントロールする必要がある。そのために、当社のビジネスモデルをクローズド・マーケットの創造に結びつくように展開する。

1 つは、景気に左右されないマーケットを作ることである。収益不動産のオーナーは富裕層であり、彼らの資産の入れ替えは景気とは関係ない。節税とか相続とか別の動機である。また、収益不動産の陳腐化は景気とは関係ない。顧客は高い利回りだけを求めているのではない。その物件の資産性、安定性、将来性をよくみている。

2 つ目は、競争優位の確立である。個人富裕層への収益不動産の提案は、大企業にとっては規模が小さく、中小の不動産屋には信用力という点で十分でない。ニッチ分野で事業に特化することでノウハウが蓄積し、トラックレコード(実績)がものをいうようになる。個人のオーナーに密着してフォローすることが大事である。さらにワンストップのソリューションを提供して、オーナーをしっかりグリップすることができるかどうか、つまり、長期的な信頼関係を構築することが大事である。

そのためには、競合のないブルーオーシャンモデル（全く新しい独自のモデル）を一層強化することである。首都圏を中心に、1 棟 2～3 億円で賃貸マンションを購入し、その後バ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

リューアップ（改装など）をして、個人富裕層に売却する。相続ニーズがある一方で、安定収入を得たいというニーズもある。企業経営者、医者、弁護士、税理士、外資系証券会社員、芸能界・スポーツ関係にニーズがある。

当社と同じような形の会社はない。個人で小さくやっているところや、上場企業の中で兼務としてやっているところはあるが、ここに全力投球している企業はない。オンリーワンとしての実績を一段と積み上げようとしている。

3つ目は、イノベーションを可能にすることである。当社は最終的に資産コンサルティング業を目指している。そのための新商品が出せるようにする。バリューチェーンの取得、バリューアップ、売却、管理のプロセスは、IT化される可能性が高い。また、銀行、証券、生損保との協業も十分可能である。

そのためのCRM（顧客との関係のマネジメント）戦略として、2014年1月に現在のオーナーズクラブ「Royaltorch（ロイヤルトーチ)」を発足させた。オーナー毎に当社のコンサルタントが付く。自社開発した不動産経営診断システム「IEドック（Investment efficiency)」を活用して、オーナーの自己資産の投資効率を分析診断する。

個人富裕層のクローズド・マーケットを拡大

経営環境については、投資ニーズは拡大しているが、投資適格不動産の仕入れは厳しくなると認識している。その中で、自社の強みをキープし強化するかという点で、ターゲットを絞っていく。当社の優位性が生きる個人富裕層のクローズド・マーケットを拡大することに力を入れる。

PM（プロパティマネジメント）では、中古の1棟型収益不動産に特化して、PMを行う。生涯取引につなげる接点とする。また、CRM戦略の実行体制を確立して、ワンストップオペレーションに結び付けて、クローズド・マーケットの強化に結び付ける。

PMの棟数は12月末で4,033戸まで来ているが、これを1万戸に持っていく目標を有する。PMの競争も激化しているので、一括借り上げ方式のサブリースも検討する。オーナーにとってはサブリース方式となると、不動産が金融資産そのものとみなせるようになる。

そして、クローズド・マーケットの拡大に向け、オーナーズクラブ「Royaltorch」の会員を増やす。現在約170名に育っているオーナーは、5年に1回程度資産の入れ替えを考える。年間に30棟前後を販売している。年30～40人程度のオーナーは増えていくので、そこからビジネスを作り出すことも次第にできるようになる。コンサルタントは、オーナーのホームドクターとして長く付き合っていく。ここで高付加価値化と低コスト化が両立するように実践していく。

オフィスビルの新築に着手

レジデンス（住居用マンション）については、年に1～2棟の新築案件を自社で手掛けて

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

きたが、今回、オフィスビルについて自社開発を行う。

当社創業 130 周年記念事業として、渋谷区道玄坂でオフィスビルを新築する。日本を代表する隅研吾氏のデザインを取り入れて、IT 系のベンチャー企業に入ってもらうイメージである。延べ床面積 1.950 ㎡、11 階建てで、2017 年 9 月竣工予定である。

もともと中古のビルがあったところを手に入れて、新しいビルを建てることにした。投資額は 20 億円前後であるが、長期で保有することも、小口に販売することもできるので、ビジネス展開はフレキシブルである。

現在のバランスシートでは仕掛不動産として計上されている。2016 年 9 月末の仕掛不動産 13 億円で、完成後には 20 億円程度となろう。

ブランド力の強化とオーナーズクラブ「Royaltorch」の充実

2014 年に収益不動産に自社ブランドを立ち上げた。Ｕ（ユー）というネームをつけて、Ｕコート、Ｕレジデンス、Ｕスクエア、Ｕ－ビズとシリーズ化した。また、新規開発案件には、当社の社名であるＡＤをつけていく。

2015 年 1 月にオーナー会の torch を、Royaltorch という名称に変更した。富裕層をよりイメージしたものである。現在の会員は約 170 人である。年間販売棟数 30～40 棟のうち、新規の顧客の大半はこの Royaltorch に加入してくる。Royaltorch の会員は年 20%のペースで増えていくことになろう。

既得意顧客をオーナーズクラブ「Royaltorch」で囲い込むという展開は着実に進展している。規約を作り、サービスメニューも確立した。2014 年 4 月から CR（クライアント・リレーションズ）が担当している。トーチは松明（たいまつ）で、松明には人々が集まり、時代を継承していくという意味が込められている。

Royaltorch の会員から収益不動産の入れ替え案件が出てくれば、当社にとってのビジネスチャンスは拡がり、収益性も高まるのでその効果は期待できる。当社が市場から物件を買って、バリューアップして、オーナーに売る。そのオーナーが売りたくなった時に、物件のことはよく知っているので、当社のオーナー会に属する別のオーナーに買ってもらうと互いに都合がよい。同一物件の囲い込みができるわけである。

購入から 5 年を経過すると、節税上のメリットを継続するために、既存オーナーから販売のニーズも出てくる。これをオーナー会の中でマッチングできれば、顧客にとってのメリットとともに、当社にとってもビジネスチャンスとして活かせる。

現在 4 名のコンサルタントがいるが、アカウント・マネジメントのためにコンサルタントは逐次増員を図っていく。コンサルタント 1 人で 30～40 人のオーナーの RM はできるので現在の 5 人を 15 人にすれば、500 人へのサービスも可能となろう。オーナーズクラブは現在 170 人、1 人の受託資産を 5 億円として 850 億円、これを 500 人、2500 億円へ拡大したいと田中社長は考えている。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

営業体制の強化

投資対象は 2 億円前後がコアであるが、10 億円以上の物件も年に数本は手掛けていく。その場合、物件のサイズ、内容によって営業のルートが違ってくる。同じ営業体制では大型の案件は追いかけにくい。また、ファイナンスのあり方も違ってくる。顧客についても、富裕層と超富裕層ではニーズが異なる。超富裕層も視野にあるので、ニーズを踏まえて収益不動産の仕入れが必要であり、その方向に舵を切った。

当社の営業プロセスは 4 段階に分けられる。①情報収集、②物件調査、③買い付け申し込み、④購入である。情報は豊富にあり、顧客ニーズに合致し、当社にとっても一定の収益が見込めるものしか対象にしないので、無理な仕入れはしない方針だ。一方で、顧客の購入意欲は強い。仕入れてもすぐ売れてしまう。それは取引としてはよいことだが、家賃収入としてのストック効果を積み上げるという点では必ずしもよいとはいえない。

仕入れ情報を増やすには、営業力のアップが必要である。東京の本社を営業拠点としながら、横浜、大阪に営業拠点を増設した。この営業体制をさらに強化していく。

関西圏に進出～大阪営業所を設置

大阪営業所は 2016 年 9 月にスタートしたが、立ち上げは良好である。4 人の陣容で収益不動産の仕入れに注力している。大阪の阪急沿線エリアや京都などに当たっており、実績を上げつつある。

大阪営業所は関西での収益不動産ビジネスの拡大を目指す。本社は首都圏の営業を行っており、その後横浜に営業所を持った。横浜は現地に出た方が有利な情報が入り、営業で先行できると判断した。埼玉や千葉については、東京から十分対応可能なので、営業拠点を作るほどではないとみている。

大阪への進出は、マーケットがある割に、大手の競合がさほどでもないという判断に基づく。関西出身の役員や担当者もいるので大阪のカルチャーにも入っていきやすい。本社の事業第一に 9 名、事業第二に 9 名、横浜に 6 名の担当者がいるが、大阪はまず 2 名で準備して、現地採用もいれて 4 名体制とした。収益については、仕入れを優先して、賃料で稼ぐようにして、2 年目からは黒字にする予定である。

人材の育成

人員は 2014 年 9 月 80 人、2015 年 3 月 100 人に対して、2016 年 3 月は 115 人となった。2016 年 12 月末時点では 139 名となっており、今後も業況の拡大に伴い順次増員していく見込みである。この 2 年で 30～40 人の増員を図ったので、これが当面人件費の負担となっている。しかし、それ以上に営業力、開発力の強化となって貢献してこよう。人材獲得のハードルも上がっている。新卒は 2015 年 4 月に 5 人ほど入社し、今期も 5 人採用した。当社で人材が 1 人前になるには 5 年を要する。若手が伸びてくると全体の件数もさらに伸ばせる

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ようになろう。中途採用については3年以上の経験を積んでいる即戦力をとっている。

米国不動産市場の特色

1. 家賃の上昇基調が継続
   - 年率4%程度の継続的上昇を見込む
2. 低い空家率
   - 米国7.0%、ロサンゼルス3.7%（東京10.9%）
3. 築年数に拠らない稼働率
   - 木造住宅の耐久性が高い、平均築後年数66.6年（日本27年）
4. 家主の強い権利
   - 借地借家法がない、契約満了後の家賃改定は一方的ノーティス

米国事業の加速

米国での収益不動産ビジネスが高付加価値、低コストである要因は、1）米国はインフレに見合って、毎年賃料が上がっていくので、利回りが向上する。2）中古物件のバリューアップにさまざまなコストがかかるが、各々の分野での専業業者が整っており、日本に比べて人件費も含めてコストが安い。

海外事業として、米国を選んだ理由は、1）自由で安全という点でカントリーリスクが少ない、2）人口が増える国であり、マイルドなインフレの国である、というところにある。

米国では、①家賃が上がる、②空き室率が低い、③古い家でも競争力がある、という点で日本とは異なる。米国のビジネスは、仕入れ、販売とも倍増ペースで伸ばす。

米国での収益不動産事業は順調に立ち上がった。2年半を経て、ADワークスの米国スタイルを確立しつつある。当社の仕入れに対する現地でのファイナンス、日本の投資家が米国の収益不動産を購入する場合のファイナンスのつけ方についても次第に実績を積み上げており、銀行の対応も進んでいる。

米国での収益不動産ビジネスについて、為替変動リスクはあるが、日本とは違ったポートフォリオの資産を保有することができる。今のところロサンゼルスに限定しているので、ビジネスリスクは高くない、日本の富裕層に対して先行しており、当社の有力な成長戦略となってきた。田中社長は、国内対海外の売上比率を2：1にしようとしている。

米国西海岸で、東京で行っているビジネスモデルをベースにロサンゼルスで展開する。賃料が毎年4%上がっているので、追い風である。現地でPMまでやるような日本企業はない。日本のオーナーにとって、メニューとして有効である。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

顧客からは、収益不動産を海外に持ちたいというニーズが強い。安心して提供できるという点では、新興国よりも先進国なので、米国の西海岸でビジネスを始めた。アジアよりも米国を狙うのは、法制も税制もしっかりしており、リスクが少ない。

米国での資金枠を拡大

米国でのファイナンスは、LTV（ローン・トゥ・バリュー）が国内の 80%に対して、50%が目途である。収益性は高いが、自己資金が多めに必要である。それでも、5 年を経過すると、税制の関連で国内富裕層から資産売却のニーズが出てくるので、それを Royaltorch の中でうまく対応できれば、顧客ニーズに合致させながら、ビジネスとしてはより高付加価値で効率的になる。

海外の案件が増えると、自己資本をより使う。国内なら 80～90％の借入れができるが、海外案件についての LTV は 40～50％にとどまる。しかし、保有期間が長くなると採算はよくなるので、ビジネスとしては有望である。

スーパー富裕層のニーズもある。米国展開では、金融機関との連携やマーケティング上でも広がりが出ている。米国ビジネスについては、当初エクイティ 10 億円、レバレッジ 2 倍として、総額 20 億円を資金の枠としてスタートしたが、邦銀のローンもつくことがはっきりしたので、全体の枠を 40 億円に上げて、次の仕入れにも当たってきた。40 億円のうち、半分は現地の邦銀から借入られるので、自己資金としては 20 億円を使うことになる。

新規事業の立ち上げ

田中社長としては、収益不動産本業の拡大を図ることはもちろんであるが、次の新事業の立ち上げに注力している。事業企画室は、長期保有目的の収益不動産の仕入れ、ポートフォリオの管理を担うと同時に、新規事業も担当している。長期保有物件が増えてくると、賃料収入の増加が見込める。これが安定収益として寄与度を高める。ここでは 1 棟 10 億円以上のものへの投資も行う。

新規事業については、さまざまな顧客ニーズに対応するため、商品の多様化やサービスメニューの充実を一層強化することが目的である。

不動産テックに参入～業界初の分野

2016 年 10 月に不動産テックビジネスに参入した。子会社として、スマートマネーインベストメント(SMI)を設立し、11 月から投資家向け小口投資商品を取り扱う情報サイトを立ち上げ、将来は売買機能を搭載しプラットフォーム化する予定である。このプラットフォームは誰でも参加できるように、自由に独立に運営させる。そのために、ADW の名前や人材は極力出さないようにしている。

不動産テック事業では、ZUU（冨田和成社長）と連携し、そこが運営する「ZUU online」

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

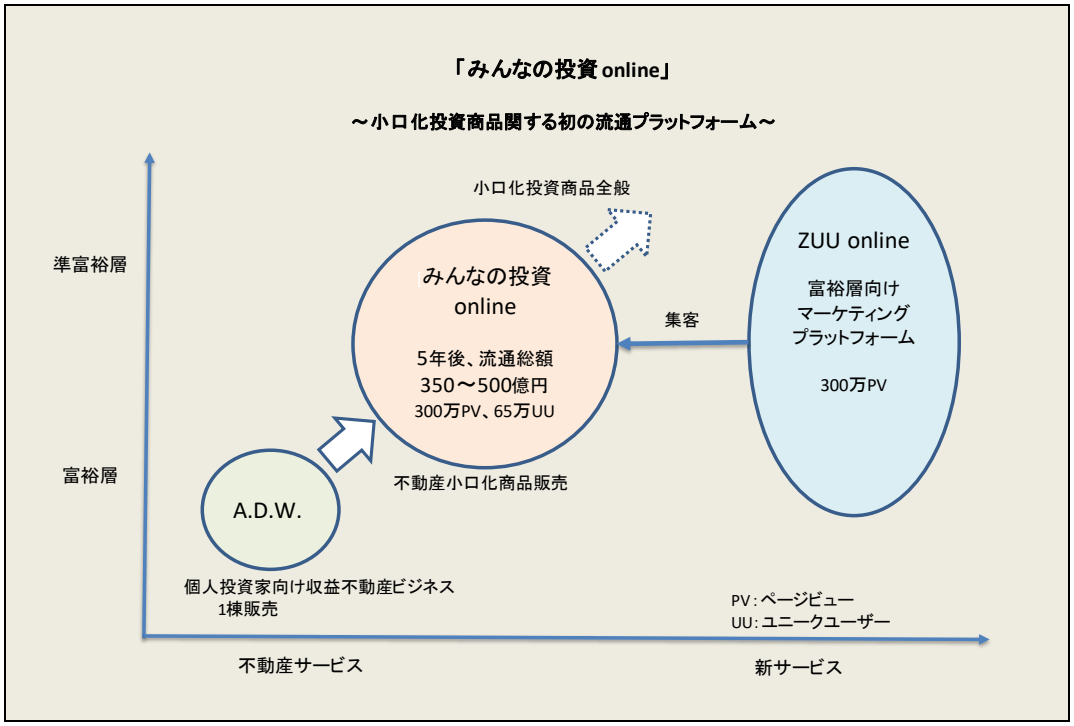
とつないでいる。ZUU(ズー)は 300 万人の会員を有する富裕層向け金融経済メディアであり、集客において、「ZUU online」と「みんなの投資 online」は連携する。当面フォーカスする小口不動産投資商品は流通経路が十分でなく、商品ポテンシャルが十分活かされていない。

「みんなの投資 online」は、当社及び他社が提供する不動産小口化投資商品を幅広く掲載し、個人投資家向けのプラットフォームとして機能を果たしていく。

当面の収益源は広告モデルであるが、いずれはこのプラットフォームで取引される案件から一定のフィーをもらうということも想定している。

現在、不動産特定共同事業法の下で、78 社が認可を受けており、そのうち 13 社が実際に商品を販売している。しかし、まだ販売チャネルが十分でなく、マーケティングができていない。「みんなの投資 online」は、まずはさまざまな小口投資商品を紹介するポータルとしてスタートしている。特に、金融商品に関わる法規制は受けない。それはここに載せた各企業が責任をもつことになる。

昨年 11 月に本格稼働して以降、PV を順調に伸ばしている。まだ不動産に関する情報のみであるが、春以降具体的な物件をのせて、ビジネスをスタートさせるべく準備している。不動産の小口不動産投資商品づくりとその販売は、来期からは具体的にスタートしよう。On-line とそれ以外のチャネルもいろいろ使うことになろう。



長期的な目標

長期的な会社の目標としては、社員 200 人（現在 115 人）、純資産 250 億円（同 60 億円）、

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

時価総額 300～400 億円（同 80 億円）を目指している。

長期的に目指す規模

	2016年6月	規模感としてのガイダンス
純資産 （億円）	58	250
社員数 （人）	115	200
時価総額 （億円）	85	350～400

中期業績の安定化に向けて、保有の長期化を工夫

1 つのリスクとして、順調に仕入れていった後に不況になって販売が苦しくなると、コストの高い仕入れ物件が残ってしまうという懸念がある。しかし、当社では利回り（家賃÷購入価格）を一定レベルで確保しているので、その時は無理に販売しなくても、家賃収入はしっかり稼げるという点で安定感はある。

収益不動産の販売は一般にボラテリティ（収益の変動性）が高いので、これをいかに下げるかという点で、2 つの方策をとっている。1 つは、流動性の高い価格帯の個人富裕層に特化していることである。もう 1 つはストック型フィービジネスである賃料収入のウエイトを高めることである。

基本的な経営方針は、販売用収益不動産の残高の積み上げと、年間販売額のバランスを上手くコントロールしていくことにある。残高を積み上げれば、販売額を増やすことができる。残高を長く持てば、その間の家賃収入を稼ぐことができる。逆に、仕入れてもすぐ売ってしまえば、販売上の利益は得られるとしても、一定の賃料を得るというストック効果を逃すことになる。

販売用不動産の回転期間を長くして、これによって保有期間中の賃料収入をインカムゲインとして確保し、この割合を上げて、安定した収益構造にしようとしている。

新しい動きは、2～3 億円の物件だけでなく、いいものがあれば 7～10 億円の案件も仕入れていく。10 億円以上の物件も長期保有という点では候補になる。商品の幅を拡げており、短期集中販売ではなく、中長期の保有による賃料収入拡大も図っている。また、住居用だけでなく、5 億円以上の商業用物件にも拡げていく。これも中長期に保有することをベースに考えている。田中社長の描く夢は、ADW がビルのオーナーとして、賃料収入で経営が成り立つようにした上で、不動産のコンサル事業でビジネスを多様化させることである。

エクイティ・コミットメント型のファイナンスを実施～権利行使はまだ一部

現状、仕入れには手持ちの資金をかなり使ってきた。2018 年 3 月期の収益不動産をさらに積み上げるには、20 億円程度のファイナンスは必要である。そうすると、100 億円の積み

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

上げが可能である。2017 年 3 月期 3Q 末では、今の手持ち資金を活用しても、あと 50 億円の積み増しが精一杯である。ファイナンスについては、他の方策も検討する必要があろう。

エクイティ・ファイナンスのポイント

～エクイティ・コミットメント・ライン～

方法	第三者割当新株予約権の付与
割当日	2016年5月30日
割当先	マイルストーン・キャピタル・マネジメント(株)
新株予約権数	45万個
発行価額	18百万円(1個40円)
潜在株式数	45百万株(1個100株、固定)
調達資金	2043百万円(手取り2029百万円)
行使価格	1株当たり45円(固定、時価にプレミアム付与)
希薄化	最大20.2%

エクイティ・ファイナンスについては、株価が現状では 40 円台なので、まだ進展はない。エクイティ・コミットメント・ラインにおける行使価格が 45 円なので、46 円以上になれば、マイルストーン社は権利行使を行い、当社に 20 億円の資金が入ってくることになる。期間は 2 年なので、2018 年 5 月までの間に株価がそこまで上昇すればよい。

1 回目のファイナンスで 5 億円、2 回目のファイナンスで 22 億円を調達し、それを自己資本として、レバレッジをかけて規模の拡大につなげた。今回のファイナンスでは 20 億円を調達する予定で、これでまず 200 億円の収益不動産の積み上げを目指す。

マイルストーン・キャピタル・マネジメント社は、エクイティ・コミットメント・ラインのような新株予約権のファイナンスで実績を積んでおり、上場企業 40～50 社を引き受けている。今回のファイナンスについて、1）株主に分かりにくい、2）マイルストーン社とはどういう会社か、という点で、よく理解する必要があるが、まず、ファイナンス決定時よりも高い権利行使価格（45 円）を設定して、第三者への有利発行にならないようにした。

また、第三者割当によって、既存株主には 20%のダイリューション（希薄化）が生じるが、このファイナンス資金は次の成長のために活用される。中期計画では、純利益を 3 年で 1.55 倍にもっていくので、ダイリューションを十分吸収して、既存株主へも成長のリターンが入ってくる。

マイルストーン社は、20 億円分のファイナンスのプロセスにおいて、当社の株式の 5%以上は所有できないように制約をかけている。45 百万株の潜在株は募集後の持株比率では 16.7%に担当し、田中社長の 17.8%に次ぐ水準である。マイルストーン社にすれば、今回のファイナンスに資金提供しつつ、一定の収益を早く上げていくことを狙っている。そういうビジネスモデルである。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

当社のビジネスは、今回の資金が権利行使によって、キャッシュとして入ってくれば、それを活かして収益不動産ビジネスにすぐに活かしていく。つまり、資金活用の足は短い。よって、業績拡大を反映して株価が上昇してくれば、その流動性の中でキャピタルゲインをとっていくことになる。

今回のファイナンスは、過去２回のライツ・オファリングとは違うスキームであり、ファイナンスに伴う株価下落リスクは避けている点に特徴がある。ダイリューションは招くが、それは調達資金を活かして収益を向上させれば問題なく吸収できる。

なお、収益不動産の残高を 3 年後に 300 億円に拡大して、安定したビジネスモデルを確立するには、もう 30～50 億円の自己資金は欲しいところである。それについては、次のステップとして検討していくことになろう。

４．当面の業績　　経常利益で２桁増益、ピーク利益の更新が続こう

市場は活況だが、制約要因も

最近売り出された収益一棟マンションでは、ユースクエア西大島（価格 3.54 億円）利回り 5.85%、ユーコート赤羽（同 3.44 億円）同 5.81%、ユーコート高田馬場（同 2.6 億円）同 5.61%というような内容である。

収益不動産の経営環境は良好であるが、二面性を持っている。経済は上向いており、日本の金利は低水準に留まっている。収益不動産の利回りは低下気味であるが、ニーズは活況である。センチメントとしては株式市場の動向が 1 つの指標である。一方で、先行きをみると、トランプ旋風の影響が為替や輸出入にどう影響してくるのか。富裕層の一部には慎重な動きもみられる。

田中社長は今後の経営環境について、3 つの点を重視する。①金融緩和は続くか、②株式市場の活況は続くか、③相続対策のニーズは強いか、という点である。この点でみると、個人富裕層のマーケットが大きく崩れるというほどではない。一方で、投資用不動産のマーケットは活況が続いており、その利回りは低下傾向にある。賃貸住宅の表面利回りは 5%前後に落ちている。

当社の仕入れ案件に関する情報は増えているが、そのうち当社の買い付け候補になるもの比率は下がっている。つまり、利回りからみて価格が合わない物件が増えている。会社側では、バリューアップがどこまでできるかを見極めながら選別している。

不動産は 1 件 1 件の戦いである。案件について情報を集め、スピーディに決定していく必要がある。また、不動産はそれぞれに癖があり、その特徴を見抜いていく。価格面で当初は折り合わなくても、何らかの局面で変化が生まれる。それを上手く先取りしないと、案件は手に入ってこない。仕入れ物件を知っている業者も多い。仕入れて、バリューアップし、

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

タイミングを見て販売するわけだが、それぞれの段階で商談に入る場合も多い。一方、長期保有をする物件もある。

大事なことは、どのような用途にするか、どういう富裕層をターゲットにするかを予め定めて、ビジネスを展開する必要がある。

収益不動産と賃料

（百万円、%）

	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3(予)
収益不動産の残高					
期末残高	5703	10124	12931	14551	20000
期中平均残高(平残)	5650	7229	11692	13762	17000
賃料					
収入	416	460	717	842	1000
収益(EBITDA)	308	318	496	559	800

当社の業績見通しの公表の仕方～Q ベースの確度は高い

当社の業績計画は 2 つのステップに分けてみる必要がある。決算発表で、次期の年度計画（売上高、経常利益など）を公表する。これは中期 3 カ年計画に沿ったもので、それを達成すべく経営資源（人、物、金）を用意し、配分する。そして、四半期ごとのフォーキャスト（予想）を逐次発表する。3 カ月単位ならば、実績及び見込みが立ち易いことによる。四半期(Q)毎にフォーキャストは 2 回ほど公表される。

当社はまだ規模が小さいので、案件によって業績が振れる可能性がある。そこで契約の進行に合わせて、フォーキャストを積み上げていくという方式をとっている。例えば 1Q の 4～6 月でみると、5 月末ベースで 1 回目のフォーキャストを出す。6 月中に売買が急に決まるものがありうるので変動することもある。しかし、2 回目の 6 月末のフォーキャストは、案件としては固まっているので、後はコストの多少の変動である。よって、2 回目のフォーキャストの正確さはかなり高いといえよう。

業績予想

（百万円、%）

	2013.3		2014.3		2015.3		2016.3		2017.3(予)		2018.3(予)	
売上高	9853		11537		10735		15733		18000		20000	
粗利益	1534	15.6	2132	18.5	2529	23.6	2965	18.8	3550	19.7	4000	20.0
販管費	981	10.0	1341	11.6	1770	16.5	2097	13.3	2450	13.6	2700	13.5
営業利益	552	5.6	790	6.9	759	7.1	867	5.5	1100	6.1	1300	6.5
経常利益	361	3.7	450	3.9	540	5.0	650	4.1	800	4.4	900	4.5

(注)各項目の右辺の数値は対売上比の利益率

2016 年 3 月期も好調を持続した

2016 年 3 月期の業績は、売上高 15733 百万円（前年度比＋46.5%）、営業利益 867 百万円（同＋14.3%）、経常利益 650 百万円（同＋20.3%）、純利益 426 百万円（同＋27.9%）となった。収益不動産の販売は国内 36 棟、海外 4 棟の合計 40 棟であった。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

一方、仕入れは国内 35 棟、海外 7 棟の合計 42 棟、前期より 13 棟増えており順調である。仕入れ額は同＋41.5%の 12325 百万円、仕入れ残高は 14551 百万円となった。

この期の計画に対して、達成度は売上高で 126.9%、経常利益で 108.4%であった。利益計画を達成するために、売上高がより必要であったわけだが、これは 4Q の環境変化が大きかった。1 月に当社の収益不動産に急ブレーキがかかった。丁度株価が急落した局面であったが、需要の喚起が必要になり、売値少し下げて販売を稼ぐ方向に力を入れた。結果として、4Q の利益率は低下したが、目標の利益は達成できることとなった。

40 棟の販売を行い、1 棟当りの利益は平均約 40 百万円であったが、案件によって 20 百万円～100 百万円までかなりばらついている。連結の粗利が＋17.2%であったのに対して、販管費は＋18.5 %と伸びが高くなった。その分売上高営業利益率が低下した。販管費の増加の主力は人件費で、今後の規模拡大に向けて人材投資を強化していることによる。

一方、ストック型フィービジネスは順調に伸びた。利益率の高い賃料収入は増益に寄与している。セグメント利益でみると、収益不動産の EBITDA は 1182 百万円（前年度 1073 百万円）のに対して、ストック型フィービジネスは 596 百万円（同 545 百万円）と、いずれも着実に伸びている。

フィービジネスは順調である。保有残高の増加に伴い賃料収入は堅調である。PM も管理戸数が 3650 戸に着実に増えている。富裕層へのコンサルティングも Royaltorch の顧客を始めとして、案件は増えている。コンサルによる資産の仲介やアセットマネジメント業務にも結びついている。このコンサル業務は当社の特色となりつつあり、スタートから 3 年目で黒字化した。

収益不動産の販売状況（半期ベース）

（百万円、%）

	仕入れ	販売	期末残高	EBITDA	利益率
2013.9	5058	5596	6457	684	12.2
2014.3	6026	3999	10124	394	9.9
2014.9	3544	3964	11219	475	12.0
2015.3	5169	5434	12931	598	11.0
2015.9	4762	7141	12423	773	10.8
2016.3	7563	6991	14551	409	2.8
2016.9	11568	8584	18227	903	10.5
2017.3(予)	13300	7316	20000	747	10.2

（注）利益率はEBITDA/販売。2016.9はEBITDAに特別利益分を含む。

2017 年 3 月期 3Q 累計は好調に推移

2017 年 3 月期の 3Q 累計は、売上高 13439 百万円（同＋21.9%）、営業利益 777 百万円（同＋26.4%）、経常利益 555 百万円（同＋19.4%）、純利益 416 百万円（同＋39.0%）と好調であった。通期の計画についても十分達成できよう。

3Q までに国内仕入れ 35 棟、米国仕入れ 11 棟、仕入れ額全体は 14785 百万円と順調であった。国内仕入れはやや苦しいが、米国は順調である。一方、販売は国内 33 棟、米国 7 棟、とりわけ米国が好調であった。ストック型フィービジネスも好調に伸びており、PM 戸数は

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

4033 戸（前年度 3649 戸）と＋10.5%となった。収益不動産の 3Q 末（12 月末）残高は 19220 百万円と順調に拡大している。

3Qの業績動向

（百万円、%）

	2015.3期3Q	2016.3期3Q	2017.3期3Q
収益不動産販売			
売上高	6149	9893	12050
EBITDA	652	943	1185
利益率	15.4	9.5	9.8
収益不動産平残	11692	13762	17532
ストック型フィービジネス			
売上高	1033	1280	1555
EBITDA	509	610	765
利益率	49.3	47.7	49.2

（注）利益率はEDITDA/売上高

上期に有形固定資産に入っていた物件を 1 件売却した。これは実質的に販売用不動産に当たるものであるが、会計上は売上高や営業利益には入らず、売却益が特別利益（86 百万円）として計上された。

営業外費用では、長期借入金の増加に伴う支払利息に関連して、アップフロントフィー（前払的手数料）が増えて、円高による為替差損も一部あった。

長期保有を意図して固定資産として持っていた銀座の物件を販売した。これは、販売用不動産として認識すれば、流動資産に入れ替えて、それで販売すれば営業利益に入ってくるが、監査法人の認識は固定資産の売脚であるから特別利益であるということになった。ビジネスを考慮すれば営業利益に含めて良いようにも思えるが、固定資産売却益が 86 百万円ほど出た。これは、営業利益としてみてもよい内容である。

収益不動産の残高

（百万円、%）

	2016.3期	2016.12(3Q末)	2017.3(計画)	2019.3(中期計画)
収益不動産期末残高	14551	19220	20000	30000
国内短中期販売用(平残)	9116	10705		12000
国内長期保有用(平残)	2872	4413		10500
米国販売用(平残)	1773	2412		5000
賃料収益	559	535		1246
収益不動産販売ROA	11.6	10.8		6.9

（注）2017.3期計画の内訳は未公表

資産を積み上げつつ、ピーク利益の更新が続こう

4Q の販売計画は、収益性がよい物件が国内、米国ともいくつかあるので、期初計画は十分達成できよう。

これから伸ばす資産は、第 1 に米国の収益不動産販売、第 2 に国内の収益不動産販売、そして第 3 が長期保有物件の開発である。その資産の積み上げには、ベースとしての自己資本

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

が必要であり、当面 20 億円をファイナンスしたいところである。

海外事業については、1 割をこえてきたが、今後は 3 割を目指してウエイトを高めていく。年商 200 億円として、その 3 割として 60 億円程度（20～30 棟）が目途となろう。

国内の不動産マーケットはやや厳しさを増しているが、販売面ではそうであったとしても仕入れ面では十分対応できている。マンションの杭打ち不正に端を発して、建物の基準工事、そのデータをよく確認しようという動きが業界で常識化した。これに伴い取引の内容によっては、目利き力が問われることになり、いい物件が出てくることもある。

収益不動産の利回りは少しずつ低下している。仕入れの競合は激しいが、情報量は月 300 件で変わっていない。そこから利回りが合うもの、バリューアップが見込めるものを選んでおり、収益不動産の積み上げはできている。

収益不動産について、期末ベースと期中平均の平残ベースでは、その見方に違いがある。期末ベースの残は、翌期に販売するベースとなる数字を意味するが、平残ベースは賃料収入を生むベースとなる。

仕入れは 2017 年 3 月期の残高ベースで、200 億円に積み上げる計画である。その中身では、少し大型の物件を入れる予定である。営業体制を強化して、大型物件にも対応できる体制を敷いている。サイズでは、5～10 億円の物件、10～20 億円の物件で、10 年間という長期に保有することも視野に入れている。

販売計画に載せている商品はメニューであって、顧客のニーズをみながら販売していく。当社が得意とするゾーンを軸にして確実な収益不動産の積み上げを目指す。

セグメント別業績予想

（百万円）

	2014.3		2015.3		2016.3		2017.3（予）		2018.3（予）	
	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益
収益不動産販売	9595	1078	9388	1071	14132	1181	15900	1550	17700	1650
ストック型フィービジネス	1025	314	1296	536	1821	560	2100	700	2300	900
その他	916	41	51	4	―		―		―	
売上高合計	11537	1434	10735	1612	15954	1741	18000	2250	20000	2550
全社費用		-643		-853		-874		-1150		-1250
営業利益		790		759		867		1100		1300

（注）全社費用はセグメントに帰属しない一般管理費。その他の総合居住用不動産事業は2014.3期に撤退。

今後の重点施策～米国は倍増ペース

米国事業は、3Q の売上高が 1886 百万円となり、全体の 14.0%を占めるまでに成長している。米国ビジネスはユニークで差別化が効いており、他社がすぐには参入しにくい、大手不動産会社にとっては、手間のかかる小型の仕事である。一方、当社より小さい企業が米国

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

でビジネスを展開しようとしても、バリューチェーンを作るには、ファイナンスを含めて、かなり難しい。当社ではすでに拡大期に入っており、大きな収益源に育ちつつある。

米国ビジネスは、あと 3 年たつと、これまで販売した不動産が税制への対応もあって売りに出てくる。つまり、節税上これまで購入した顧客が既存の米国物件を売り出して、新しい物件に入れ替えようとする。そのビジネス全体を当社が囲い込むので、もう一段の規模拡大と収益性の向上が期待できよう。

米国ビジネスについては、売上高全体の 30%にもっていく方針である。販売額 50 億円に対して、不動産の手持残高を 100 億円に持っていければ、2 年で 1 回転となるので、収益のバランスがよくなる。米国で 100 億円の在庫を積み上げるにはもう一段のファイナンスが必要である。

米国では、現地の銀行よりローンがとれるようになってきた。現地でのファイナンス力がついてくれば、本社からの資金を使う度合いが減るので負担が楽になる。当面の資金は、ファイナンス予定の分も含めて、好調が続き急拡大が見込める米国に優先的に使っていく。

米国収益不動産の推移

（百万円、棟数）

（年度）	2012	2013	2014	2015	2016(3Q)
仕入高	0	816	623	1458	2010
販売高	0	21	398	985	1886
仕入棟数	0	5	3	7	11
販売棟数	0	0	2	4	7

５．企業評価　　収益基盤の強化が進展、富裕層向け不動産テックに注目

次の拡大へ前進

当社は、純資産 58 億円、社員数約 130 名、時価総額 100 億円の規模であるが、将来の姿としては、純資産 250 億円、社員数 200 名、時価総額 350～400 億円の企業になることをイメージしている。富裕層向け収益不動産事業を軸に企業価値創造を追求していく。

事業規模を拡大するには、1) エクイティをファイナンスしてレバレッジを活かす、2) バリューアップの方法を一段と高めて利益率を上げる、3) 不動産テックの「みんなの online」を活用した小口不動産投資商品の立ち上げ、などが期待される。

内外ともに事業機会はある。顧客ターゲットが個人富裕層であるという点に変わりはないが、ニーズに合わせつつ、物件の内容を工夫していく必要がある。①これまでより大型化

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

する、②大型物件を分割して持分所有が出来るようにする、ということも有力な方策である。そのために不動産特定共同事業法の任意組合型免許も取得した。

1.3 万人の株主にいかに応えるか

AD ワークスの株価は、12 月に終値ベースで 46 円を 4 日、48 円を 1 日、1 月には 46 円を 5 日付けた。出来高が膨らんだ日もあったが、権利行使が本格化するところまではいっていない。

当社は個人株主へのアンケート調査を実施した。昨年 12 月に自社の個人株主約 13000 名に「株主との対話」促進に向けて実態調査を行った。35%の 4400 名余りが答えてくれたが、その結果が興味深い。1)個人投資家は配当性向(回答率 14.7%)よりも、配当利回り(66.6%)を圧倒的に重視する。2)増資に対する懸念は、EPS の低下(39.7%)だけでなく、新株のデイカウント発行(26.6%)も問題にしている。3)当社の株価は 43 円と二桁なので、1 円刻みの変動率(2.3%)が大きくなるが、こうした株価の値位よりも株式の購入のしやすさ（100 株で 4300 円）が注目されている（62.9%）。

今回のアンケートをベースに、会社側では個人株主との「株主クラブ」(仮称)のようなサークル作りを検討している。会社情報とともに、顧客向け物件情報なども含めて対話していく方向である。

当社の株式の魅力を高めるには、配当を高めることで、配当利回りで特色を出すことが 1 つの方策であろう。2017 年 3 月期は、0.55 円(前期 0.35 円)への増配が見込まれる。配当利回りは 1.3%である。100 株で 55 円である。これに増配基準を明確に示すとか、株主優待を工夫するとかして、利回りの向上を図ることが重要であろう。

事業拡大のためには、ファイナンスが必要である。その資金で収益不動産ビジネスを長期に安定できるのであれば、フローの利益はリート的にかなり配当に回してもよい。配当利回り志向の投資家にとっては十分受け入れられるものとなろう。

2015 年 4 月に東証 2 部となったが、それから 7 カ月の 10 月末に東証 1 部に指定替えとなった。2013 年 9 月末を基準に 1：100 の株式分割を行った。当社の株主数は 1 回目のライツ・オファリング前で 1600 人、それが株式の 4 分割後で 3800 人、2 回目のライツ・オファリング前で 9000 人と増え、その後 1 万人を超えた。

株価が 50 円を下回っているが、株価が低位であることに論理的な意味合いはない。ただ、1 円の上下が変動率にすると大きい。このボラティリティをどう考えるか。ファンダメンタルズがしっかりしていれば、ボランティリティが高いというのはさほど問題ではない。

ポイントは、将来の業績向上に的確にコミットできるかどうかである。ROE で 7～8%以上というのがひとつの条件になろう。さもないとファイナンスに業績が追いついてこないので、マーケットでの評価が下がる。今のところ条件をクリアすることはできよう。

当社は富裕層の顧客開拓で強みを見せているが、まだ規模は小さい。上場会社で当社と同

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

じ個人富裕層を攻めている専業はない。ただ、同じような業種の大手はいるし、競争が激しくなりつつある。独自のビジネスモデルを深化させて、オーナーを一段と囲い込むにはまだ一定の努力を必要とするので、企業評価はＢとする。（企業評価については表紙を参照）

2月10日の株価（43円）でみると、PBR 1.46倍、ROE 6.6%(ファイナンスの権利行使後ベース、現状では8.4%)、PER 21.2倍、配当利回り1.3%である。ターゲットを絞った収益不動産戦略を活かして業績は拡大しよう。

今後とも中期的な業績の向上を、実績でみせていく必要がある。次の成長基盤を固めることができるかどうか、注目できる局面を迎えている。業績の向上とともに、ファイナンスのダイリューション(希薄化)を乗り越えて、株価はかなり見直されてこよう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。