

## 3250 エー・ディー・ワークス (ADワークス)

### ～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～

2018年2月16日

東証1部

#### ポイント

・当社は個人富裕層に1棟2～10億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。

・昨年9月に3回目のライツ・オフリングに成功した。38億円のファイナンスを活かして、2019年3月期には収益不動産残高300億円が可能となろう。今回のライツ・オフリングは画期的であった。既存の株主が不利にならないように、ディスカウントによるオフリングはやらなかった。ディスカウントがなければ、ファイナンスに応じる投資家が減って上手くいかないのではないかと、という見方を打破した。

・38億円のファイナンスの資金使途は、コア事業に36億円(米国5:国内長期4:国内中短期1)、不動産テックに2億円を投入する。米国ロサンゼルス収益不動産事業は成長期に入り、売上全体の3割へ急ピッチで拡大している。当社独自のブルーオーシャン戦略が功を奏しており、事業ポートフォリオの多様化に大きく貢献している。

・現在「みんなの投資 online」にのせる小口化商品の準備を進めている。2018年中にはオンラインでの販売が開始されよう。2016年10月に不動産テックの新事業に参入し、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。

・国内の収益不動産の拡大において、長期保有のウェ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。2019年3月期は、収益不動産の積み上げによる期末残高300億円、経常利益10億円をめざす。ファイナンスに成功したので、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高まってこよう。当社の株主は2.0万人と多い。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. ファイナンス 3回目のライツ・オフアリングによる資金調達に成功
5. 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
6. 企業評価 収益基盤の強化が進展、株主クラブを創設

## 企業レーティング B

株価 (18年2月16日) 42円 時価総額 136億円 (323.9百万株)  
PBR 1.31倍 ROE 5.7% PER 23.1倍 配当利回り 4.8%

(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
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	18969	1040	748	540	2.51	0.55
2018.3(予)	23000	1300	900	580	1.82	2.00
2019.3(予)	26000	1400	1000	660	2.08	0.55

(17.12ベース)

総資産 29937百万円 純資産 10226百万円 自己資本比率 34.1%

BPS 32.16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、2017年9月にライツ・オフアリングを実施。2018年3月期は、ライツ・オフアリングの感謝配当1.65円を中間配として実施。

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。

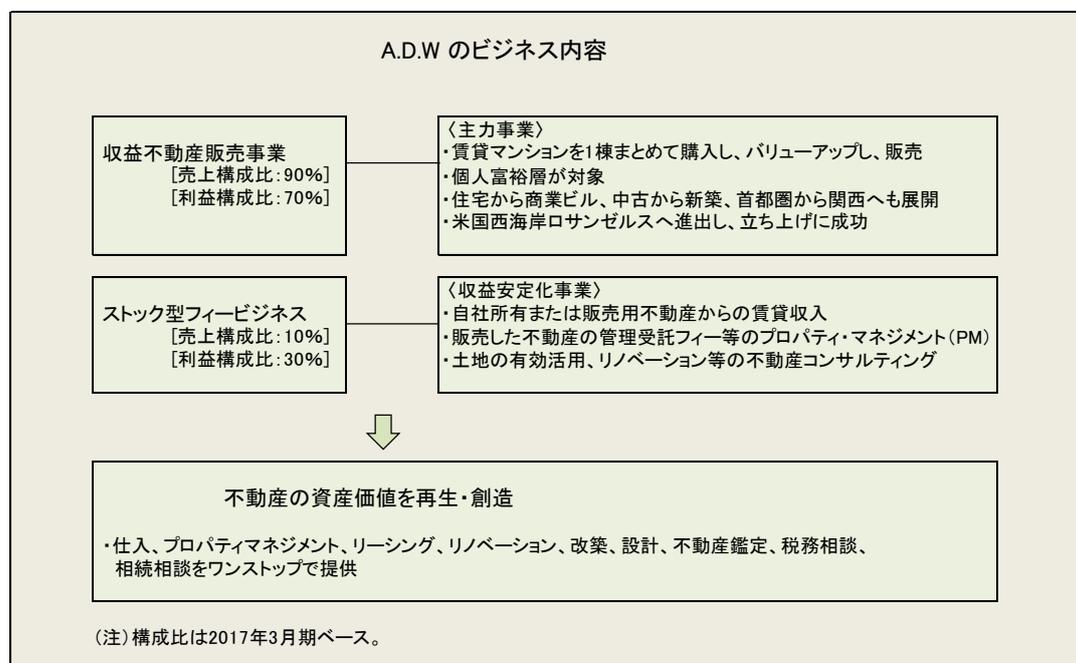
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 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販売事業と、②収益不動産の所有期間に見合っ入る賃料収入や、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。

ADW グループの社員数は148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101人、PM(プロパティマネジメント)のADパートナーズ等に27人、ADデザインビルドに3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。



### 創業130年を迎える～現業態では田中社長が実質的創業者

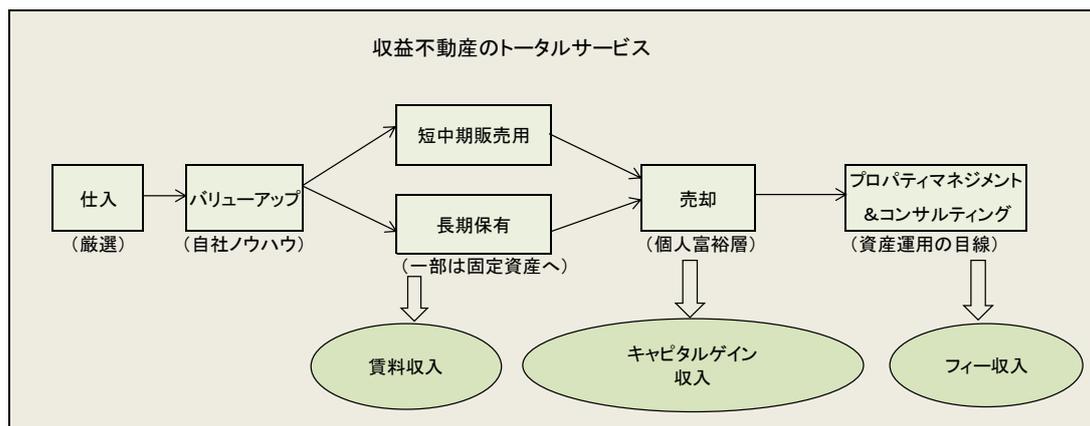
田中秀夫社長は現在67歳、社長になって21年目である。大学(慶応)を出て、西武不動産に入った。ここで、不動産事業について経験を積んだ。不動産鑑定士の資格を取って鑑定の目を養い、不動産仲介に関わる業界のルール作りでも力を発揮した。

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

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購入する。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（NOI利回り=キャップレート、Net Operating Income Yield）となる。通常は35%程度がオペレーション費用なので、 $5.5\% \times 0.65 = 3.6\%$ 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

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。

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。

### 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デザインビルド(旧ADエステートを2017年4月に社名変更)は、従来、建売分譲や戸建て住宅のアフターサービスに関わっていたが、収益不動産用のリノベーション業務のなかで、建物の修繕工事などの建設業務を内製化して、顧客サービスの向上と付加価値の向上をめざす。そのために特定建設業の免許(4000万円以上の工事を受注して下請けを使う場合)も取得した。

また、子会社の旧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進出した。②物件戦略では、住宅中心からオフィスや商業施設にも広げている。もう1つの物件戦略として、③中古物件だけでなく、新築の開発も開始した。

利益の拡大では、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、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レジデンス、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~監査等委員会設置会社へ移行

2016年6月に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、

---

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。

社外取締役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。

そこで、従来の社外監査役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いる。最新版では、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。

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130億円と小さい。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13%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स्पライン(説明)を明確に行っている。

2017年6月の株主総会で、監査法人をトーマツから新日本に変更した。会計監査上の問題があったわけではない。事業領域の拡大を視野に入れつつ、公認会計士の専門性、独立性、適切性を考慮したことによる。

### 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。

2017年3月期の取締役に対する株式報酬の交付実績は、全報酬のうち自社株式の割合が26.8%と比較的高いものとなっており、長期的な業績連動のウエイト向上という点で望ましい。

---

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。

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。このタイプのもは日本初であった。ライツ・オフリングにしても、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よう。

### 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に働こう。

### 若手社員に対して自社株報酬制度を導入～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した。初年度は年収の 1 割相当、10 年目には 2 割相当を占める。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 専門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国内に 1 兆円程度ある。その中で、当社のシェアは 1%にも満た

---

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。

ない。また、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。

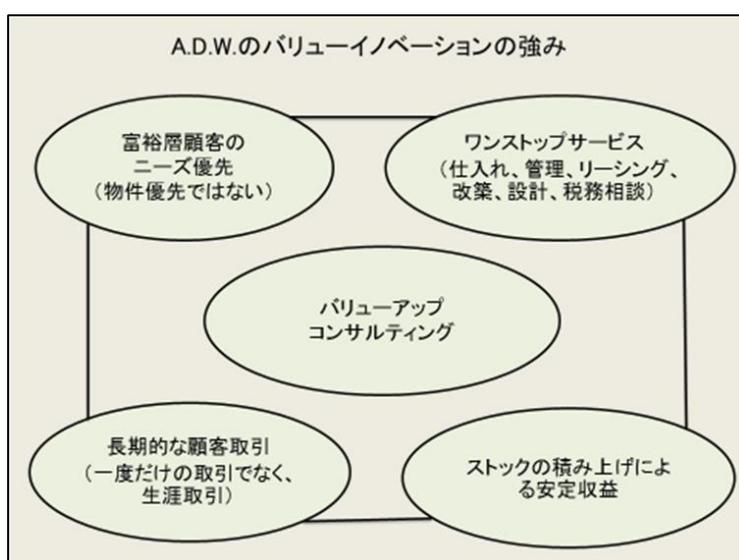
類似会社では、サンフロンティア不動産(コード8934、不動産再生、時価総額567億円)やスター・マイカ(同3230、中古区分所有マンション運営、同341億円)、トーセイ(同8923、マンション開発・不動産流動化、同635億円)、レーサム(同8890、富裕層向け収益不動産、同672億円)などがあるが、ビジネスモデルはそれぞれ異なっている。

バリューチェーンとしては、1) リフォームして5~8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、5) 建物の修繕やリフォームも自社でできるようにする、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、銀行借入れなど外部ファイナンスに頼る必要がある。国内物件価格の80~90%は銀行からの担保融資が受けられるが、10~20%分は自己資金が必要である。

収益不動産事業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。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2~10億円である。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を増やしていく方向にある。



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。

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ェイトも高いが、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)		2017.3 (構成比)	
10億円以上	0		0		0		0		1325	9.4	2333	13.1
5~10億円	845	12.4	1430	19.6	2833	29.6	3997	42.6	5588	39.5	5614	31.6
3~5億円	3752	55.3	1754	24.0	2423	25.3	2592	27.6	3256	23.0	5597	31.5
3億円未満	2194	32.3	4123	56.4	4327	45.2	2797	29.8	3964	28.0	4214	23.7
合計	6792	100.0	7307	100.0	9585	100.0	9385	100.0	14132	100.0	17758	100.0

#### 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いし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4500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方針である。その場合は長期の10年ローンなどを組む。

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	2017.3
国内	10億円以上	0	0	1	2
	5～10億円	4	6	9	9
	3～5億円	7	7	9	15
	3億円未満	21	14	17	16
	小計	32	27	36	42
海外	5～10億円		0	0	1
	3～5億円		0	0	2
	3億円未満		2	4	5
	小計	—	2	4	8
合計		32	29	40	50

(注)海外ビジネス(米国ロサンゼルス)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、2億円から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、5億円の物件が保有できるところまで水準を上げている。

新築も手掛けるが、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。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)								
	2015.3			2016.3			2017.3		
	金額	(構成比)	棟数	金額	(構成比)	棟数	金額	(構成比)	棟数
居住用 1棟マンション	6799	72.4	23	12460	88.2	37	13573	76.4	40
事業用 1棟事務所商業ビル	2586	27.6	6	1672	11.8	3	4185	23.6	10
合計	9385	100.0	29	14132	100.0	40	17758	100.0	50

### 商品の多様化

レジデンシャル(住宅)だけでなく、オフィスやコマーシャル(商業用)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。いいものがあつ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、新築物件も手掛ける。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おり、展開力は高まっている。

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。

## 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 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 月期に 4 棟販売、2017 年 3 月期は 8 棟とペースが上がった。

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、収益源に育った。

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ただがっていく。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。

## 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

---

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。

#### 当社のビジネスモデルとROEの関係

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{ROA} \times \text{財務レバレッジ} \\ &= \text{収益不動産販売の利益率} \times \text{資本回転率} \times \text{財務レバレッジ} \\ &= (\text{キャピタルゲイン} + \text{インカムゲイン}) \times \text{資本回転率} \times \text{財務レバレッジ} \end{aligned}$$

- \* 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

### 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～国内市場に制約要因

国内の不動産市況は高止まり状況にあるが、一時よりは落ち着いてきた。低い利回り覚悟で投資するような強気派が減って、落ち着きが出ている。当社にとっても、昨年前半までよりは仕入れがしやすくなったとマネジメントはみている。

一方で、値引きしなくても売れるという状況にあるので、販売に支障はない。課題は仕入れのピッチが計画通りにいくかという点にある。

最近の不動産市況は明らかに変化している。不動産の表面利回りから国債の利回りを引いたスプレッドでみると、2017年3月期の下期は6.34%まで下がっていたものが、2018年3月期の上期は6.41%へとやや上がった。これは、不動産価格が下がって利回りがアップしたことを示す。

マーケットにおける成約と在庫の関係をみると、業界全体では成約が鈍って、在庫が増えてくる。つまり、売りたい価格で売れずに、在庫が積み上がり始めた。昨年の秋がターニングポイントであったと、田中社長はみている。

金融機関によっては、収益不動産にローンをつけないケースも出ている。ここから需給を反映して価格が下がってくれば、当社には仕入れのチャンスが出てくる。一方で、仕入れた後バリューアップして売れないとなると、これは負担になる。今のところ当社が所有している物件内容は良好なので、特に問題はない。

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。

収益不動産の利回りは、市中金利、融資姿勢、物件数、需要、株式市況、税制などの影響を受ける。田中社長は、国債利回りと収益不動産の表面利回りに最も注目している。

国内富裕層への銀行の融資姿勢は少しずつ厳しくなっている。当社としては、流動性の高い小型物件を中心に展開していく。

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。仕入れて、バリューアップし、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。

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。キャップレートで、3~4% 取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。米国ロサンゼルス収益不動産が成功に結びついたので、米国ビジネスを加速させ、そのウエイトが高まってきている。

## 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、当社で購入し、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。収益不動産

---

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。

の自社開発（新築）や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) 企業としてケイバビリティ（組織能力）の再構築に力を入れている。

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の効果で上がってくる。ここのバランスをとっていく。

新しい事業の開発では、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に加えて、3) 2017年6月の総会ではインターネットによる不動産仲介など、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。

ケイバ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
- ・賃貸保証サービスへの参入

##### 3. 規模拡大に耐えるケイバビリティの再構築

- ・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、2017年3月期203億円まで拡大した。これを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129億円、米国51億円と、この2つに力を入れ

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。

ていく。

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 (実績)	2018.3期 (計画)	2019.3期 (計画)
売上高	15733	18969	20000	18000
EBITDA	926	1216	1400	1600
経常利益	650	748	900	1000
純利益	426	540	580	660
ROE	7.3	8.5	-	7.4
<b>ガイダンス</b>				
収益不動産(期末残)	14551	20318	25002	30000
国内短中期保有(平残)	9116	9381	10557	12000
国内長期保有(平残)	2872	6185	8544	10500
米国(平残)	1773	2680	3558	5000
賃料収入(EBITDAベース)	559	746	793	1246
収益不動産ROA	11.6	11.5	9.8	6.9

(注)2019.3期は3カ年計画の当初計画

### オフィスビルの新築～「AD-0 渋谷道玄坂」はフラッグシップ

当社初の自社オフィスビル「AD-0 渋谷道玄坂」が昨年9月に竣工した。隈研吾氏のデザインによるユニークなビルで、すぐに入居企業も決まった。地上11階、地下1階、延床面積1932㎡(584坪)である。

当社の130周年記念事業として、オフィスビルを新築した。2013年9月に取得した古いビルを解体して、全く新しいビルを建てた。11月にはテナントが全て決まった。3階から9階まで1フロア1社である。賃料は坪3万円台で、採算は十分とれる。AD-0は、土地に10億円、建物に10億円の投資を行っている。長期で保有する予定で、NOI利回り(キャップレート)は3~4%を確保できよう。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。

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きたが、今回、オフィスビルについて自社開発を行った。渋谷区道玄坂で、日本を代表する隈研吾氏のデザインを取り入れて、IT系のベンチャー企業をイメージした。今後、AD-0の

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階を活用して、スタートアップ間もない不動産テック企業とのコラボも検討していく予定している。

### 不動産テックサポートオフィスを開設予定

AD-0の2階フロアを、「不動産テックサポートオフィス」として運用する予定だ。スタートアップ間もない不動産テック企業を公募して、審査のうえ、このスペースを通常賃料の7分の1に相当する坪4000円で提供する。IT環境、ファシリティなども含めて成長を支援する。今年3月までに利用事業者を決める方針である。

この目的は、1) 有望な不動産テックビジネスの成長を加速させる、2) 当社グループとのコラボレーション(協業)の可能性を探る、3) AD-0のコンセプトを象徴的に発信して、ブランド力を高めたい、という点にある。新しい試みとして注目できよう。

### 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、これを将来は1:1の方向にもっていく。

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カ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と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、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。

---

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。

### 管理資産残高の拡大が重要

ADパートナーズはPMを手掛けているが、その管理資産残高は11月末で4528戸、想定資産額（売却時）は800億円前後である。これを1000億円、2000億円へと増やしていくのが、当社ビジネスに対する最大のKPIであると田中社長は強調する。

つまり、オーナーの収益不動産を預かって管理していく。そこには修理やリフォームを伴う。また、いずれ売買が発生してくる。よって、当社の顧客基盤であるという認識である。

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。

### 個人富裕層のクローズド・マーケットを拡大

当社が顧客とする富裕層は、野村総合研究所の調査でいう超富裕層（金融資産5億円以上）、富裕層（同1～5億円）、準富裕層及びアッパーマス層（同0.3～1億円、当社は「ハイエンド個人投資家層」と定義）のうち、これまで富裕層を主力としてきたが、今後は不動産テックの活用も含めて、ハイエンド個人投資家層にまで広げていく方針である。この3クラスの富裕層は毎年着実に増えている。

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。

---

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。

## 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。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200名の会員オーナーは、5年に1回程度資産の入れ替えを考える。年間に50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。Royaltorchの会員は年20%のペースで増えていくことになろう。

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いなくなった時に、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お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177人、1人の受託資産を5億円として900億円、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。

## 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ていく。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

---

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。

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～大阪営業所が順調

地域戦略では、大阪に展開しているが、成果は予想を上回っている。競合が少なく良い物件情報が入っている。大阪営業所は2016年9月にスタートして、2017年3月末で2棟を販売、4棟を仕入れた。立ち上げは良好であった。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、2016年3月115人、2017年3月136人に対して、12月末は148名となっている。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40～50人の増員を図ったので、逐次営業力、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。新卒も每期5～10人を目処に採用している。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ようになる。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。

### 米国事業の加速～ブルーオーシャンビジネスとして独自性を発揮

ロサンゼルスでのビジネスは好調である。不動産価格の上昇ピッチは上がっている。利回りは低下しているが、仕入れ、販売ともうまくいっている。

国内で40～50棟ほど販売する計画に対して、米国は15～20棟を販売できるまでになっている。一気に第2の収益源に育ってきた。

---

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。

これまで米国での販売累計は30棟に到ったが、顧客にとって当初予定通りの利回りがほぼ確保されている。実績も十分なので、顧客が物件を待っている状況にある。

米国ロサンゼルス収益不動産事業は2013年に着手して5年、2017年3月期は2527百万円を売り上げて、全社売上の13.3%を占めた。米国ロスのビジネスは、2015年3月期の販売2棟、2016年3月期4棟、2017年3月期8棟と伸びてきた。2018年3月期は16棟が見込め、売上比率も20%を超えてこよう。

ロスのマーケットは2兆円市場と膨大なもので、当面ロス以外の地域に広げる予定はない。ここで事業を拡大し、30棟、50棟へと伸ばしていく。全社売上に占める米国の比率は30%を目標とするが、将来は50%に上げてよいとみている。米国で年20棟を仕入れることは十分できよう。

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、各々の分野での専門業者が整っており、日本に比べて人件費も含めてコストが安い。

また、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。

米国での収益不動産事業は順調に立ち上がった。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、銀行の対応が進んでいる。

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、当面、国内対海外の売上比率を2:1にしようとしている。

#### 米国収益不動産の推移

(年度)	(百万円、棟数)					
	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3(予)
仕入高	0	816	623	1458	2289	4000
販売高	0	21	398	985	2227	4000
仕入棟数	0	5	3	7	12	20
販売棟数	0	0	2	4	8	16

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。

## 米国の資金枠を拡大

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。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。

米国での収益不動産の積み上げは、国内よりもレバレッジが効きにくい。また、米国の金利は日本よりも高い。日本の低金利のファイナンスも活用しているが、それでも全体としては高くなる。つまり、自己資本をより必要とするので、国内に比べて ROE は低下する。低下させないためには、回転率を上げる必要があるが、一定の利回りを確保するには、バリューアップのための保有期間も必要なので、そのバランスが求められる。

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。

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。

### 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タイス

## 新規事業の立ち上げ

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ねらいである。新規事業の立ち上げではアセットを使

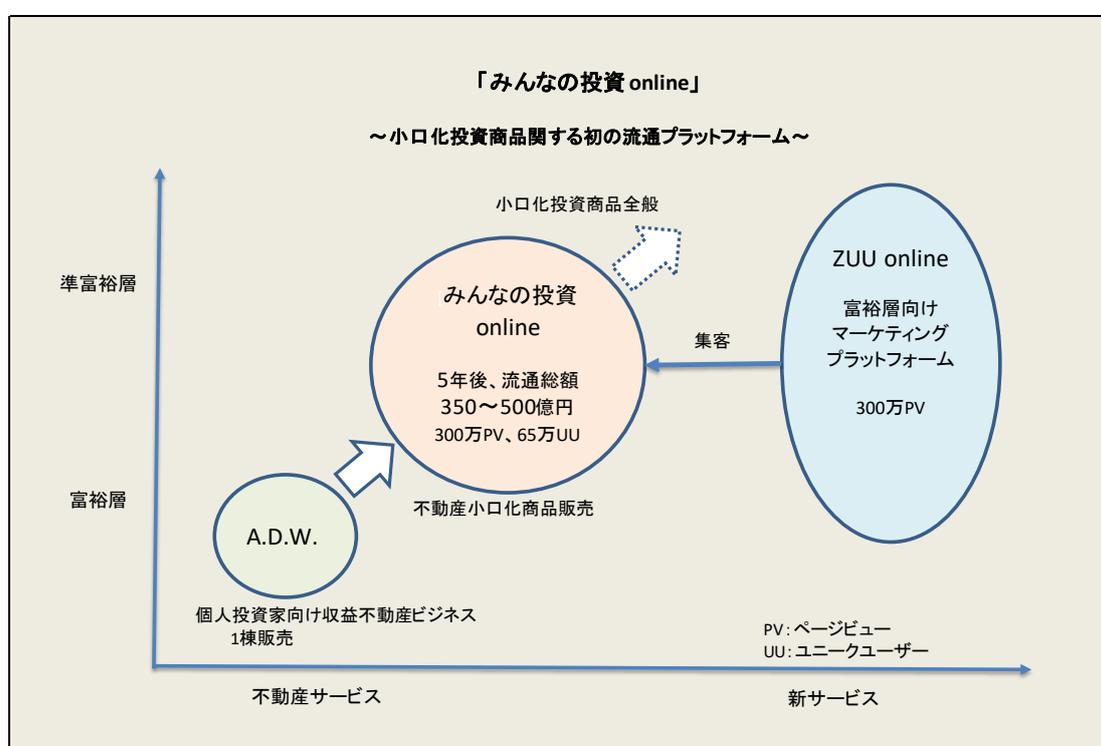
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

わなくても利益が稼げるような仕組みを目指している。

賃貸保証サービスがスタートした。家賃の滞納を保証するサービスを、これまでは外部にアウトソーシングしていたが、当社で代行することを始めた。オーナーのニーズに合わせた周辺ビジネスの拡大である。

AD-0 渋谷道玄坂は、隈研吾氏のデザインを活かし、IT企業向けオフィスビルというイメージで、新ビジネスを展開する。

2017年3月末に、ADデザインビルドを設立した。特定建設免許を取得して、ビルの修理、改装に直接参入する。これまではオーナーから要請があると、工事業者を紹介していたが、これも自社でできるようにした。



### 不動産テック「みんなの投資 online」～業界初の分野、小口化投資商品を開始予定

不動産の小口化商品については、2019年3月期から商品化されて販売されよう。1棟売りか、小口化して売るか、という違いはあるが、小口化して販売すると、新しいマーケットが広がる。顧客の囲い込みによって、次のビジネス展開も見込める。一定の売上規模を占めるように早目に立ち上がってこよう。

子会社スマートマネー・インベストメントが手掛ける不動産テックのプラットフォーム「みんなの投資 online」では、金融資産1億円以下の層を(30百万円～1億円)を狙っていく考えである。

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。

現在、「みんなの投資 online」にのせる小口化商品の準備を進めている。10億円の不動産を1棟販売するのもよいが、500～1000万円に小口化して、200～100人に販売すると、全く違うマーケットが形成できる。個人の投資家にとっては当社のような信用できる会社が商品を提供し、3.5～4.0%のリターンが得られる不動産商品は魅力的であろう。

2016年10月に不動産テックビジネスに参入した。スマートマネーインベストメント(SMI)を設立し、2016年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た。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(富田和成社長)と連携し、そこが運営する「ZUU online」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。

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、小口不動産投資商品の準備に入っている。現在、不動産特定共同事業法の下で、101社が認可を受けており、そのうち14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。

2017年11月に本格稼働して以降、PV(ページビュー)、UU(ユニークユーザー)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、近々具体的な物件をのせて、ビジネスをスタートさせる。不動産の小口不動産投資商品づくりとその販売が具体的にスタートしよう。

### 長期的な目標～業績の安定化に向けて、保有の長期化を工夫

長期的な会社の目標としては、社員200人(12月末現在148人)、純資産250億円(同102億円)、時価総額300～400億円(同136億円)を目指している。

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、家賃収入がしっかり稼げるという点で安定感はある。

#### 長期的に目指す企業規模

	2017年3月末	2017年12月末	規模感としてのガイダンス
純資産（億円）	64	102	250
社員数（人）	136	148	200
時価総額（億円）	90	136	350～400

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ことかという点で、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ェ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。

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。

#### 4. ファイナンス 3回目のライツ・オフリングによる資金調達に成功

##### 3回目の画期的なライツ・オフリングに成功

ADWのライツ・オフリングの1回目（2013年3月期）は5億円のファイナンスで、収益不動産の残高を50億円へ拡大した。2回目（2014年3月期）は22億円のファイナンスで、残高を100億円へ増やした。今回の3回目（2018年3月期）は38億円のファイナンスに成功し、残高300億円が可能となろう。

今回のライツ・オフリングは画期的であった。既存の株主が不利にならないように、ディスカウントによるオフリングはやらなかった。公開前日の株価をそのまま権利行使価額とした。ディスカウントをすると、論理的に平均株価は下がるので、株価が下がることを見越して、売りが出る。これによって、株価がさらに下がるという弊害があるので、これを避けた。一方で、ディスカウントがなければ、ファイナンスに応じる投資家が減って上手く

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。

いかないのではないかと、という見方も有力であった。それを打破した。

ライツ・オフリングは、エクイティファイナンスである。当然、その資金を使ってどんな価値創造を行うか、というストーリーのよさと実現の蓋然性(確からしさ)が問われる。その本道を避けて、ライツ・オフリングはディープディスカウントにすれば、安易に資金が集められるという風潮もあった。これに正論をぶつけたのである。

ライツ・オフリングの結果

(億円、%)

	時期	タイプ	調達金額	権利行使比率
第1回	2012.10 公表	ノンコミットメント型	5	92.8
第2回	2013.10 公表	コミットメント型	22	100
第3回	2017.4 公表	ノンコミットメント・ ノンディスカウント型	38	44.7

権利行使が45%であった。時価総額87億円(ファイナンス公表時)の企業が、38億円という金額を集める公募増資は通常ありえない。公募の上限は時価の20%以内というのが一般的な見方である。

当然株数が増えるので、目先のEPSが減少する。そこで、ファイナンス資金を活用していかにビジネスを拡大し、収益性を高めるかが問われる。経常利益を20億円以上に伸ばすことができれば、何ら問題はない。

### ライツ・オフリング～業界で2番目、新興企業で初

当社は新しいファイナンスに取り組んできた。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。

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。

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・オフアリングは、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。

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。

### 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・オフアリング

2013年12月に、ライツ・オフアリングの第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・オフアリングは、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・オフアリングの内容は、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%の株式を所有していたが、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100%であった。これによって、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。

### ライツ・オフアリング（新株予約権付無償割当増資）～株主平等を重視

2017年4月にノンコミットメント型のライツ・オフアリングの実施を公表した。中長期の成長資金の調達を目的としたファイナンスである。

---

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。

ライツ・オフアリングとは、新株予約権という権利(ライツ)を株主に無償割当で提供(オフアリング)し、その権利行使(行使価額)で払い込まれる資金でお金を集める手法である。この新株予約権は東証に上場され、自由に売買されるので、権利を割り当てられた株主は、権利を行使してお金を払い込みたいと思わなければ、その権利を市場で売却できる。

つまり、会社は今後の成長のための元手となる資金を、株主に平等に出してくれとお願いする。その成長投資で株主が中長期的に儲かると思えば、追加の投資に応じることになる。それが納得できなかつたり、自分の資金の都合が合わなかつたりする場合は、自分に割り当てられた権利は使わずに、市場で誰か別の人に売って、キャッシュ化することもできる。

儲けの機会を手離すのだから、一定の金額で売れる公算はある。新株予約権に値段がついて、売買できることになる。市場なので、売りたい人と買いたい人の折り合いがつかなければ、売買としての価格は成立しない。人気があれば高くなり、人気があれば安くなる。安ければ売ることよりも、権利を行使して、もう1株手にいれた方がよいかもしい。

ライツ・オフアリングは、既存の株主に平等に投資の機会を提供する。誰か他の投資家が入ってきて、自分の持分が減ってしまうということにはならない。例えば、時価発行増資で、株式が30%増えたら、翌期の一株当たり利益は単純にみれば23%減ってしまう。それだけ既存株主の持分が減少する。ひいては、EPSが減るのだから、PER(株価収益率)が同じとすれば株は下がり、BPS(一株当たり純資産)も同じとすれば、ROEも下がってしまう。

そうならないためには、このファイナンスによってEPSが短期的には減ったとしても、投資が活きてくるにつれて、将来のEPSが大きく増えてくることが期待される。EPSの拡大、つまり利益成長が見込まれるなら、EPSの増加とともにPERも切り上がってくる。当然、ROEも高まってくる。PBR=ROE×PERであるから、PBR(株価純資産倍率)も上がってこよう。

ROEを上げるには、売上高利益率を高め、資産の回転率を上げる必要がある。PERを上げるには、EPSの成長率を高める必要がある。成長機会を実現させることがカギとなる。PBRは、BPSが簿価上の純資産であるから、今回の投資によって、新しいBM(ビジネスモデル)の無形資産(人的資産、知的資産、組織資産など)がどれだけ高まっていくかを示す。

### ノンコミットメント型～権利行使は株主次第

今回のライツ・オフアリングは、ノンコミットメント型で、しかも行使価格ノンディスカウント型であった。ノンコミットメントというのは、権利行使が確実に約束されないことを意味する。逆に、コミットメント型というのは、権利行使が確実にコミット(約束)されたタイプで、もし権利行使がなされなければ、最後は引受証券会社がそれを実行する。つまり、行使がすべて確実に実行されるので、資金調達が目途がたちやすい。

一方で、引受証券会社は引受リスクを下げたいので、ディスカウント比率を大きくする。また、ディスカウントされた行使価格をベースに特定の投資家に大量に売却されるのであれば、大株主の変化にも結びつく。ノンコミットメント型は、引受をコミット(約束)しな

---

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。

いので、権利行使がなされない可能性があり、目的とするファイナンス額に届かないことがある。一方で、ディスカウント率が少なくて済むというメリットがある。

### 権利行使ノンディスカウント型～株価下落の可能性を排除

今回のファイナンスは、行使価格ノンディスカウント型なので、株価に対して、行使価格のディスカウントをしない。ここが全く新しい。新株予約権の市場価格の理論値は、〈普通株式の時価－新株予約権の行使価額〉であるから、ディスカウントによる株価下落の可能性は排除されることになる。

一方で、株価が行使価額以下で推移すると、権利行使が進まず想定した資金調達ができないことになる。それでもADWはあるべき姿を求めて、株主、投資家にファイナンスを求めていくことにした。

### 権利行使価額は39円

2017年6月29日の株主総会で承認を得て、7月12日の株主に対して1:1の割合で新株予約権を無償割当した。4月25日の取締役会で今回のファイナンスを決議したが、その前日の株価39円が行使価額であった。但し、株主総会の前日の株価が39円より下がった場合は、その前日の株価を行使価額としていたが、その必要はなかった。

総会では39円の行使価額が決まった。新株予約権の総数は約223百万個である。39円×223百万個＝約87億円に相当する。権利行使の期間は7月13日～9月12日の2カ月間であった。

この期間でどのくらいの権利行使比率となるか。100%なら発行費用(1.6億円)を差し引いて、85億円の調達となる。50%なら発行費用(1.2億円)を差し引いて、42億円の調達となる。もし、株価が39円より下の水準で推移するならば、権利行使は0%となって、資金調達もゼロとなる。結果は45%の行使比率、38億円の調達であった。

### ファイナンス資金の活用～投資対象を事前に明示

今回のファイナンスの目的は2つあった。1つは、収益不動産残高の戦略的拡充で、コア事業の基盤を強化する。もう1つは、不動産テック関連への投資を推進し、不動産特定共同事業法を活用した新しい不動産流通マーケットのプラットフォームを創っていく。

事前に想定した行使比率50%のケースでは、42億円のファイナンスのうち、40億円を収益不動産の残高拡充へ、2億円を不動産テックに使う。40億円の自己資金が用意できると、79億円の銀行借入が可能となる。合計で119億円の新規不動産取得が見込める。この収益不動産をバリューアップして、その売却益を逐次実現していく。2年で1回転とすると、年間60億円の売却で、そこでの利益(税引ベース)も1.0～2.0億円が想定できる。全体でROEは7～10%となるので、投資家の期待に応えることができる。

---

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。

## 権利行使比率がどうなるかが焦点であった

今回のファイナンスでは、どのくらいの権利行使比率になるかが最も注目された。1回目は92.8%、2回目は100%であったが、今回はファイナンスの公平性、平等性を考慮して、ノンコミットメント型、日本初の行使価額ノンディスカウント型を選択した。最大の大株主である田中社長（持株比率19.7%）は手持ち資金から数千万円分は権利行使を行うが、それは全行使可能額の一部にすぎない。持株比率は下がってよいという考え方を示した。

会社サイドとしては、1) 日本企業として先行し、収益性の高い米国収益不動産ビジネスの拡大、2) フローの回転よりもストックを重視した収益不動産残高の積み上げを重視している。これによって、収益の安定化が進むので、事業基盤は強化される。

また、不動産テックでは、不動産関連の小口化投資商品の流通プラットフォームを本格稼働させる。子会社スマートマネー・インベストメントを軸に地位の確立を目指している。

## 感謝配当の配当利回りが支え

2017年3月末の株主は1.2万人強であった。100株で3900円、1000株で3.9万円、1万株で39万円の払い込みとなる。1万株以下の株主数が全体の8割を占めた。多くの少数株主にとって、投資可能な金額の範囲ではあったろう。前2017年3月期の配当は年間0.55円である。1000株として550円、3.9万円に対しては1.4%の配当利回りである。

これに対して、2017年9月末の中間配当で、1.65円の感謝配当を行うと事前に表明した。株主として3回のライツ・オフリングに協力し、会社を応援してくれたことに対する株主還元である。それを感謝配当と名付けた。いわゆる株主優待ではなく、全株主に対する平等の株主還元である。1.65円は権利行使価額39円に対して4.2%の配当利回りに相当する。この配当利回りは高いので、権利行使する価値はあった。

## 投資家はどう動いたか～株主は大幅に増加

株主は、3月末の株主1.2万人が9月末に1.8万人に増えた。増えた6000人は概ね新規の株主であろう。既存株主のうちどのくらいが権利行使を行ったか、6割近くは全部行使か一部行使を行ったようである。1.8万人の株主のうち、3分の1が新規、3分の2が既存株主である。

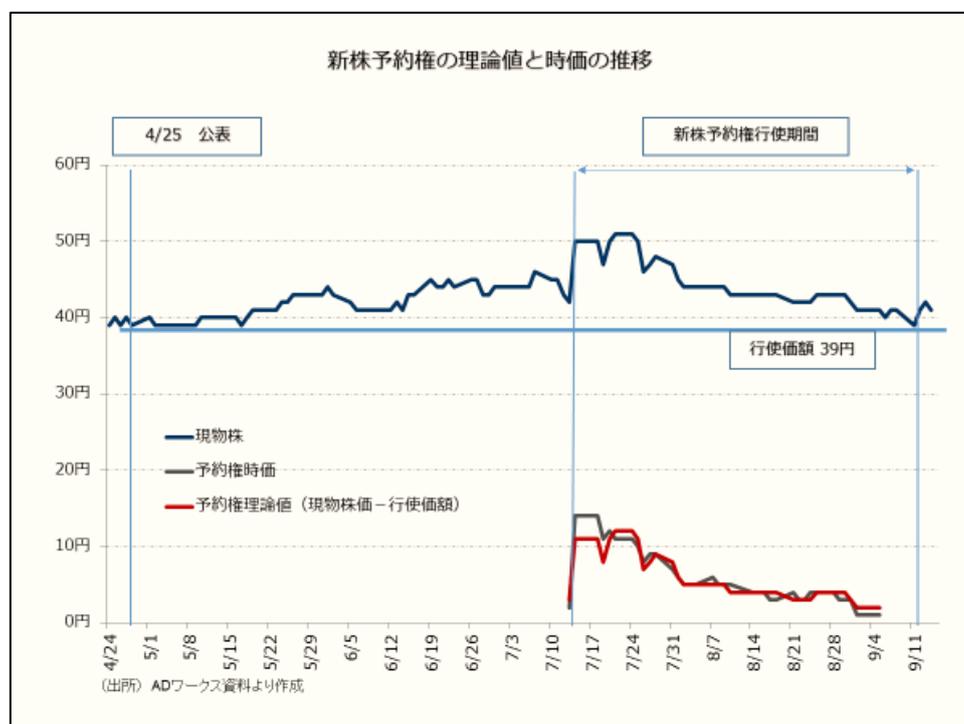
では、現株ではなく、ライツ（新株予約権）を買って、それを権利行使して株式に変えた人はどのくらいいたのか。これははっきりしないが、ライツの価額は権利行使期間（7/13～9/12）の間に1円～14円（終値ベース）で動いた。この時の現株は39円～51円で動いたので、現株よりも割高に買った人で、ライツの権利行使をした投資家もいたとみられる。

理論値は、株価＝39円＋予約権価額 となるはずであるが、それが一致していない取引日も多い。現物株と予約権価額の間には絶えずアービトラージ（裁定）が働く。例えば1円で購入し、権利行使した人は39円を支払ったので、現株を40円で購入したことになる。

---

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。

出来高は現株よりもライツの方が多いい日も多かった。1～14円で投資できる株はほとんどないから、トレーディングに興味にある投資家にとっては、投資妙味があったともいえよう。



### ファイナンス資金の活用

38億円のファイナンスの資金使途は、コア事業に36億円（米国5：国内長期4：国内短期1）、不動産テックに2億円を予定している。

米国に5割の18億円を投じるということは、30～40億円の収益不動産をロサンゼルスで販入できる。国内での長期投資15億円では、長期に保有して、賃料を稼ぐ物件50～60億円が購入可能である。1件20～30億円は当社にとって大型の物件であるが、2棟は購入できる。短中期の物件には15～20億円を投資して、6～12カ月程度で回転していこう。

この資金を使えば、100～120億円の収益不動産の積み上げができることになるだろう。については、2019年3月期の中期計画で、目標とする収益不動産の残高300億円（米国50億円、国内短中期120億円、国内長期105億円）について、ファイナンス上の目途は立った。後は、いかに内容のよい仕入れができるかがポイントである。大型の物件への長期投資も検討している。その意義は、安定した賃料を稼いで、次に備えることにある。

2億円は不動産テックに活用する、子会社のスマートマネー・インベストメントは、小口不動産商品のプラットフォーム事業を具体化するが、それ以外にベンチャー企業への投資も視野においている。

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。

バランスシート

(百万円、%)

	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2017.12
流動資産	7860	12981	14505	15789	24143	29407
現預金	2213	3617	3081	2607	4425	7753
販売用不動産	4972	8939	10975	12457	17490	20826
仕掛販売用不動産	395	146	77	231	1594	181
固定資産	1257	1293	2175	2136	1689	455
有形固定資産	1129	1129	1954	1932	1322	83
資産合計	9117	14274	16681	17925	25832	29937
流動負債	3967	3945	6549	4171	6331	7164
固定負債	2253	4833	4652	7911	13086	12546
純資産	2896	5496	5478	5842	6415	10226
有利子負債	5006	7483	9629	10671	17206	17726
有利子負債比率	54.9	52.4	57.7	59.5	66.6	59.2
自己資本比率	31.5	38.4	32.8	32.6	24.7	34.1

財務体質の強化とレバレッジの活用

バランスシートでは、現預金が2017年3月末の44億円から同9月末には90億円に増えた。+46億円中38億円はライセンス・オフリングによるものである。あとは収益不動産の販売が仕入れよりも先行した分が入っている。

この90億円中50億円を使えば、130億円の収益不動産は十分買えるので、残高の積み上げ300億円は可能となる。それでも現預金を40億円持つことができる。

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	2018.3(予)
営業キャッシュ・フロー	2701	-1357	-3137	-1426	-1395	-5128	-1920
税引後利益	-30	344	186	370	360	641	580
棚卸資産	2711	-2117	-3730	-1810	-1698	-6374	-2500
投資キャッシュ・フロー	-89	-24	-69	-885	-51	504	-100
財務キャッシュ・フロー	-2244	1994	4537	1754	992	6426	5201
短期借入金	-2376	1085	-282	1780	-2208	1308	-1000
長期借入金	260	440	1683	487	3219	5153	3000
株式の発行	0	460	2381	0	0	31	3846
配当金	-34	-26	-51	-76	-77	-77	-645
現預金の期末残高	1600	2214	3551	3013	2536	4353	7534

今後の配当政策

今後の配当はどうか。2016年3月期の0.35円に対して、2017年3月期は130周年の記念配当0.20円を加えて、0.55円とした。2018年3月期は、中間で過去3回のライセンス・オフリングに対する感謝配当1.65円が付いた。期末は従来ベースの0.35円と考えるのが妥当であろう。よって、今期は計2.0円の配当を予想する。

来2019年3月期は、平常ペースに戻すという点では、2017年3月期の0.55円にするの

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。

では妥当であろう。感謝配当は特別なものであったので、従来ベースに戻すという考え方がある。あるいは、2円をベースに考えるなら、普通配を増配して1.0円の配当という考え方もありうる。業績をみて判断することになるろう。

### 評価は高い

今回のファイナンス評価は高い。1つは時価総額の45%の権利行使が得られ、会社が必要とする資金が集められた。2つ目は、株価が下落せず、一定水準をキープした。ファイナンスの意義と中身がネガティブにとられることはなかったといえる。3つ目は、9月末に1.6円の記念配当がついたが、配当取り後の株価も落ちずにキープした。これは、当社の次の展開を期待しているという表れとみることができよう。

今回のファイナンスは、時価総額に対して大きな金額(比率)のファイナンスをやりたい企業にとって、正攻法で実践することが大事であるとわかった。1)ファイナンスでどんな企業価値づくりをするのか、ストーリーを明確にする。2)既存株主を大事にして、投資家間で有利不利の歪が出ないように設計する。3)それらを前提にするとライツ・オフリングは有効に機能する。4)結果として株主づくりに大いに役立つ、という評価ができよう。

## 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

### 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。

### 2017年3月期は順調であった

2017年3月期は、売上高18969百万円(前年度比+20.6%)、営業利益1040百万円(同+19.8%)、経常利益748百万円(同+15.0%)、純利益540百万円(同+26.6%)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。

収益不動産と賃料

	(百万円、%)				
	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3
収益不動産の残高					
期末残高	5703	10124	12931	14551	20318
期中平均残高(平残)	5650	7229	11692	13762	18247
賃料					
収入	416	460	717	842	1058
収益(EBITDA)	308	318	496	559	746

中期計画の1年目は、フローの利益でピーク利益を更新し、収益不動産の残高も203億円(前期末145億円)と順調に積み上がった。特別利益が86百万円ほど計上されているが、これは有形固定資産として長期保有していた物件の売却によるもので、当社の本業の利益とみてよい。これを加えると、経常利益は8億円を超えていたことになる。

3月末のバランスシートでキャッシュが44億円ほどあるが、このうち25億円は自由に使えるが、資産の積み上げにはもう少し余裕がほしいところであった。純資産は64億円で、自己資本比率は24.7%(前期末32.6%)と25%を切っていた。純資産の増強が必要とされ、今回のファイナンスとなった。

3Qのセグメント別業績

	(百万円、%)		
	2016.3(3Q)	2017.3(3Q)	2018.3(3Q)
全売上高	11020	13439	16358
国内	10286	11553	12225
海外	734	1886	4133
(海外売上比率)	6.7	14.0	25.3
収益不動産			
売上高	9893	12050	14519
EBITDA	943	1185	1009
期末残高	14551	23018	21008
国内	12432	17543	17831
海外	2119	2775	3176
ストック型フィービジネス			
売上高	1280	1550	2104
EBITDA	444	531	827
賃料収入	610	765	835
EBITDA	415	535	576

2018年3月期の3Q累計は順調に推移

2018年3月期の3Q累計の業績は、売上高16358百万円(前年同期比+21.7%)、営業利益927百万円(同+19.4%)、経常利益714百万円(同+28.7%)、純利益440百万円(同+5.8%)と順調であった。

3Qまででみると、国内は販売25棟(仕入れ32棟)、米国は販売16棟(仕入れ16棟)と、

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。

米国での販売の進捗が早い。仕入れについては案件ごとの採算重視で展開しているが、国内の仕入れも進んでいる。3Qまでで、海外売上高は全体の25.3%と占めるまでになった。

3Q末の収益不動産の残高は、21008百万円（2017年3月末20318百万円）で、そのうち国内17831百万円（同17543百万円）、海外3176百万円（同2775百万円）であった。

ストック型フィービジネスでは、保有不動産の賃料収入に加えて、不動産の仲介手数料も伸びている。仲介のコンサル収入が増えている。ロイヤルタッチの顧客にコンサルを手掛け、フィーを得ている。これもストック型の利益拡大にオンしている。ただ、3Qまでをみると、一過性のものも一部入っているのので、その分は少し割り引いておく必要がある。

純利益の伸び率が+5.8%と低いのは、1)前年同期は長期保有の収益不動産の販売益が特別利益となったこと、2)米国の収益が上がってきているが、3Qまでだと、米国の法人税率は日本より高いので、その分税金が負担となったことによる。

### 3Qの収益不動産販売

		棟数		金額 (百万円、%)		
		前3Q	今3Q	前3Q	今3Q	
国内	価格帯別					
	10億円以上	1	2	1020	2336	21.8
	5～10億円	7	3	4451	2100	19.6
	3～5億円	8	10	3046	4005	37.4
	3億円未満	17	10	2568	2260	21.1
	小計	33	25	11085	10702	100.0
	タイプ別					
居住用	25	21	7924	8787	82.1	
オフィス用	8	4	3161	1915	17.9	
	小計	33	25	11085	10702	100.0
海外	価格帯別					
	5～10億円	0	0			
	3～5億円	2	3	672	1146	40.5
	3億円未満	5	9	1012	1686	59.5
	小計	7	12	1684	2832	100.0
合計		40	37	12769	13535	

(注)海外は全て居住用、金額3Qの右辺は構成比

### 米国は倍増ペース

ロサンゼルスの木造アパートは、築30年でも家賃が8～30万円/月で人気が高い。3Qまでで12棟、28億円を売上げ、前年同期の1.7倍となった。1棟当たりの金額も平均2.3億円で、3億円を超える物件もある。

価格は上がっているが、仕入れから販売までの期間をやや短くしているのので、利益率はやや下がっている。一方で、件数はかなり増えている。リノベーションがスムーズにできるようになり、コスト低減もきている。今後は、米国ビジネスの利益率を上げる余地が高まると田中社長はみている。取引は活発である。今期の販売は16棟を予定するが、来期は20棟

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。

以上が見込めよう。

ロサンゼルスでの1~3億円の1棟もの(4戸前後のアパート)は、投資用マンションとしてはニッチで、米国ではさほど注目されない。ところが、日本の当社にとっては得意分野で、顧客もつかんでいる。ここで一気に伸ばすことができた。ADWは現地でもよく知られるようになり、案件が集まってくるようになっている。

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。

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	6946	8450	20318	737	8.7
2017.9	5417	11070	17254	865	7.8
2018.3(予)	16000	11930	24000	935	7.8

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

### 来2019年3月期も資産を積み上げつつ、ピーク利益の更新が続こう

2018年3月期の会社計画は、売上高20000百万円(前年度比+5.4%)、EBITDA1400百万円(同+15.1%)、経常利益900百万円(同+20.3%)、純利益580百万円(同+7.3%)である。今期の経常利益の伸びが+20%と高くなっているが、前期は本業の収益が一部特別利益をなっていたので、この分を調整すると+7.8%となる。

経常利益の目標達成が第一義的なので、売上高は会社計画を上回ることになるだろう。通期計画に対する進捗率は、最も重視する経常利益の計画900百万円に対して、78.1%であった。通期計画の達成はほぼ問題ない。

収益不動産の残高目標は、2018年3月期の250億円、2019年3月期300億円である。収益不動産の積み上げに従ってROAが下がるが、これは当社が構築しようとしているビジネスモデルに沿ったものなので、特に問題はない。つまり、中長期保有の収益不動産を増やし

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。

て、ストック効果による安定収益のウェイトを上げていく。

セグメント別業績予想

(百万円)

	2015.3		2016.3		2017.3		2018.3(予)		2019.3(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	9388	1071	14132	1181	17034	1551	20300	1600	23150	1750
ストック型フィービジネス	1296	536	1821	560	2165	651	2700	950	2850	1000
売上高合計	10735	1612	15954	1741	19199	2203	23000	2550	26000	2750
全社費用		-853		-874		-1163		-1250		-1350
営業利益		759		867		1040		1300		1400

(注)全社費用はセグメントに帰属しない一般管理費等。ストック型フィービジネスの売上高は内部振替前ベース。

国内マーケットをみると、1棟単位で取引される収益不動産の成約件数は前年同月を下回っており、在庫件数は上回る傾向が続いている。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、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を図る。

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2018年3月期の残高ベースで、250億円に積み上げる計画である。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。

国内の仕入れでは、当社にとっては、大型のものに力を入れていく。20～30億円のオフィスビルを購入して、賃料で稼ぐようにする計画である。

業績予想

(百万円、%)

	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3(予)	2019.3(予)
売上高	11537	10735	15733	18969	23000	26000
粗利益	2132 18.5	2529 23.6	2965 18.8	3661 19.3	4100 17.8	4550 17.5
販管費	1341 11.6	1770 16.5	2097 13.3	2621 13.8	2800 12.2	3150 12.1
営業利益	790 6.9	759 7.1	867 5.5	1040 5.5	1300 5.7	1400 5.4
経常利益	450 3.9	540 5.0	650 4.1	748 3.9	900 3.9	1000 3.8

(注)各項目の右辺の数値は対売上比の利益率

そうした中、収益不動産の積み上げは、この4Qにかかっている。案件はいろいろあるが、目標の250億円まで持っていけるかどうかはやや微妙なところがある。もし未達の場合は翌期に持ち越して努力することになる。2019年3月期は、収益不動産300億円を目指す

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。

ことになる、米国も含めて展開するので、ほぼ達成することができよう。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。海外事業について、3割を目指してウエイトを高めていく。

## 5. 企業評価 収益基盤の強化が進展、株主クラブを創設

### 次の拡大へ前進～鍵はブルーオーシャン戦略の行方

田中社長は、富裕層向け不動産業から、不動産サービス業へ、そして将来はコンサルティング業に、事業を広げていくことを目指している。

AD-0では、地方発のおもしろい不動産テック企業の首都圏進出をサポートするという考えも有している。株主2万人の中にも富裕層は多いので、オンライン取引での顧客にもなりうるとみている。

米国では、日本企業として独自の地位を築いているが、米国で収益不動産を仕込むという点では、自社だけでなく他の有力機関とコラボして事業拡大を促進するという方向もありえよう。

今後の事業ポートフォリオでは、1) 日本の個人富裕層向け収益不動産を軸としながら、2) 短期のバリューアップから中長期のバリューアックヘシフトする、3) そのために1件当たりの投資金額を大きくして、長期に保有していく、4) 米国での事業拡大を一段と加速して、売上高に占める海外比率も3割から5割まで高めていく。5) 不動産の小口化商品のオンラインビジネスを不動産テック事業として第3の柱に育てていく。早急に売上高の1割を占めるまでに持っていく。

こうした展開が順調にいけば、経常利益で20億円が視野に入ってくよう。そのころには、次のファイナンスを検討する必要が出てくよう。当社は将来の姿としては、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。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、ニーズに合わせて、物件やサービスの内容を工夫していくことになる。

### 株主クラブの創設～2万人の株主にいかに応えるか

株主クラブは2017年9月にスタートして、会員は2000人を超えた。株主優待は1万株(約40万円)の株主からついてくるが、1万株未満の株主が1000名、それ以上が1000名という内訳である。

ファイナンス後の株主数は、3月末の1.2万人が2.0万人に大幅に増加した。こうした株主にも株主クラブに積極的に入ってもらい、今後予定している不動産の小口商品に販売にあたって、顧客になってもらうこともありえよう。

---

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。

9月末の株主のうち、株主優待の対象となる1万株以上の保有者は23%で、ここが増えている。1万株~2000株が24%、2000株以下が53%である。1万株(約40万円の投資)未満の株主には早く1万株以上株数を増やす施策も求められる。長期に保有するとポイントが貯まるという工夫によって、株主優待の活用を広げることも有効であろう。

1万株以上を所有する株主には、プレミアム会員として株主優待ポイントを提供する。1万株~3万株未満に4000ポイント(半年毎に2000ポイント)、5万株未満に1.8万ポイント、7万株未満に4万ポイント、7万株以上に5万ポイントを提供する。

1万株の株主の場合、株価を40円とすると、40万円に対して4000円相当のポイント(優待利回り1.0%)となる。3万株では120万円に対して、1.8万円相当(同1.5%)、5万株では200万円に対して4万円相当(同2.0%)、7万株では280万円に対して5万円相当(同1.8%)となる。概ね1~2%の利回りアップとなるので、株主作りには大いに貢献しよう。

2015年4月に東証2部となったが、それから7カ月後の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・オフリング前で9000人と増え、その後2万人へ増大した。

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。ファイナンスに業績が追いついてこないと、マーケットでの評価が下がることになる。今のところこの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じ個人富裕層を攻めている専門はない。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16日の株価(42円)で見ると、PBR 1.31倍、ROE 5.7%(来期ベース6.5%)、PER 23.1倍(同20.2倍)、配当利回り4.8%(同1.3%)である。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、ダイリューション(希薄化)を乗り越えることはできるので、中期的に株価は見直されてこよう。