3250　エー・ディー・ワークス（A.D.W.）

～ライツ・オファリングを活かし、個人富裕層向け収益不動産事業を拡大～

2014年6月2日　　ジャスダック

ポイント

・2013 年 12 月に 2 回目のライツ・オファリング(既存株主向け新株予約権無償割当増資)に成功し、約 20 億円をファイナンスした。これを活かすと銀行借り入れも含めて 92 億円程度の収益不動産の積み上げが可能となる。事業の規模拡大が見込めるので、成長の第 2 ステージに入ろう。2015 年 3 月期から新中期 3 ヵ年計画をスタートさせた。

・当社は個人富裕層に不動産サービス業を展開する。2～5 億円前後の賃貸マンションを仕入れ、バリューアップして、富裕層に販売し、そのプロパティマネジメント（不動産管理）も担っていく。リニューアルなどのバリューアップをして、販売するまでの期間は賃料収入が入ってくるし、長期保有するものもある。こうした収益不動産事業とストック型フィービジネスを事業の両輪として、攻めの局面に入っている。

・実際の収益不動産の積み上げは、東京、横浜、ロサンゼルスへと地域を拡げ、住宅から商業ビルへ、中古のバリューアップから新築へ、価格帯も 2 億円から 5 億円へと、事業ポートフォリオの多様化によってバランスをとる方向だが、当社が得意とする個人富裕層であるという点は変わらない。

・オーナークラブ「トーチ」を充実させて、顧客の囲い込みによるストック効果を高めようとしている。ブランド戦略（Ｕレジデンスなどの Ｕシリーズ）も強化している。1)バリューアップした不動産の保有を長めに保有していくこと、2)販売した不動産のオーナーと多面的な取引をしていくこと、3)そのためのコンサルティングに力を入れること、によって収益の安定化に力を入れていく。

・2017 年 3 月期の目標は、収益不動産の積み上げ 150 億円(平残)、経常利益 8 億円、ROE7.5%を掲げているが、達成の確度は高い。順調にいけば、3 カ年計画は 2 年で達成できることにもなろう。今回の計画はフローの利益よりも、資産の積み上げによるストック効果(賃料収入)の拡大を最優先しているので、着実な成長戦略になっており、収益基盤の強化は進展しよう。この 3 年間にエクイティ・ファイナンスの予定はない。業績の拡大につれて、株式市場での評価も再び高まってこよう。

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。

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く
３．中期経営計画　　独自のビジネスモデルで領域を拡大
４．ファイナンス　　２度のライツ・オファリングに成功
５．当面の業績　　新３ヵ年計画ではストック効果を優先
６．企業評価　　収益基盤の強化が進展

企業レーティング　B

株価（14 年 6 月 2 日）　36 円　　時価総額　81 億円　（224 百万株）

PBR　1.46 倍　　ROE　5.5%　　PER　26.5 倍　　配当利回り　1.0%

（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
2008.3	9961	605	396	229	4.54	0.31
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(予)	12700	850	500	300	1.36	0.35
2016.3(予)	14000	1000	650	390	1.77	0.35
（14.3 ベース）						

総資産　14274 百万円　　純資産　5496 百万円　　自己資本比率　38.4%

BPS　24.6 円

（注）ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。2009 年 10 月に 1：2、2010 年 7 月に 1：2、2013 年 5 月に 1：4、同 10 月に 1：100 の株式分割を実施。2012 年 12 月に 1 回目、2013 年 12 月に 2 回目のライツ・オファリングを実施。

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。

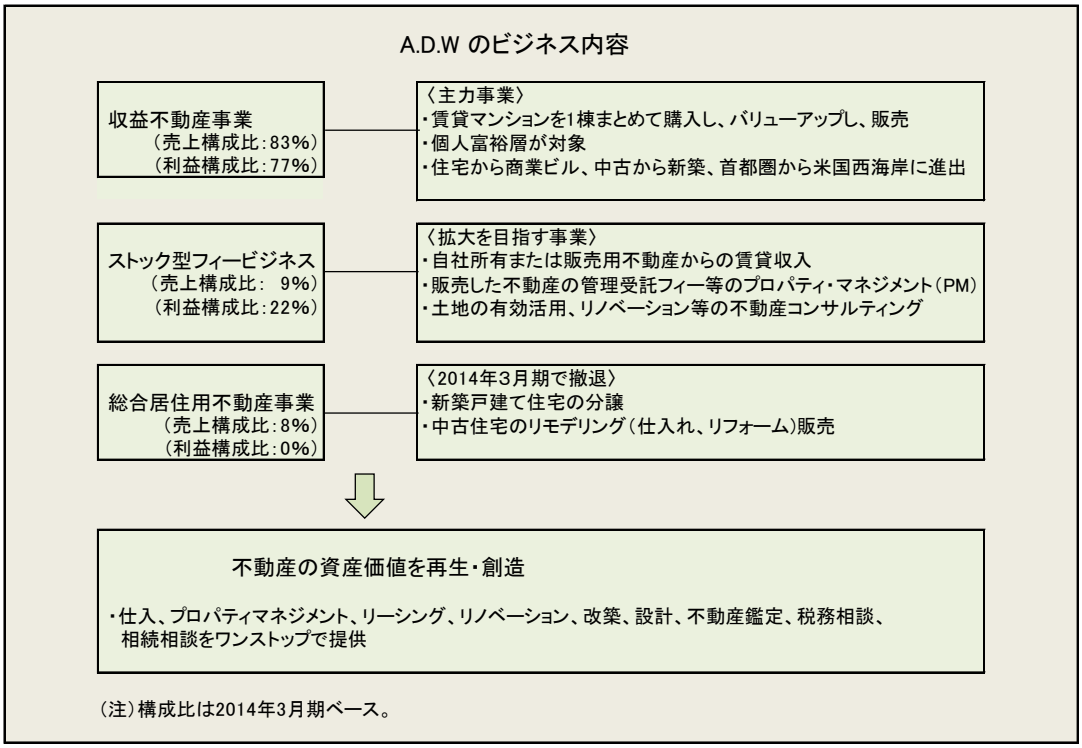
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

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、既に撤退している。

ADW グループの社員数は現在 67 名と小規模である。本体の ADW に 40 人、PM（プロパティマネジメント）の AD パートナーズに 27 人という陣容である。戦力は、今後の成長が見込める主力の 2 つの事業に投入することとした。



創業 127 年ながら、現田中社長が実質的創業者

田中秀夫社長は現在 64 歳、社長になって 18 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。

しかし、当時の西武グループの堤義明氏の方針に納得いかず、本社の企画課長の時に、会社を辞め、41 歳で独立した。セゾングループの不動産仲介ビジネスのシステム作りに携

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。

わったりしたが、自ら事業を立ち上げることにした。

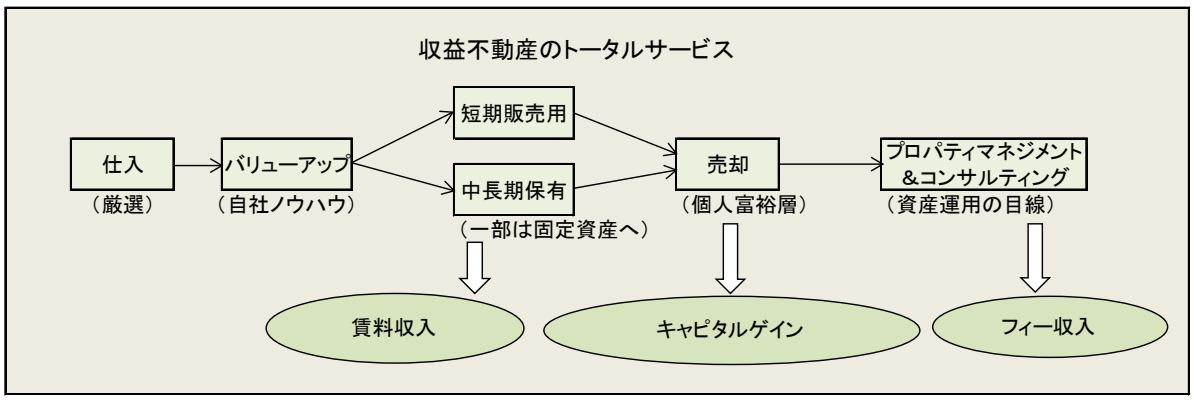
大学時代のゼミの友人が早くに亡くなり、その父親が経営していた会社が事業を止めることになった。その時相談を受けたことがきっかけで、その会社を継承して事業を一から発展させることにした。

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。

95 年当時は、バブル崩壊後の不良債権処理の時期に当たり、不動産のデューデリジェンス、鑑定、売買仲介などの仕事を手掛けていった。人材も少しずつ増やした。一般の仲介では大手に対抗できないので、競売の物件に入っていった。当時は不動産鑑定の方法として積算法が主体であったので、価値の割に価格が安いものがあった。収益還元でみると、収益性の高いものがある。ここに力を入れた。同じことを一般仲介の分野にも広げていった。そして、現在の基盤を作って行き、2007 年にジャスダック市場に上場した。



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

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。

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、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 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、その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十分投資採算は成り立つ。鍵は、月 120～130 万円の賃料が確実に入ってくるかどうかにある。

実際 2013 年 8 月に売りに出された京王井の頭線西永福駅近くの物件をみると、2.0 億円の 1 棟マンションで、利回りは 6.4%(満室想定時の表面利回り)であった。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 億円で購入して、賃料収入が 6.4%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、6.41%×0.65＝4.2%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 2 つの要素から成り立つ。1 つは 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。それをベースに不動産の管理運営を行う。もう 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。

戸建の分譲住宅からは撤退し、ＰＭ事業を強化

なお、4 年前から始めた建売分譲住宅については撤退した。年間 40～50 棟のレベル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。撤退に伴う負担はさほどないので問題はなかった。むしろ赤字が縮小する分だけ会社の収益性は向上する。

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する。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。次の環境変化に備えて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。これでストックビジネスのサポートを強化する。

PM を担当する AD パートナーズは、本体から人を移して現在は 27 人ほどで、7 人ほど外部から人材を増やしている。

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。

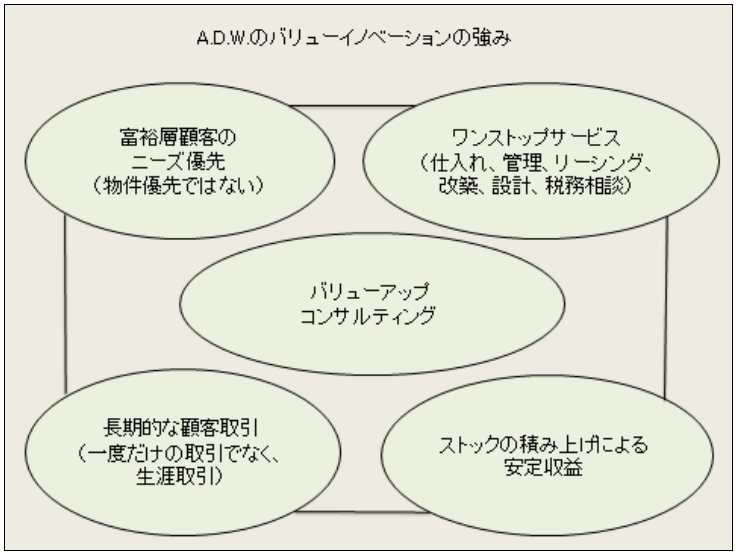
２．強み　　専業としてバリューアップを磨く

バリュー・イノベーション(価値創造)を独自に展開、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 471 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 125 億円)、トーセイ(同 8923、マンション開発・不動産流動化、同 344 億円)、レーサム(同 8890、富裕層向け収益不動産、同 588 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、入居率も 80%程度まで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、入居率を 100%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

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、明確に舵を切ってきた。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。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。取り扱わないわけでないが、流動性（換金性）を重視して選別している。

下の図表にみるように、2013 年 3 月期は 3 億円未満の収益不動産が大きく伸びた。3～5 億円のゾーンになると流動性が低くなるので、さほど力を入れなかったが、ファイナンスによって余裕が出てきたので、2014 年 3 月期はもう少し上のゾーンにも展開した。

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 ワークスへ持っていけという存在になっている。

収益不動産の販売価格帯別売上高

（百万円、%）

	2012.3		2013.3			2014.3		
		（構成比）		（構成比）	（伸び率）		（構成比）	（伸び率）
5億円以上	845	12.4	1430	19.6	69.2	2833	29.6	98.2
3～5億円	3752	55.3	1754	24.0	-53.3	2423	25.3	38.7
3億円未満	2194	32.3	4123	56.4	87.9	4327	45.2	5.0
合計	6792	100.0	7307	100.0	7.6	9585	100.0	31.2

下記の販売先別の図表では、一般法人のウエイトが高くなっているが、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。当社の場合、実態は 8～9 割が実質的に個人のオーナーであるとみてよい。

収益不動産の販売先別売上高

（百万円、%）

	2012.3		2013.3			2014.3		
		（構成比）		（構成比）	（伸び率）		（構成比）	（伸び率）
一般法人	2135	31.4	3997	54.7	87.2	5466	57.0	36.7
個人	4557	67.1	3081	42.2	-32.4	3454	36.0	12.1
不動産会社	99	1.5	229	3.1	130.7	665	6.9	188.9
合計	6792	100.0	7307	100.0	7.6	9585	100.0	31.2

ワンストップ機能の強化

バリューアップのやり方にはいろいろある。例えば、自由が丘の駅から徒歩 5 分のところに地主が建てて住んでいる 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

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。

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。建物が手直ししてあって、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直して、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、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 3000 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結構強い。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。

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。

３．中期経営計画　　新３ヵ年計画ではストック効果を優先

新中期計画を策定

2013 年 12 月に完了した 2 回目にライツ・オファリングで 22 億円のファイナンス資金を手に入れた。この活用を視野に、第 3 次中期計画の 2 年目を終わったところで、次の 3 年を見据えた第 4 次中期計画を策定し、その方向に進むことにした。第 3 次の中計は 2 年目でほぼ達成した。

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。

事業領域の拡大

今回の中期計画は、これまでと同じ路線にあり、1）事業規模の拡大と、2）収益基盤の安定化を目標とする。

事業規模の拡大では3つに重点をおく。1つ目は、収益不動産の拡大である。そのために、①地域戦略では、横浜に拠点を作り、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く。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。すでに2件に取り組んでいる。

2つ目は、1株当たり利益の拡大である。そのために、①バリューアップに一段と力を入れる。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、今後の工事に活かしていく。②中古物件にブランド戦略を持ち込む。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統一して顧客に遡及していく。

3つ目は、管理戸数の増大である。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する。

収益基盤の安定化

第 2 の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になるようにもっていく。

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ト・マーケットの創造に結びつくように展開する。

この特徴は3つある。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、

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。

安定収入を得たいというニーズもある。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月にオーナーズクラブ「torch（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。

４つの戦略を実行

中期計画の具体的な戦略遂行に当たっては、4つの戦略を立てている。その前提として、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。当社と同じようなビジネスモデルをもって事業でやっているところはないが、自社の強みをいかに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ていく。

重点戦略は4つある。1つは海外戦略で、米国西海岸で、東京で行っているビジネスモデル、ロサンゼルスを中心に行う。賃料は毎年4%上がっているので追い風である。PMまでやる日本企業はない。日本のオーナーにとってメニューとして有効である。

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、米国の西海岸で同じようなビジネスを始めていく。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、リスクが少ないからである。

日本の富裕層に安心してもらえるように、まず日本で行っている仕組みをそのまま持ち込んで実験してみる。中古の購入、バリューアップ、マネジメント(PM)の受託というパターンである。日本では3000戸弱を管理しているが、米国でも同じことを試みる。

2つ目は、PM（プロパティマネジメント）で、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。3つ目は、CRM戦略の実行体制の確立である。ワンストップオペレーションに結び付けて、クローズト・マーケットの強化に結び付ける。

4つ目は、クローズト・マーケットの創設である。オーナーズクラブ「トーチ」は現在

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。

150 名に育っている。このオーナーは 5 年に 1 回程度資産の入れ替えを考える。昨年度は 32 棟を販売している。年 30 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本当に両立するのかを実践していく。

第4次中期3カ年計画
～バリューアップの効果を蓄積して、安定収益の拡大を優先～

（百万円、%）

	2014.3期(実績)	2017.3期(計画)
売上高	11537	15120
経常利益	450	800
EBITDA	813	1170
賃料収益	296	700
収益不動産	6804	15000
短期販売用	2178	6500
中長期販売用	4626	8500
ROA	14.3	6.8
ROE	4.9	7.5

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

KPI ではストック効果に注目

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 7.5%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ば、自ずと達成できるので、今回の中期業績は固めの見通しであるとみてよい。賃料収益の拡大と安定化が第一で、ROE は徐々にアップされ、回転率は重視しないという経営を展開する方針である。

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。

商品の多様化を図る

レジテンシャル（住宅）だけでなく、コマーシャル（商業用不動産）にも領域を拡げる。今は 9 割が住宅系であるが、今後はオフィスや商業施設も対象にしていく。そして、中古物件だけでなく、新築物件にも入っていく。ただし、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。商業用不動産の AM や PM についても、人材を強化しているのでノウハウが身に付きつつある。

また、開発案件も手掛けていく。中古を探すだけでなく、新築の賃貸マンションも作っていく。こうした新築物件は当分自社で所有して、賃料収入を稼ぐ。土地はすでに購入してあったものを利用する。このようにリニューアルして売りに出すものと、しばらく保有するものに分けてマネジメントしている。

収益不動産の販売種類

（百万円、%）

	2014.3	（構成比）
1棟マンション	5027	52.4
1棟オフィス	117	1.2
1棟店舗事務所付マンション	3440	35.9
その他	1000	10.4
合計	9585	100.0

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、仲介業者にも 5 億円を超える案件でも検討すると声をかけている。

米国へ進出

米国では、5 棟、8 億円を投資した、10 億円を目途に資産を積み上げる。6 カ月程度でバリューアップをする。本年の 7 月から販売に入る予定である。ロスには物件を購入する ADW LLC と、PM を行う ADW マネジメントの 2 社が設立された。海外事業部がここを管轄している。

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。

1 件、1.5～2.5 億円のサイズからスタートする。この販売が進めば、次の仕入れに入る。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。

米国の収益不動産ビジネスは順調に立ち上げれば、収益性は良好と見込める。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出来る。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る。賃料も上がってくるので、そこで稼げるようになる。

米国の不動産は、日本とはかなり状況が異なる。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。

ブランドの強化を開始

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－ビスと、シリーズ化する。また、新規開発案件には、当社の社名であるＡＤをつける計画である。

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。

収益用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。

当社は、資金力が高まっている。これを活かして、バリュー・イノベーションを進めていく。平均保有期間を長くすれば、それだけ賃料が入る。長期で保有するものを増やしていく方針だが、投資家のニーズも強いので、このバランスを図っていくことが大事である。

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。

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。

今回のファイナンス資金を利用して、収益不動産に投資していくが、キャッシュができたので、物件を選べる余裕が出てきており、交渉力も上がっている。今後の収益不動産の購入の仕方は、1) 当社が得意とする 2～3 億円の活動性の高い物件は積極的に買っていく、2) 5 億円以上のものについては、よく吟味して購入する、3) 長期に保有する物件は案件次第ので、いいものを仕入れていく。バリューアップの究極の姿は新築への建て替えなので、案件によっては対応することもある。資金力がついてきたので、検討することができるようになってきた。

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。商品の幅を拡げていく方針だ。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くからである。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。

オーナー会の充実

オーナーズクラブのトーチは、従来のオーナー会をベースに会員組織にしたものである。規約を作り、サービスメニューも確立した。この 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。トーチクラブのトーチは松明（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。

現在は、150 人のオーナーを 5 人で担当するが、毎年 30 人前後の会員増は見込めるので、RM（リレーションシップ・マネジメント）の担当も増やしていく必要がある。トーチクラブ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。

狙いは、既存のオーナーを中心に、クライアントリレーション(CRM)を強化して、競争優位を高めることである。2014 年に当社と取引のある顧客をオーナー会として組織した。保有資産の売却に当っても、当社がオーナー会の顧客に優先的に紹介したり、顧客の紹介を受けたりする。現在は 150 人の規模であるが、将来は 1000 人規模に拡大したいと田中社長は考えている。

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。あるいは、オーナーが物件を建て替える時にも当社が全面的にサポートするという展開にも入って行こう。

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。

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。

人材の強化

今後の重点施策は、人材の育成と仲介業者とのリレーションの強化である。67 人の社員のうち 2014 年春の入社予定も入れると、11 人が新卒である。中途採用も増やし、営業力を強化する。当社の仕入れ先、販売先は仲介業者が担っているが、彼らとの人脈ネットワークはもっと拡げることができる。1 社と個ではなく、面でつながるようにして、物件情報が早く入ってきて、早く出ていくように実践する。

４．ファイナンス　　２度のライツ・オファリングに成功

2012 年１回目のファイナンス・・・ノンコミットメント型ライツ・オファリング

1）業界で２番目のライツ・オファリングに成功、新興企業で初

目的は、①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今の時価総額に対して、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。

当初は 65%の権利行使で 3 億円のファイナンスを想定したが、92.8%の権利行使で 5 億円が調達できた。ファイナンス公表直前の株価は 7400 円に対して、行使価格は 4000 円に設定した。理論価格は、(7400＋4000）÷2 ＝ 5700 円、権利価格は、5700－4000 ＝ 1700 円、というレベルが想定された。株価は 12 月 17 日に 5781 円を付け、その後 2013 年 4 月 1 日に 1：4 の株式分割を実施した。

1:4 の分割後でみると、既存株主にとっては、 11 月 16 日(スタート前)の修正株価 1216 円 に対して 2013 年 4 月 30 日 11900 円､6 月 24 日 4940 円と推移した。流動性も高まった。1 日の出来高も千株レベルが 1～5 万株へと増えた。時価総額も 10 億円 が 4 月 24 日に 120 億円まで急騰した後調整し、6 月 24 日では 53 億円となった。

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。

2）ノンコミットメント型を選んだ理由

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。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。

実際の株価は 2012 年 12 月のラインオファリング終了後、4 月の 1：4 の株式分割を好感して大幅に上昇し、その後反落した。それにしても時価総額 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。

3）5 億円のレバレッジが活きる

当社のビジネスは中古の不動産を購入した後リニューアルして、富裕層へ販売する。不動産の購入にあたって、銀行はその物件の時価の 8 割前後までしかファイナンスしてくれない。20%分の自己資本は自力で調達する必要がある。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十分できる。

株主数については、2012 年 9 月末 1501 人 に対して 2013 年 3 月末 3738 人と、大幅に増えた。そして、5 月の 1：4 の株式分割で 9000 人以上に増えている。

2013 年 2 回目のファイナンス・・・コミットメント型ライツ・オファリングを実施

1）次のファイナンスも必要であった

2014 年 3 月期は 120 億円の仕入れを計画した。資金の準備さえ整えば、物件については心配していなかった。仕入れ値はアップしているが、その分売値も上がっていく。問題は突然不況になって売れなくなった時である。しかし、2～3 億円という個人を相手にしたビジネスでは、そういう局面でも流動性は確保できる。

収益不動産を 120 億円仕入れ、2014 年 3 月期に 90 億円ほど販売して、30 億円が在庫として積み上がり、ストック型フィービジネスに貢献する。2013 年 3 月末のバランスシートでみると、120 億円仕入れると、期末の現預金は 5 億円程度に減少してしまう。最低でも 10～15 億円はエクイティ・ファイナンスをしておきたいところであった。

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。

2）20 億円を調達

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す。この資金の使途としては、販売用の収益不動産の取得原資として 14 億円、新規取得する収益不動産の改修工事など、バリューアップのための資金として、6.6 億円を利用することした。

2015 年 3 月期以降については、今回のファイナンス資金を活用して、2016 年 3 月期末までに 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る。

3）コミットメント型を採用

今回は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、今回のファイナンスの権利行使割合は 96.7%と極めて高かった。これによって、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。

バランスシートの状況

（百万円、%）

	2012.3	2013.3	2014.3
流動資産	5040	7860	12981
現預金	1600	2213	3617
販売用不動産	2942	4972	8939
仕掛販売用不動産	307	395	146
固定資産	1218	1257	1293
有形固定資産	1139	1129	1129
資産合計	6258	9117	14274
流動負債	2152	3967	3945
固定負債	1901	2253	4833
純資産	2205	2896	5496
有利子負債	3431	5006	7483
有利子負債比率	54.8	54.9	52.4
自己資本比率	34.9	31.5	38.4

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。

財務体質の強化

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%（前期末 31.5%）に高まった。一方で、レバレッジは低下している。今期はこれをどう活かしていくかがテーマである。

今回のファイナンス 20.6 億円を入れて、現在、株主資本が 54 億円、総資産が 142 億円（有利子負債 74 億円）である。バランスシートでは、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、有形固定資金で 10 億円という内訳である

５．当面の業績　　新３ヵ年計画ではストック効果を優先

市場は活況

アベノミクスの効果もあり、不動産市場は活況である。マンション分譲や仲介を事業とする企業の業績は軒並み良好である。収益不動産の市況も上がっており、利回りは低下傾向にある。その中でも、当社はしっかり利益を上げている。

当社の業績見通しの公表の仕方

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）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ふれる。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。

2013 年 3 月期の業績は大きく好転した

2013 年 3 月期は、売上高 9853 百万円（前年度比－3.0%）、営業利益 552 百万円（同＋32.9%）、経常利益 361 百万円（同＋24.4%）、当期純利益 216 百万円（同＋54.5%）と極めて好調であった。当社は経常利益を最も重要な経営指標として、経営計画の目標をたてているが、その計画目標である 350 百万円はクリアした。

収益不動産事業の販売が好調であった。中長期販売用収益不動産 1 棟の入れ替えを含む 28 棟（前年度 26 棟）を売却した。震災前に仕入れた物件の入れ替えが前期で完了していたので、採算も本来の水準に戻ってきた。

仕入活動についても順調に進み、その残高も着実に積み上がった。収益不動産残高は、前年度比＋45.3%の 5536 百万円となった。

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。

ストック型フィービジネスでは、PM(プロマネ)の管理戸数が増加し、その受託による手数料収入が増加した。また、収益不動産残高の拡充により、その保有に見合った賃料収入も増えて、収益の安定化に貢献した。

一方、総合居住用不動産事業は、新築戸建ての競争激化で販売件数が減少、中古住宅についても苦戦して、大幅な減収となり、赤字幅(セグメント利益で－92 百万円)も拡大した。全体の売上が伸び悩んだのは、この影響である。

業績予想

（百万円、%）

	2012.3		2013.3		2014.3		2015.3(予)		2016.3(予)	
売上高	10519		9853		11537		12700		14000	
粗利益	1262	12.4	1534	15.6	2132	18.5	2300	18.1	2600	18.5
販管費	846	8.3	981	10.0	1341	11.6	1450	11.4	1600	11.4
営業利益	416	4.1	552	5.6	790	6.9	850	6.7	1000	7.1
経常利益	290	2.9	361	3.7	450	3.9	500	3.9	650	4.6

(注)各項目の右辺の数値は対売上比の利益率

2014 年 3 月期の業績も極めて好調であった

2014 年 3 月期は、売上高 11537 百万円（前年度比＋17.1%)、経常利益 450 百万円（同＋24.7%)、当期純利益 270 百万円（同＋25.2%）と好調であった。

とりわけ収益不動産の残高は、期初計画の 80 億円に対して、101 億円へ積み上げることができた。前期末の 5703 百万円がこの 3 月末には 10124 百万円に拡大した。売上高の 8 割が収益不動産で売上高 9595 百万円に対してセグメント利益は 878 百万円であった。

一方、ストック型フィービジネスは、売上高 1025 百万円、セグメント利益は 252 百万円であった。セグメントの利益は、PM 事業の分社化で人材の強化を図ったため減少した。このうち賃料収入は 460 百万円、その利益は 296 百万円となった。この収入、利益をどこまで高められるかが、田中社長の第一の目標である。

主要事業の状況

（百万円、%）

	2012.3	2013.3	2014.3
収益不動産の残高			
期末残高	3810	5703	10124
期中平均残高(平残)	5169	5650	7229
賃料			
収入	380	416	460
収益(経常利益ベース)	260	285	296

市場環境の変化への対応

収益不動産のバリューアップ効果をどう見るか。まず大事なことは、出口を考える。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。

売の時に利回りを想定し、売値を決めて、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。1 年前は 6%の利回りを見ていたが、現在は 5%台がベースである。

会社側では高値買いはしない方針である。ポイントはイールドギャップで、これが 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、バリューアップがき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。

ポイントはバリューアップをどの程度見込むかである。仕入れてすぐ売れるような不動産は、新しさや立地など条件がよいもので、この実質利回りはより早く低下しやすい。一方、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、人手不足や資材費のアップが懸念される。職人不足がマーケットに出ているので、注意深くみていく必要がある。

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、いろいろ入っている。調査の件数は明らかに増えているが、調査から買い付け申し込みに行く比率が下がっている。さらに申し込んだ上で、順調に落札して購入できた比率も下がっている。

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。

キャッシュ・フローの推移

（百万円）

	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3（予）	2015.3（予）
営業キャッシュ・フロー	2701	-1357	-3137	-4500	-4500
税引後利益	-30	344	186	300	390
棚卸資産	2711	-2117	-3730	-4000	-4000
投資キャッシュ・フロー	-89	-24	-69	-100	-100
財務キャッシュ・フロー	-2244	1994	4537	4100	4050
短期借入金	-2376	1085	-282	2000	2000
長期借入金	260	440	1683	2100	2200
株式の発行	0	460	2381	0	0
現預金の期末残高	1600	2214	3551	3051	2501

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。

販売業者は手持ちの顧客を持っているので、仲介業者を集めて内覧会をやっても人の集まりはよい。仕入れ情報を増やすには、営業力のアップが必要である。当社は現在東京の本社を営業拠点としているが、横浜に営業拠点を増設した。横浜営業所は、現在 4 名で、うち 3 名が営業を担当している。前年度の実績は 10 億円程度である。

2015 年 3 月期は資産の積み上げに注力

今 2015 年 3 月期について、会社側では売上高 127 億円（前年度比＋10.1%）、経常利益 500 百万円（同＋11.0%）を計画している。販売棟数でみると、2013 年 3 月期 28 棟、2014 年 3 月期 32 棟に対して、今期も 40 棟と見込んでいる。

今期の売上げには、海外不動産の販売も入ってくる。収益不動産の積み上げで賃料収入が増えてくる。経常増益の効果はこの賃料収入による。一方で、人材の強化を図っているので、販管費も増えてくる。

資産の積み上げに注力するので、会社計画の経常利益 5 億円はそれを大きく上回ることもなく、大きく下回ることもない数字であるとみていくことが、妥当であろう。

セグメント別業績

（百万円）

	2012.3		2013.3		2014.3		2015.3（予）		2016.3（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	6830	282	7315	509	9595	878	11400	900	12500	1050
ストック型フィービジネス	819	301	869	319	1025	252	1300	450	1500	550
総合居住用不動産事業	2510	-40	1668	-92	916	5	—	—	—	—
売上高合計	10519	543	9853	736	11537	1137	12700	1350	14000	1600
全社費用		252		375		686		850		950
経常利益		290		361		450		500		650

（注）全社費用はセグメントに帰属しない一般管理費。総合居住用不動産事業は2015.3期より撤退。

６．企業評価　　収益基盤の強化が進展

フローよりもストック効果を追求

この 3 カ年計画で、次のエクイティ・ファイナンスの予定はない。株価は、ファイナンスや株式分割を含めてボラティリティが高かったが、中期計画がフローよりもストックの充実を目指す計画であると明示されたので、大分落ち着いてきた。個人富裕層にストックビジネスを展開し、安定した収益が出せるという点を評価したい。

中期計画の数値については、保守的であろう。当社の計画は必達を基本とするので、経

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。

営環境の変化を厳しく想定して、それでも達成できそうな目標と立てた。今回の中期計画も 2 年程度で達成できる公算が高いので、大いに期待できよう。

ファイナンス資金の活用に注目

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、この 3 月末では 1 万人を超えてきた。

事業拡大には自己資金が必要である。2 回目に行ったライツ・オファリングで 20 億円が調達できた。これをベースにすればレバレッジ 4.5 倍として、全体で 90 億円の資金が活用できることになる。

当社にビジネスチャンスはある。従来は拡大テンポに見合う自己資本が十分調達できなかった。上場メリットを活かし、株主にもリターンを提供するという点で、ライツ・オファリングは有効である。当社のような小規模企業がこれを実施してうまくいくかどうかという懸念はあったが、既存株主の 90%以上が応じてくれて、資金が手に入った。株価は流動性の向上策もあって、大幅に上昇した。

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 8～10%以上が確保できることが条件である。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可能性が高い。今のところ条件をクリアすることができそうなので、心配はいらない。

富裕層の攻めに入っているが、まだ規模は小さい。上場会社で当社と同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、競争が既に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）

6 月 2 日の株価（36 円）でみると、PBR 1.46 倍、ROE 5.5% 、PER 26.5 倍、配当利回り 1.0%である。ターゲットを絞った収益不動産戦略と、それに向けたライツ・オファリングによるファイナンス戦略を活かし、業績は順調に拡大しよう。アベノミクスの期待効果もあり、株価は急騰し、現在の水準でも妥当な評価を受けている。今後も中期的な業績の向上を、実績で一歩一歩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、期待できる局面を迎えている。

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。