

株式会社エー・ディー・ワークス

(3250 JASDAQ)

発行日 2013年7月1日

東京圏を中心に個人富裕層向け収益不動産に特化

個人富裕層向け不動産事業に特化しワンストップソリューション提供

1886年創業の染色業を起源とする。1970年に不動産事業部を発足させ、75年に不動産事業に特化した。リーマンショック後は、東京圏において、3億円未満の中古マンションを中心に一棟買いし、修繕、空室率低下、遵法性適合化等によりバリューアップし、個人富裕層に販売する事業に特化。管理、各種コンサルティングもワンストップで提供。仕入、販売では、外部仲業者等と連携。ビジネスモデルの財務的特色として、①不況期でも対象不動産の取引は枯渇しないため、資産の迅速なキャッシュ化が可能、②棚卸不動産の賃料収入で収益安定性向上が図れること、の2点が挙げられる。景気に左右されにくい安定的な事業拡大が可能なビジネスモデルである。

ブルーオーシャン型事業を開拓中・潜在的に大きな成長余地

当社がフォーカスする不動産は、個人直接購入、零細不動産業者による売買が大半を占める。そうした中で、当社は、上場企業としての信頼性、資金力、情報力、機動力、人材力で、質の高い差別化されたワンストップソリューションを提供し、競合の少ない「ブルーオーシャン型」の市場を開拓しつつある。ただしビジネスモデルを確立したのはこの数年であり、売上は100億円程度にとどまり、規模のメリットも不十分な状態であり、規模拡大・利益率向上・業績安定性向上の途上にある。

規模拡大による利益率・業績安定性向上・資金調達力向上がカギ

首都圏の個人保有12兆円(当社調べ)の不動産ストックを背景に成長余地は十分にある。潜在的成長性が高く、差別化された顧客価値を提供するブルーオーシャン型ビジネスを展開する当社にとって、利益成長のカギは、①規模拡大による利益率・業績安定性向上、②物件購入資金力の一段の向上である。昨年のライツオフリングによる資金を業績向上に直結させ、株主の信頼を得てさらなる資金調達を成功できるかが、当社の今後の成長を見る上で極めて重要である。

ベーシックレポート

ジェイ・フェニックス・リサーチ(株)

宮下修、CFA

会 社 概 要	
所在地	東京都
代表者	田中 秀夫
設立年月	1986年2月
資本金	676百万円
上場日	2007年10月19日
U R L	www.adw-net.co.jp
業 種	不動産開発
従業員数	連結55名
主要指標	2013/6/28 現在
株 価	4,430円
52週高値	15,850円
52週安値	1,137円
発行済株式数	1,064,052株
売買単位	1株
時価総額	4,606百万円
会社予想配当	50円
予想当期利益ベースEPS	253円
予想PER	17.5x
実績BPS	2,760円
実績PBR	1.61x

業績動向	売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円	年度株価 円	
										高値	安値
2011/3 実績	9,328	48.4%	552	28.8%	527	26.2%	301	36.3%	547	5,054	1,370
2012/3 実績	10,160	8.9%	292	-47.0%	290	-44.9%	140	-53.5%	261	2,969	1,415
2013/3 実績	9,853	-3.0%	552	89.1%	361	-31.4%	216	54.5%	314 202	4,685	1,137
2014/3 会社予想	10,700	8.6%	614	11.2%	450	24.6%	270	25.0%	253	—	—

(注) 2012/3EPS、2013/3EPSのうち314円は2013年3月期の平準発行済株式数で計算されたもので決算短信より抜粋(当社は、2013年5月に株式を4分割した。2013年3月期末では本来ならば分割されていないが、仮に4分割がなされたとしてEPSを計算した)。2013年3月のEPSのうち202円は現時点の発行済株式数でJPRが計算。2014年3月期EPS253円は会社計画当期純利益を現時点の発行済株式数で除してJPRが独自に算出したもの。

1/23

会社概要及び事業の特色

会社概要

染色業から不動産業へと変貌

リーマンショック後、個人富裕層向け不動産事業に特化

大胆に絞り込まれた事業

投資対象マンションのイメージ



沿革

現代表取締役の田中秀夫社長の求心力で事業モデル進化

■染色業から不動産業へ、さらに個人富裕層向け不動産事業に特化

1886年創業の染色業を起源とする当社は、1970年代以降大きく事業内容を変化させてきた。1970年に不動産事業部を発足させ、75年に不動産事業に特化した。リーマンショック後は、生き残りをかけて当社は大胆な事業絞込みを行い、東京圏の3億円未満の中古マンションを中心に一棟買いし、修繕、空室率低下、合法性適合化等によりバリューアップし、個人富裕層に販売する事業に特化した。2008年3月期と2013年3月期と比較すると、●印が撤退・縮小事業であり、事業が大きく絞り込まれたことが読み取れる。

2008年3月期	
不動産鑑定・コンサルティング事業	不動産鑑定評価、デューデリジェンス、調査、コンサルティング
不動産マネジメント事業	プロパティマネジメント、●ビルマネジメント、自社保有収益不動産賃貸、●アセットマネジメント、●ファンド・サポート
収益不動産事業	収益不動産売買、収益不動産媒介
居住用不動産事業	●居住用不動産売買、●居住用不動産媒介、●新築戸建分譲
2013年3月期	
ストック型フィービジネス	自社物件、販売用物件からの賃料、管理受託物件の管理フィー、リノベーション工事受託フィー、不動産の公的鑑定評価、一般鑑定評価・ディーデリジェンス業務、法人および個人向け不動産コンサルティング業務
収益不動産事業	収益不動産の取得、運用、売買

(出所)会社決算短信等よりJPR作成。

■現代表取締役社長の田中秀夫氏の求心力で事業モデル進化

当社の創業家から、経営を引き継いだ田中秀夫代表取締役社長を中心に人材が拡充し、不動産事業が発展してきた。ロジカルな戦略策定に対する田中秀夫代表取締役の理解の深さが当社の発展を支えてきたといえる。

1886年	創業者青木直治が東京都墨田区において染色業を開始
1970年	前代表取締役青木昇が染色業と並行して不動産事業部を発足。主に宅地造成、分譲事業を中心に展開
1975年	染色業を廃止し、不動産事業を専念とする
1995年	青木昇に代わり、田中秀夫が代表取締役社長に就任。社名をAoki Dyeing Worksに因んで株式会社エー・ディー・ワークスに変更。不動産仲介・分譲・賃貸管理のほか、貸宅地・古家・古アパートの整理・コンサルティング、不動産鑑定、建売分譲の事業も加わり現在に至る
2001年	不動産投資顧問業者登録
2003年	不動産投資事業に本格参入
2006年	関東財務局不動産投資顧問業者登録
2007年	ジャスダック証券取引所上場 (現 大阪証券取引所 JASDAQ スタンダード)

(出所)会社資料よりJPR作成

ビジネスモデルの特色

密接に関連する二つのセグメンテーション

収益不動産事業はキャピタルゲイン

ストック型フィービジネスはインカムゲイン

ワンストップソリューション

個人富裕者層のニーズに幅広く対応

仕入、販売では、外部仲介業者等と連携

■密接に関連する二つのセグメンテーション

当社は、セグメンテーションを①ストック型フィービジネス、②収益不動産事業の二つに分類している。①のストック型フィービジネスは収益不動産の顧客に引き渡す前の賃料収入と売却後の不動産物件の管理フィー及び個人への各種コンサルティング料が中心であり、インカムゲイン主体である。②の収益不動産事業は物件売買によるキャピタルゲインが主体である。二つは密接に関連している。

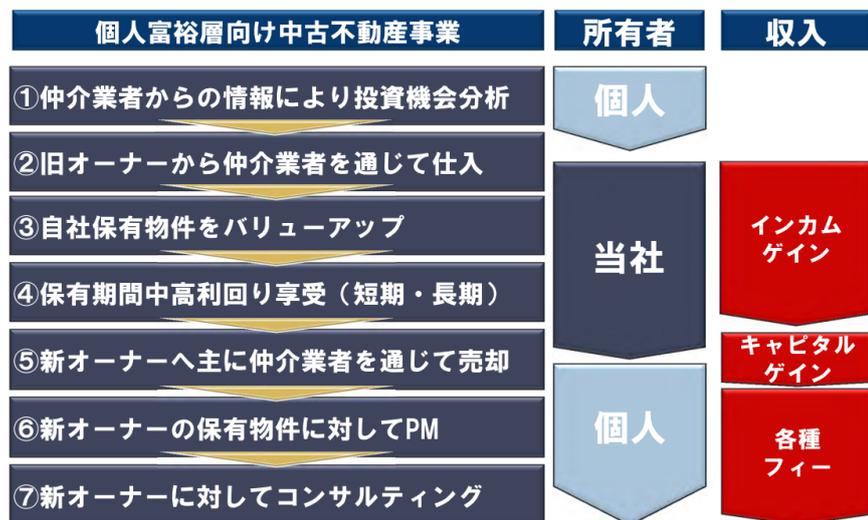
ストック型フィービジネス	自社物件、販売用物件からの賃料、管理受託物件の管理フィー、リノベーション工事受託フィー、不動産の公的鑑定評価、一般鑑定評価・ディーデリジェンス業務、法人および個人向け不動産コンサルティング業務
収益不動産事業	収益不動産の取得、運用、売買

(出所)会社決算短信等より JPR 作成。

■プロフェッショナルなワンストップソリューションを提供

当社は、仕入から、物件のリノベーション、売却に加え、売却後の物件に対する管理や、その他売却先の個人富裕者層に対する不動産鑑定士などによる各種コンサルティングもワンストップで提供し、個人富裕者層のニーズに幅広く対応している。仕入、販売では、外部仲介業者等と連携し、幅広い投資家層、物件へのアクセスを拡充している。

ワンストップソリューションの概要



(出所)会社説明資料より抜粋

財務的特色

第一の財務的な特色：
高い流動性

低い価格下落リスク

第二の財務的な特色：
棚卸資産からの安定収入
開発案件と比較してリスク
が小さいビジネスモデル

資金調達しやすい収入構
造

多岐にわたる
競争優位性

6つの競争優位性

■財務的特色～第一の特色；資産の高い流動性

財務的特色として、第一に、不況期でも対象不動産の取引は枯渇しないため、資産の迅速なキャッシュ化が可能であることが挙げられる。3億円未満の中古1棟マンションは幅広く売買されており、景気の波に左右されにくい市場である。また居住者不動産の賃料は商業者不動産の賃料よりも値崩れしにくいいため、不動産価格下落リスクが低い。3億円以上の規模となると、銀行からの借入れなしで売買できる投資家に限りがあるため、不況になり銀行の不動産融資が消極的になると取引が枯渇するリスクがある。当社はそのようなリスクを回避するために3億円未満の物件を集中して取得している。景気が悪化した場合にも下落前に資産を迅速にキャッシュ化することが容易である。

■財務的特色～第二の特色；棚卸資産からの安定収入確保

第二の特色は、棚卸不動産の賃料収入で収益安定性向上が図れることが挙げられる。開発案件の場合、キャッシュフローは売却で回収するまで流出が続くが、当社は買収当初から居住者からの賃料収入によるキャッシュフロー流入がある。棚卸の状態、取得費用に対して8%程度の利回りの賃料収入がインカムゲインとして得られる。よって通常の開発案件と比較すると、資金調達は有利である。また、棚卸資産を積み上げることで、人件費等の固定費をカバーできるため、景気変動があっても、利益を生む体制を構築しやすい。このような財務的特色により、景気に左右されずに事業拡大が可能になる。キャッシュフロー流出が長期間続く一般的な開発案件中心の不動産開発業者と比較すると、当社への銀行の不動産融資姿勢は不況期でも相対的に厳しくならないと考えられる。銀行の不動産に対する融資姿勢が厳しくなると当社の競争力はかえって強化されるとも考えられる。

■多岐にわたる競争優位性

当社のビジネスモデルは以下の6つの競争優位性を有している。

当社の6つの競争優位性

①情報力	約3千人の仲介営業パーソンからの仕入れ情報／上場企業としての信用力による優先的情報取得
②出口確保力	個人富裕層という出口の存在
③バリューアップ力	賃料アップ・空室率低下に向けた商品価値向上のリノベーション力／遵法性適合物件として再生し不動産価値を向上
④迅速な判断力	迅速な判断による早期のキャッシュ化
⑤高信頼性	中古不動産物件に付きまとう情報の非対称性問題解消
⑥強固なオーナーとの関係	当社がワンストップで関与するため新オーナーは当社の物件情報の信頼性が高いと考えて購入することが可能。所有後PM・コンサルティング(CRM戦略)

(出所)会社説明会資料よりJPR作成。

3000名の仲介営業パーソンに基づく情報力	<p>この競争優位性を首都圏 12兆円の個人保有の不動産ストックに展開することで大きな成長が期待できる。以下詳細に検討してみる。</p> <p>■第一の競争優位性: 3000名の仲介営業パーソンに基づく情報力</p> <p>第一が情報力である。当社は 3000名の仲介営業パーソンから当社案件になるものが、優先的に紹介される体制を築いている。競合を排除し、案件獲得可能性を高める仕組みを築いているといえる。</p>
個人富裕層に精通した出口確保力	<p>■第二の競争優位性: 個人富裕層に精通した出口確保力</p> <p>第二が出口確保力である。当社は、個人富裕層の不動産購入ニーズに精通しているため、特定の売却先がなくても、積極的に購入することができる。具体的な売却先が想定できない限り購入できない業者と比較して競争優位性の源泉となる。</p>
管理ノウハウを活かしたバリューアップ力	<p>■第三の競争優位性: 管理ノウハウを活かしたバリューアップ力</p> <p>第三がバリューアップ力である。当社は、空室率低下のためのリノベーションノウハウ、管理業務で培った客付能力を有しているため、購入物件のキャッシュフローを迅速に改善することが可能である。リノベーションや空室率低下でバリューアップ可能な案件を購入することで、付加価値を創造することが可能である。バリューアップや空室率改善のノウハウが乏しい不動産業者や個人が手掛けられない物件も当社ならば購入可能となるケースが多い。</p>
事業特化による迅速な判断力	<p>■第四の競争優位性: 事業特化による迅速な判断力</p> <p>当社は、一つの事業分野に集中特化しているため意思決定が早く、結果として資金効率性の高さを追求できる。</p>
上場企業としての信用や長期的な顧客関係による高信頼性	<p>■第五の競争優位性: 上場企業としての信用や長期的顧客関係による高信頼性</p> <p>中古不動産は、法的適合性の問題等や、建物の強度の問題や改修の必要性などがあり、個人投資家は瑕疵について不安を抱えがちである。個人投資家としては、なるべく信用のある売り手から購入したいと考える。当社は、そうした不安に対して、上場企業としての信頼性や、販売した後も管理を行うことで対応する。瑕疵があったとしても金銭的にも実際の改修についても責任を負ってもらえるという安心感を当社は個人投資家に提供する。</p>
強固なオーナーとの関係	<p>■第六の競争優位性: 強固なオーナーとの関係</p> <p>当社が提供する管理受託業務や各種コンサルティングによりオーナーとの関係は強固となり、将来的な不動産の追加購入や不動産の売却に関しても困り込みが可能になる。当社によれば、個人富裕層は平均的に 10年に一度程度は不動産を売買することが多く、強固な顧客関係を構築することで将来的なビジネスにつなげることができる。収益不動産事業は現在売上が 70億円程度であるが、平均で不動産物件の価格が 2億円とすると毎年 35名の個人富裕層が顧客となっていくことになる。今後成長と相まって、この数が増加することで、より長期的にビジネスが安定していくことになる。</p>

今後の成長戦略

外部パートナー連携強化による首都圏 12兆円の個人保有の不動産ストックのオーナーへのアクセス

CRM 強化による能動的提案活動

物件の品ぞろえ拡充

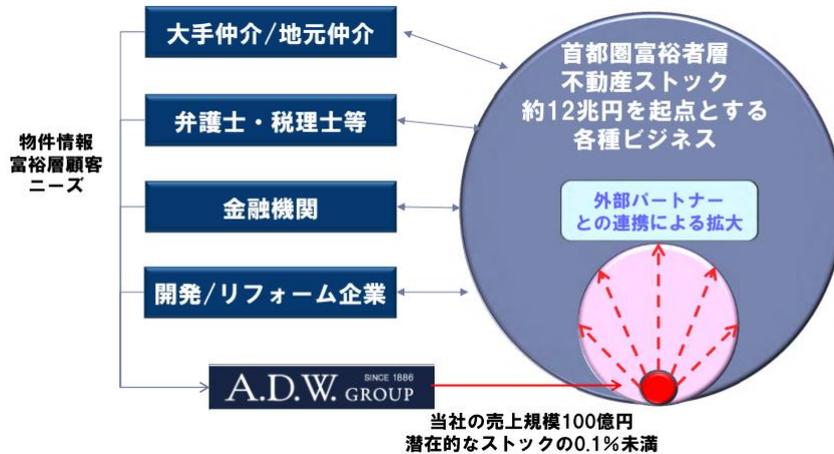
広域首都圏、新築、商業用不動産、海外不動産も取扱い

収益不動産の棚卸残高拡大による安定収入拡大

■今後の成長戦略について

当社は、今後の成長戦略としては、六つを上げている。

第一が外部パートナーとの連携の強化である。以下は当社説明会資料から抜粋である。



首都圏 12兆円の個人保有の不動産ストックのオーナーには、過去取引関係を築いた不動産関係の業者や士業とのリレーションが存在する。そうしたリレーションを持つ関係者と連携を深めることで、当社の案件アクセスの可能性が拡大し、当社の売買案件が増加する。結果として、関係者にも各種フィーが発生するためウィンウィンの関係が構築できる。

第二が、CRM(カスタマーリレーションシップマネジメントの強化)である。ビジネスモデルが確立して間もないため、個人富裕者層との関係は管理業務等で築いているものの、積極的な提案活動については改善の余地がある。この状況を改善するために、2014年3月期においてはオーナー会を発足させ、顧客との関係を強化し、ニーズを能動的にくみ取り提案活動を活発化させる。こうした取り組みは、顧客とのビジネスの将来の発生可能性を増大させることになる。

第三が、取扱い物件の品ぞろえ拡大である。地域的には、東京都に偏っていたが取扱いを、より広域の首都圏に広げる。2014年3月期は神奈川県での取り扱いを拡大する。また、これまで居住者用中古不動産にフォーカスしていたが、顧客には、商業用不動産や新築、海外不動産に興味を持つ場合もあり、当社としてはそうした物件の取り組みも強化して行く予定である。

第四が、収益不動産の棚卸残高の拡大である。

収益不動産残高の拡大は、ストック型フィービジネスの売上拡大に寄与する。当社によれば2014年3月期は不動産取引が活発化しており仕入強化に良い環境である。当社は拡大した仕入不動産をすべて売却するのではなく棚卸資産を拡大する方針で、棚卸資産としての平均保有期間を4か月から6か月に伸ばす計画である。キャッシュフローを生む棚卸資産の増大によって安定収益の強化を図る。当社

エクイティファイナンスの成功が今後の成長のカギ

理論的には追加的な株式に対しては ROE50%が可能

昨年エクイティファイナンスの成果が注目

は、人件費を棚卸資産からの賃料でカバーする経営方針をとっており、棚卸資産拡大により陣容を拡大し将来の成長に備えていく方針である。

第五が、エクイティファイナンスの成功である。

当社成長は、エクイティファイナンスに依存している。当社事業は、競合のすくない「ブルーオーシャンモデル」であり、大手不動産や中小不動産の参入が困難なビジネスモデルである。首都圏の個人保有の不動産 12 兆円の残高を想定すれば、株主資本が豊富で仕入力が増大すれば大きな成長が見込める。

2012 年において当社は、ライツオフリングにより、5 億円の資金調達に成功した。当社によれば、5 億円の資金調達で、16 億円の収益不動産取得が可能になる。表面利回り 8%とすると 128 百万円の賃料増加で、金利(2.71%前提)支払い後 99 百万円のネットキャッシュフローの増加となる。また、年間 2 回転、各 10%リターン前提で、16 億円 \times 10% \times 2 = 320 百万円のキャピタルゲインが得られる。合計で、経常利益ベースで 4.2 億円、税引き後で 2.5 億円が増大する。追加的な調達株式に対する ROE ベースで見れば、50%が見込めることになる。

5 億円のエクイティファイナンス

→11 億円の借入を追加して 16 億円の収益不動産購入可能に

①年二回売買→毎回 10%のキャピタルゲイン

= 16 億円 \times 10% \times 2 = 3.2 億円

②残高として常に 16 億円収益不動産から 8%の賃料収入

= 16 億円 \times 8% - 借入金 11 億円 \times 金利 2.71% = 0.99 億円

①+②=4.2 億円 税引き後約 2.5 億円

5 億円に対する ROE = 2.5 \div 5 = 50%

5 億円の資金調達で 2.5 億円の当期利益が得られるのであれば、PER10 倍としても 25 億円の時価総額の拡大効果となる。以上は、固定費が全く増加しないという前提であるので、やや過大な評価であるが、効率よく資金を回すことが実際にできるのであれば、投資家としては、エクイティファイナンスは希薄化によるマイナス効果よりも、むしろ収益力向上によるプラス効果の評価すべきともいえる。

昨年実施したエクイティファイナンスによる資金使途の結果により、上記で示したような利益拡大が実現し、株主からの信頼を醸成できるかどうか当社資金調達戦略上は極めて重要になるといえる。

コーポレートガバナンス

取締役会構成

社外取締役は
取締役 4 名中 1 名

■田中社長の求心力

社外取締役は取締役 4 名中 1 名である。1995 年に田中社長が創業家から経営を引き継いで以来、ビジネスモデルを変革しながら成長してきた。常に独自性、差別化を追求するビジネスモデルの構築への理解の深さが、当社のユニークな経営戦略の発展に寄与している。

代表取締役社長兼 CEO	田中 秀夫
専務取締役	米津 正五
取締役 最高財務責任者	細谷 佳津年
取締役(社外)	本多 正憲
監査役(常勤・社外)	原川 民男
監査役(非常勤・社外)	蝦名 卓
監査役(非常勤・社外)	勝俣 宏
監査役(非常勤・社外)	鈴木 龍介

主要株主

3 割が内部者保有

■内部者の保有比率が 3 割以上

田中社長が 28.95%の株を保有している。上位 10 大株主のうち、1 位、3 位が会社関係者であり、合計で 33.37%を占めている。田中社長の影響力が強い株主構造となっている。

主要株主

	株主名	所有 株式数	議決権 比率
1	田中 秀夫	77,024	28.95
2	大阪証券金融株式会社	14,304	5.37
3	有限会社リパティールハウス	11,770	4.42
4	アーカス・インベストメント・リミテッド	10,440	3.92
5	クレディスイスアゲーチューリツヒ(常任代理人株式会社三菱東京 UFJ 銀行)	7,500	2.81
6	株式会社イー・ディー・ワークス	5,884	2.21
7	マネックス証券株式会社	5,140	1.93
8	バンクオブニューヨークジーエムクライアントアカウンツイービーディー(常任代理人株式会社三菱東京 UFJ 銀行)	3,864	1.45
9	松井証券株式会社	3,801	1.42
10	劉 文江	3,000	1.12

(出所)有価証券報告書より JPR 作成。

株主還元方針

当面は内部留保重視

■内部留保優先

2012 年 2 月期、2013 年 3 月期の配当性向はそれぞれ 19.1%、15.1%であった。2014 年 3 月期は一株 50 円配当を予定している。会社計画の利益から見ると配当性向は 12.7%となる。配当性向としては低い水準である。当社は積極的な投資による物件仕入れを推進しているため内部留保による株主資本の拡充を優先しているステージにあると判断できる。

ビジネスモデルの評価

外部環境からの評価

短期的には事業機会の拡大の要素が豊富

不動産市況が悪化した時の事業リスクに対しては、収益不動産の棚卸残高の拡大によって対応

5フォース分析からの評価

■政治、経済、社会環境からの評価:2014年3月期は当社にとって追い風

政治、経済、社会について、当社が「機会」と「脅威」をまとめたのが以下である。

	機会 (O)	脅威 (T)
政治 (P)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 大胆な金融政策 (借入金利低下) ■ 消費税増税前の駆け込み投資需要 ■ 節税対策 ■ 中小企業金融円滑化法終了 (担保不動産処分増) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 消費税増税前の駆け込み需要反動 ■ インフレ政策の失敗 (金利上昇、賃料・土地価格下落) ■ 収益不動産の枯渇リスク
経済 (E)	<ul style="list-style-type: none"> ■ インフレヘッジ不動産投資増 ■ 景気回復による賃料アップ ■ 景気回復による不動産価格上昇 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 個人富裕層・中小不動産業の仕入れにおける競争激化
社会 (S)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 東京圏の人口増加 (~2020年) ■ 世界的金融緩和 (海外不動産投資機会) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 長期的な少子高齢化・人口減
	短期的には事業機会増大	長期的な視点で対応

(出所)会社説明会資料より抜粋

短期的には事業機会の拡大の要素が豊富である。当社は、2014年3月期の不動産の仕入れ高を、2013年3月期の73億円と比較すると64%増となる120億円と計画している。仕入れた不動産の多くは棚卸資産になるため、売上で見れば大幅な増大にならないが、将来のキャッシュフロー増大に寄与する。全体として外部環境は当社にとって追い風であるといえる。

「脅威」については、不動産市況が悪化した時の事業リスクに関連する要素が多い。

■5フォース分析:強固な市場ポジション

当社は説明資料で、5フォース分析のフレームワークで市場ポジションを説明している。この中で特に重要なのが、市場内競争と参入リスクである。

買い手	<ul style="list-style-type: none"> ■ 当社関与による物件信頼向上効果 ■ 迅速性、利便性、投資機会拡大
売り手	<ul style="list-style-type: none"> ■ 当社関与による物件信頼向上効果 ■ 迅速性、利便性、投資機会拡大
市場内競争	<ul style="list-style-type: none"> ■ 専業業者はほとんど存在しない ■ 活況期には個人や中小不動産業者には手間のかかる物件で事業機会確保 ■ 不況期には個人や中小不動産業者との競合率は低下し事業機会確保
代替リスク	<ul style="list-style-type: none"> ■ 不動産投資が持つローリスク・ミドルリターンの特性の代替投資機会困難
参入リスク	<ul style="list-style-type: none"> ■ ビジネスモデルを短期間で模倣することは資金力も含めて困難 ■ 大手仲介業者は、フィービジネス優先で本格参入の動きは限定的 ■ 大手不動産デベロッパーはシナジーが限定的で組織的な参入の動きなし

(出所)会社説明会資料より抜粋

<p>直接競合する業者はほとんどない</p>	<p>■限定的な市場内競争</p> <p>当社がフォーカスする不動産は、取引数は多いが、個人直接購入、零細不動産業者による売買が大半を占める。そうした中で、当社は、上場企業としての信頼性、資金力、情報力、機動力、人材力で、質の高い差別化されたワンストップソリューションを提供している。</p> <p>当社のように個人富裕者層向けの3億円未満の物件に特化した専業業者はほとんど存在していない。競合するのは、個人や中小不動産業者である。活況期には、個人や中小不動産業者には手間のかかる物件で事業機会を確保し、不況期には個人や中小不動産業者との競合は低下する。いずれにせよ、当社にとっては事業機会が確保できる。時間が経過すればますます当社の市場ポジションは強化されていくと思われる。</p>
<p>他業態の大手不動産業の参入は内部組織的な制約から困難</p>	<p>■大手も中小も当社事業に参入が困難な理由</p> <p>当社は、「ビジネスモデルを短期間で模倣することは資金力も含めて困難」「大手仲介業者は、フィービジネス優先で本格参入の動きは限定的」「大手不動産デベロッパーはシナジーが限定的で組織的な参入の動きなし」という三点を参入が困難な理由として説明している。</p>
<p>中小は資金的制約により参入困難</p>	<p>当社が構築した個人富裕層向けのワンストップソリューションは、個人富裕者層のニーズおよびソリューションに精通している人材および組織間の密接な連携が必要である。そうした経営資源を組織化してマネジメントすることは、短期的には困難である。また、ある程度の資金規模が必要であるため、中小不動産業者が参入することは容易ではない。他業態の大手不動産業者は資金的には問題がなく、必要な経営資源を保有しているが、あえて、現状は市場規模が小さく、特に本業との大きなシナジーが想定できない当社の事業に参入する理由は現状では見いだせないと推察される。他業態においてあえて優秀な人材を組織化して、当社のビジネスモデルをまねて、わざわざ後発として構築する意義は見いだせないと推察される。</p>
<p>他業態とはむしろ補完関係</p>	<p>■他業態不動産会社とはむしろ補完関係、WIN-WIN の関係構築</p> <p>会社ヒアリングによれば、当社の個人富裕者層向け事業は業界でも徐々に認識されつつあるが、あえて参入しようとする大手不動産会社の動きはほとんど見られないという。むしろ他業態とは、案件の紹介により補完関係にあるとあってよく、他業態の不動産会社で、当社に持ち込めばバリューアップが見込まれる案件は積極的に当社に紹介されるようになってきているという。</p>

VRIO 分析から
の評価

■VRIO 分析でみる経営資源の評価

当社、企業の経営資源を分析するために使われるフレームワーク VRIO(ブリオ)分析についても説明資料を用意している。

差別化された 価値 (Value)	■ワンストップソリューションを提供することで多岐にわたる差別化実現
希少性 (Rareness)	■当社と同様のビジネスモデルを上場企業で構築しているところは皆無
模倣困難性 (Imitation)	■学習効果よりビジネスモデルを深化させ模倣困難性増大 ■幅広い個人富裕層とのアクセスは模倣が困難
組織 (Organization)	■個人富裕層の不動産投資に対してワンストップでサービスを提供することwpcコア事業として組織文化にまで根ざして徹底化することが事業成功のために不可欠 ■他業態ではその取組は困難

(出所)会社説明会資料より抜粋

Value (差別化された価値)、Rareness (希少性)、Imitation (模倣困難性)、Organization (組織として根付いているか)のすべてにわたって、競争優位性のある経営資源を構築していると評価できる。

顧客価値創造戦略
からの評価

■バリューイノベーションによるブルーオーシャン型モデル

顧客価値創造戦略は、既存市場では「基本戦略」「絞りこみ戦略」、新しい市場では「ブルーオーシャン戦略」と「イノベーション戦略」に分類できる。

既存市場の顧客価値創造戦略			
		基本戦略	絞込戦略
		競争優位性の源泉	
		コスト	特異性
市場規模	大	①コストリーダーシップ戦略	②差別化
	小	③コスト集中戦略	④差別化集中戦略
		⑤集中戦略	
		市場を細分化(STP)	自社のポジションの設定
		市場を地域・年齢等で細分化(セグメンテーション)	①リーダー戦略(全方位)
		セグメンテーションした中でターゲット顧客を設定	②チャレンジャーの戦略(差別化)
		ターゲット顧客に対して魅力ある価値創造のポジションを構築	③フォロワー戦略(効率化)
			④ニッチャーの戦略(集中化)
新市場の顧客価値創造戦略			
		ブルーオーシャン戦略	イノベーション戦略
		価値曲線分析を行い、競争のない市場(ブルーオーシャン)を生み出す必要性、可能性を分析し、その上で下記の戦略を構築	
		①競争のない市場空間を切り開く	
		②競争を無意味なものにする	
		③新しい市場を掘り起こす	
		④価値を高めながらコストを押し下げる	
		⑤差別化と低コストをともに追及しその目的のためにすべての企業活動を推進する	
		①新しい財貨の生産の戦略	
		②新しい生産方法の導入の戦略	
		③新しい販売先の開拓の戦略	
		④新しい仕入れ先の開拓の戦略	
		⑤新しい組織の実現の戦略	

(出所)JPR 作成

当社は、新しい市場の枠組みを前提とした「ブルーオーシャン型」の市場を開拓していると分類できる。ブルーオーシャン型のビジネスモデルは、顧客に提供する価値項目の重要度合いについてメリハリを付けた「価値曲線分析」を行い、競争

富裕層顧客ニーズ起点の価値曲線分析

のない市場(ブルーオーシャン)を生み出す必要性、可能性を分析して戦略を構築する。その結果、以下を達成する。

- ①競争のない市場空間を切り開く
- ②競争を無意味なものにする、
- ③新しい市場を掘り起こす
- ④価値を高めながらコストを押し下げる
- ⑤差別化と低コストをともに追及しその目的のためにすべての企業活動を推進する

当社は価値曲線の分析で重視する項目として、①富裕層顧客ニーズ起点、②ワンストップ、③長期的顧客関係、④景気に左右されない安定的成長、を挙げている。

①富裕層顧客ニーズ起点型	②ワンストップ
<ul style="list-style-type: none"> ■ 一般：物件優先 ■ 当社：富裕層顧客ニーズ優先 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 一般：分業・専業、集中特化・規模追求 ■ 当社：仕入、管理、リーシング、リノベーション、改築、設計、税務相談、相続相談のすべてをワンストップ
③長期的な顧客関係	④景気に左右されない安定的成長
<ul style="list-style-type: none"> ■ 一般：一度の取引 ■ 当社：生涯取引 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 一般：景気敏感 ■ 当社：個人富裕層ターゲット物件ストック積み上げによる金融資産運用ニーズへ対応（好不況の場面々々でビジネスチャンス有⇒結果として収益安定成長）

(出所)会社説明会資料より抜粋

多くの点で既存の不動産業と異なる

特に差別化の源泉となっているのが、富裕層顧客ニーズ起点の視点である。一般的に不動産業の価値は物件を軸にいかにか売りさばるか(物件にあった顧客を探す)という点が重視されるが、当社は、富裕層顧客ニーズを最優先している(ニーズにあった物件を探す)。価値創造の発想が全く逆である。また、他業態は、専業が多く、仕入れ、リノベーション、販売、管理、各種コンサルティングをワンストップで提供している企業はまれである。さらに不動産取引の大半が一度限りの関係であるが、当社は一生涯の関係で価値を提供することを主眼に置いている。加えて、景気に左右されない安定的成長により、長期にわたり顧客に対して安定したサービスを提供できる。非常に多くの点で既存の不動産業とは異なった価値曲線を構築している。

クロス SWOT 分析からの評価

すべての象限を網羅する隙のない戦略

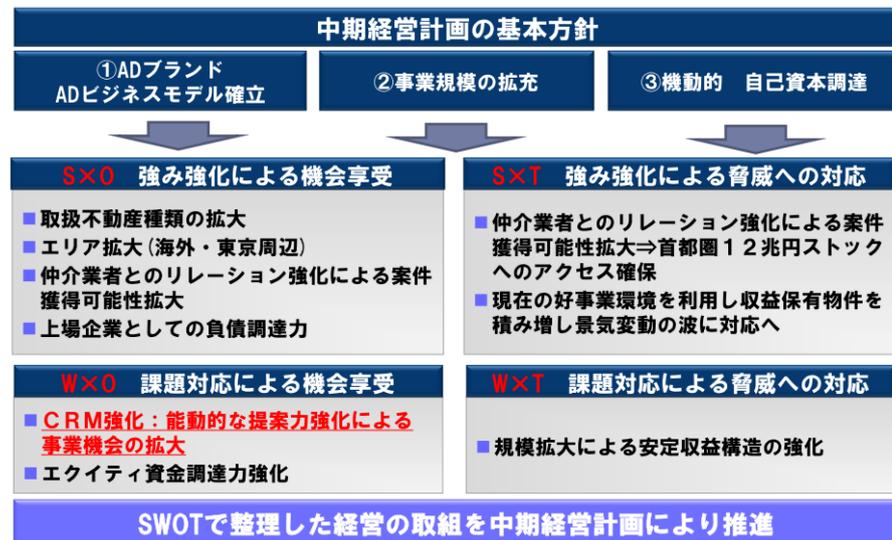
■クロス SWOT 分析からの評価:すべての象限を網羅する隙のない戦略

当社は、説明会資料でクロス SWOT 分析を示している。以下の図は、当社が SWOT の 2×2 象限のそれぞれに対応する戦略を整理したものである。これを見ると、①強みを活かして、機会を享受する、②強みを活かして脅威に対応する、③課題を対応して機会を享受する、④課題を対応して脅威に対応する、という4象限で漏れのない戦略を推進している。

	機会 (Opportunities) ■ 政治、経済、社会的視点でみた事業拡大機会	脅威 (Threats) ■ リフレ政策失敗：金利上昇 ■ 物件の枯渇リスク
強み (Strengths) ■ ワンストップソリューション：多岐にわたる差別化 ■ 収益物件保有：安定収益源 ■ 流動性の高い資産	強み強化による機会享受 ■ 取扱不動産種類の拡大 ■ エリア拡大（海外・東京周辺） ■ 仲介業者とのリレーション強化による案件獲得可能性拡大 ■ 上場企業としての負債調達力	強み強化による脅威への対応 ■ 仲介業者とのリレーション強化による案件獲得可能性拡大 ■ 首都圏12兆円ストックへのアクセス確保 ■ 現在の好事業環境を利用し収益保有物件を積み増し景気変動の波に対応へ
課題 (Weakness) ■ 規模が小さい ■ 顧客要求事項に対する受け身の対応	課題対応による機会享受 ■ CRM強化による能動的な提案力強化：事業機会の拡大 ■ エクイティファイナンスによる資金調達力強化	課題対応による脅威への対応 ■ 規模拡大による安定収益構造の強化

(出所)会社説明会資料より抜粋

以上のフレームワークにそって中期経営計画の施策が整理されている。



(出所)会社説明会資料より抜粋

長期金利暴騰、デフレに対して収益不動産の積み上げで対応

「脅威」の最悪シナリオとしていわゆるアベノミクスが失敗し、長期金利暴騰、デフレという不動産開発が困難な状態を想定している。その対応として、収益性不動産の積み上げによって不動産開発に依存しない安定収益源を確保することで備えようとしている点は高く評価できる。景気悪化時点でも破綻リスクの少ないビジネスモデルを追求する点は投資家から見て魅力となろう。

財務分析からの評価

ブルーオーシャン型ビジネスを構築して間もないため高収益が財務パフォーマンスに表れていない状況

販売管理費比率の低下、粗利率の高いストック型フィービジネスの拡大による売上総利益率の改善が収益性向上のカギ

ストック型フィービジネスの売上総利益率は50~45%と非常に高い

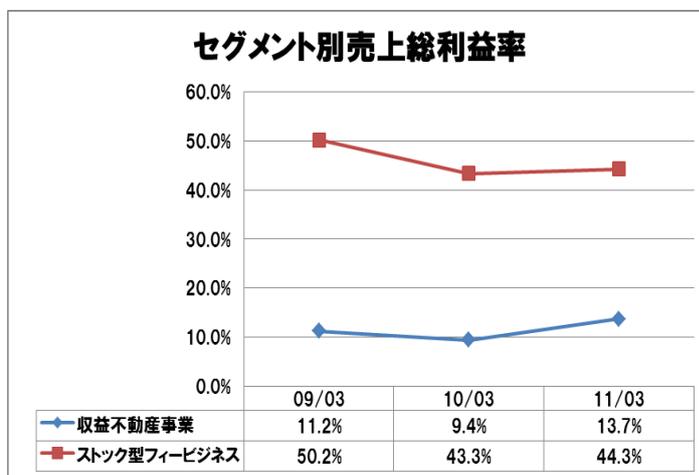
■ブルーオーシャンモデル型モデルによる利益率向上はこれから本格化

当社の財務数値をレビューしたのが以下の表である。営業利益率は、6-8%、ROA は、同じく6-8%程度、ROE は10%を超えていた時期もあるが足元では7.5%である。ブルーオーシャンモデル型モデルとしてはやや物足りない水準である。今後当社の財務パフォーマンスが改善する可能性は、①規模拡大による販売管理費比率の低下、②粗利率の高いストック型フィービジネスの拡大による売上総利益率の改善が挙げられる。現状は、販売管理費は10%程度だが、今後売上が拡大し、規模のメリットが得られれば、8%未満に改善する余地がある。また、棚卸の収益不動産からの賃料収入と受託管理フィーからなるストック型フィービジネス売上総利益率は、下記図で示すように45%程度と高い。規模拡大で棚卸が増大し、収益不動産売却後管理受託個数が増大し、管理フィーを増大させる。時間の経過とともに徐々に粗利率が改善していくことになる。

(単位:百万円)

	実績	実績	実績	実績	実績	実績
	08/03	09/03	10/03	11/03	12/03	13/03
連結売上高	9,961	6,104	6,286	9,328	10,160	9,853
売上原価	8,680	5,486	5,213	7,859	8,898	8,319
売上総利益	1,281	618	1,073	1,469	1,262	1,534
売上総利益率	12.9%	10.1%	17.1%	15.8%	12.4%	15.6%
販売管理費	676	445	577	803	846	981
(売上高比)	6.8%	7.3%	9.2%	8.6%	8.3%	10.0%
営業利益	605	173	496	667	417	553
(営業利益率)	6.1%	2.8%	7.9%	7.1%	4.1%	5.6%
経常利益	396	51	417	527	290	361
当期利益	229	22	221	301	140	216
貸借対照表	08/03	09/03	10/03	11/03	12/03	13/03
現金	1,053	695	1,235	1,234	1,601	2,214
売上債権	21	17	18	29	65	12
棚卸資産	5,489	3,983	4,636	5,962	3,250	5,368
その他流動資産	0	0	0	152	124	267
流動資産	0	0	0	7,377	5,040	7,860
ネット有形固定資産	19	15	654	1,122	1,139	1,129
その他固定資産	6,759	4,847	6,012	39	79	128
総資産	6,781	4,865	6,667	8,538	6,259	9,117
総資産計算				8,538	6,259	9,117
支払債務	0	0	0	200	224	224
有利子負債総額	4,541	2,890	4,167	5,588	3,431	5,006
その他負債	593	347	664	617	399	991
少数株主持分	0	0	0	0	0	0
株主資本	1,647	1,628	1,836	2,133	2,205	2,897
資本・負債	6,781	4,865	6,667	8,538	6,259	9,117
期末ベースROA	8.9%	3.6%	7.4%	7.8%	6.7%	6.1%
期末ベースROE	13.9%	1.4%	12.0%	14.1%	6.3%	7.5%

(出所)会社開示資料より JPR 作成



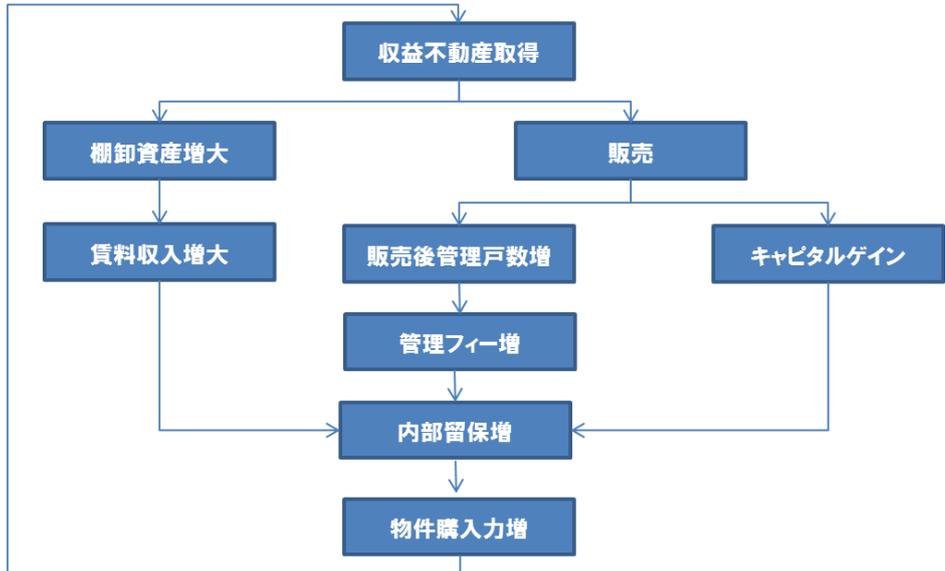
(出所)会社開示資料より JPR 作成

成長性の評価

収益不動産取得が成長起点の価値成長サイクル

■収益不動産増加から内部留保増加への価値成長サイクル

当社は以下の図で示すように、収益不動産取得の増加によりキャピタルゲイン、賃料収入、管理フィーの増加につながり、さらに内部留保の増加が収益不動産取得の増加につながるという形で、価値創造のサイクルを構築している。



(出所)JPR 作成

首都圏12兆円の個人保有不動産ストックに価値成長サイクルを適用

首都圏の12兆円の個人保有の不動産ストックを背景に、これまで見てきた成長のための施策を確実に進展させ、ブルーオーシャン型のビジネスモデルを推進することで、規模拡大による営業レバレッジ効果の享受、粗利率の高いストック型フィービジネスの拡大が進む。その結果、利益率の改善をともなった成長を達成することができよう。

営業レバレッジ効果、粗利率の高いストック型フィービジネスの蓄積で長期的な利益成長追求

図を見ると、収益不動産の取得が成長の起点になっていることがわかる。2014年3月期計画において当社は、前期比で64%増の120億円の仕入を行うとしている。このような成長にコミットした経営姿勢が注目される。2015年3月期以降の仕入量の成長率が2014年3月の64%と比較してどうなるのが長期的な当社の成長性を判断するうえで重要な視点となる。

2013年3月期決算のレビューと今期の見通しについて

2013年3月期決算
のレビュー

売上総利益率が改善し減収増益へ

2014年3月期の
会社計画

収益不動産の仕入れが2013年3月期の73億円から64%増の120億円と大幅に増加

仕入れ増大で将来への成長力を示せるかが注目

■減収増益、おおむね計画通りの決算

総合居住用不動産事業の販売減少により売上高は若干減少した。ただし、収益不動産残高増がもたらすインカムゲインにより、営業利益、経常利益、当期利益ともに当社が年度初めに示したフォーキャスト(年初の計画:営業利益 494 百万円、経常利益 350 百万円、当期利益 214 百万円)を上回った。前期と比較すると当期利益は本社移転費用計上がなくなり大幅増益となっている。

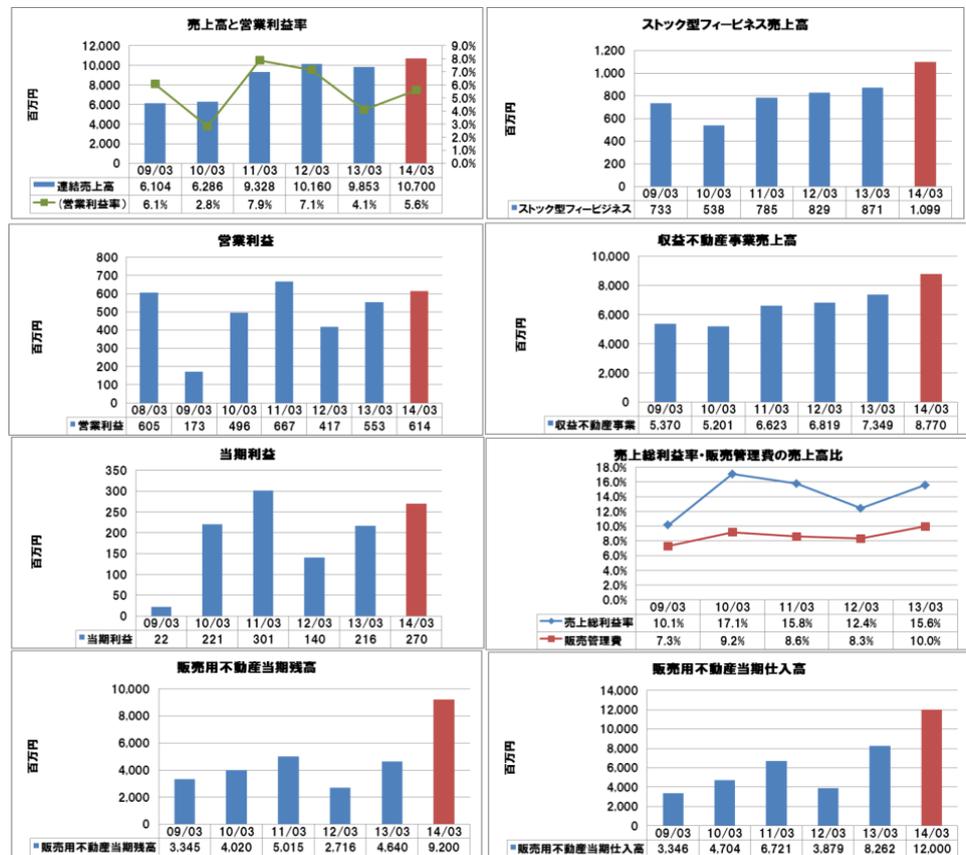
■売上総利益が大きく改善

震災前に仕入れた物件の入れ替え完了により、売上総利益率が大きく改善し2012年3月期の12.4%と比較して2013年3月期には15.6%となった。管理受託物件戸数増加により、不動産管理受託数が増え、手数料収入が順調に増加している。また、収益不動産残高の拡充による賃料収入の増加している。

■積極的な仕入により将来の成長の基盤づくり

2014年3月期で注目されることは、収益不動産の仕入れが2013年3月期の73億円から64%増の120億円と大幅に増加していることである。収益不動産の仕入れ額の増加が将来の売上の成長ドライバーの骨幹であることから、仕入れが64%年率で増加することは、売上高の成長力も潜在的には64%年率で増加すると評価できる。残高の積み上げを優先するために売上、利益の増加はさほどではないが、将来の成長性を占ううえでは仕入れの成長性に注目すべきだろう。

過去の実績(2013年3月期)と会社計画値(2014年3月期)



(出所)決算短信等より JPR 作成

比較類似会社分析および株価チャート

不動産開発セクターとの比較

現状はごく平均的なパフォーマンス、バリュエーション

ブルーオーシャンの強みによる今後の成長が評価された状態ではない

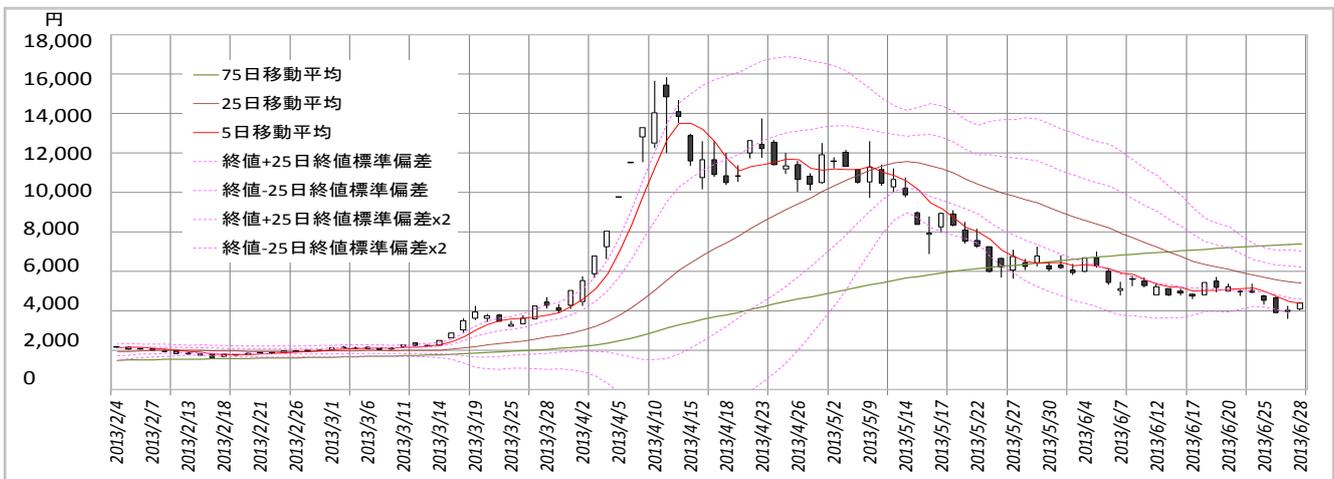
■売上高 300 億円未満の不動産開発セクターで平均的なパフォーマンス

不動産開発関連の上場企業で直前期の売上高実績が 50 億円から 300 億円の企業と比較したのが以下の表である。

証券コード	会社名	決算期	配当利回り	PER	PBR	営業利益率	ROE	ROA
			会社計画	会社計画	直前期	前期実績	前期実績	前期実績
3225	東京建物不動産販売	2012年12月	1.7%	24.4	1.59	6.4%	6.0%	3.0%
3230	スター・マイカ	2012年11月	1.0%	19.1	1.12	8.7%	5.3%	3.4%
3238	セントラル総合開発	2013年3月	0.7%	5.8	0.77	5.2%	10.9%	4.6%
3242	アーバンネットコーポレーション	2012年6月	1.5%	9.5	4.63	5.2%	29.7%	6.3%
3244	サムティ	2012年11月	1.6%	10.8	0.86	2.5%	6.0%	0.4%
3252	日本商業開発	2013年3月	1.8%	12.7	3.03	8.1%	21.7%	7.9%
3258	常和ホールディングス	2013年3月	2.6%	12.9	1.24	33.3%	6.7%	2.2%
3276	日本管理センター	2012年12月	1.4%	12.3	4.14	3.7%	25.9%	20.9%
3277	サンセイランディック	2012年12月	0.8%	10.3	0.76	4.7%	6.8%	6.3%
3280	エストラスト	2013年2月	1.3%	7.4	2.50	8.7%	31.3%	9.8%
4321	ケネディクス	2012年12月	0.0%	95.3	1.88	14.6%	-19.9%	2.4%
8818	京阪神ビルディング	2013年3月	2.4%	10.3	0.59	26.3%	5.6%	3.1%
8833	東宝不動産	2013年2月	0.0%	26.2	1.25	10.7%	4.1%	5.5%
8841	テーオーシー	2013年3月	1.4%	27.8	1.14	27.3%	4.3%	4.2%
8854	日住サービス	2012年12月	4.0%	20.1	0.77	4.9%	6.9%	3.9%
8864	空港施設	2013年3月	2.0%	17.5	0.66	16.0%	3.9%	4.6%
8890	レーサム	2013年3月	0.0%	18.2	2.89	14.3%	9.1%	4.8%
8892	日本エスコン	2012年12月	0.6%	4.0	1.37	8.1%	9.3%	1.8%
8893	新日本建物	2013年3月	0.0%	14.2	3.23	4.8%	23.7%	6.7%
8903	サンウッド	2013年3月	3.9%	12.2	0.86	8.6%	14.4%	8.7%
8908	毎日コムネット	2012年5月	2.3%	13.8	1.14	7.0%	7.8%	6.8%
8909	シノケングループ	2012年12月	0.5%	8.3	4.02	6.6%	49.0%	8.0%
8914	エリアリンク	2012年12月	2.5%	12.2	1.13	10.2%	8.7%	5.6%
8923	トーセイ	2012年11月	1.0%	20.2	1.23	9.2%	5.4%	3.5%
8929	青山財産ネットワークス	2012年12月	2.3%	26.1	2.69	1.3%	7.3%	1.6%
8931	和田興産	2013年2月	2.8%	7.1	0.48	8.0%	5.1%	3.7%
8934	サンフロンティア不動産	2013年3月	1.0%	13.6	2.43	19.6%	17.1%	9.8%
8938	ロジコム	2013年3月	1.7%	6.9	0.52	4.1%	5.2%	2.5%
8940	インテリックス	2012年5月	1.9%	22.4	0.66	0.0%	-2.0%	0.1%
8944	ランドビジネス	2012年9月	0.6%	45.9	0.99	6.8%	1.2%	0.7%
8945	日本社宅サービス	2012年6月	3.8%	8.5	0.89	8.7%	15.9%	12.3%
8998	SBIライフリビング	2013年3月	0.0%	9.6	1.99	18.2%	20.0%	13.6%
最大			4.0%	95.3	4.63	33.3%	49.0%	20.9%
上位25%			2.3%	20.2	2.45	11.6%	16.2%	7.1%
平均値			1.5%	17.7	1.67	10.1%	11.0%	5.6%
中央値			1.5%	12.8	1.19	8.1%	7.1%	4.6%
下位25%			0.7%	9.6	0.84	5.1%	5.2%	2.8%
最少			0.0%	0.3	0.25	0.0%	-19.9%	0.1%
3250	エー・ディー・ワークス	2013年3月	1.1%	17.1	1.59	6.7%	7.5%	6.1%

(出所) FactSet、決算短信等より JPR 作成。株価、時価総額は 6 月 28 日終値

配当利回りは若干劣る。PER、PBR、ROE、ROA はほぼ平均値であり、総じていえばほぼ平均的な財務パフォーマンス、バリュエーションとなっている。ブルーオーシャンの強みによる今後の成長が評価された状態ではない。



(出所) FactSet のデータより JPR 作成

参考分析: DCF によるシナリオアナリシス

DCF モデルによる
シナリオアナリシス

メインシナリオの

株主価値は 5,090 百万円

20 億円のエクイティファイナ
ンスシナリオでは株主価値
は 8,723 百万円20 億円のエクイティファイナ
ンスシナリオ + 加重平均コ
スト低下シナリオでは株主
価値は 13,583 百万円

■メインシナリオ

会社ヒアリングにより、以下の前提で DCF 分析(ディスカウントキャッシュフロー)を行った。DCF 分析は理論的な株主価値を示したものであり、実際の時価総額に反映されるとは限らない。あくまで成長性を評価するための理論的な目安として分析したものであり株価や時価総額を保証するものではないことは重ねて留意されたい。

- ① 平残株主資本の 3.2 倍の物件を仕入れる。
- ② 2015 年 3 月期までは、収益不動産の残高を積み上げるために仕入れた物件の 45%を売却し、55%は棚卸資産として積み上げる。
- ③ 2019 年 3 月期以降は仕入れた不動産の 55%を売却する。
- ④ 販売管理費は規模の効果によりゆるやかに 8%弱に改善する。
- ⑤ 販売価格は一戸(マンション一室)あたり 1300 万円として収益不動産事業の売却額を 1300 万円で割った数値だけ受託管理戸数が増大する。
- ⑥ 賃料は 8%とする。
- ⑦ 収益不動産事業の売上原価率は過去の実績 86.4%、ストック型フィービジネスの売上原価率は、55.7%を利用する。

その他詳細な前提は、「DCF モデルの前提」をご覧ください。

なお、永久価値を計算するために 2019 年以降は、当期利益はすべて配当し、全く成長しない前提で計算を行った。加重平均資本コストは、「DCF モデルの前提」で詳細に述べているが、5.09%としている。

その結果は、株主価値は 5,090 百万円となった。

■20 億円のエクイティファイナンス実施シナリオ

仮にエクイティファイナンスを 2 年後に 20 億円を実施したと仮定して、DCF を算出した。株主価値は 8,723 百万円となった。

■20 億円のエクイティファイナンス実施 + 加重平均コスト低下シナリオ

当社の株価は変動が激しく、資本コストが割高になっていると考えている。今後規模拡大により株価変動が低下することで資本コスト低下も想定される。仮に、5.09%が 4.5%に低下し、またエクイティファイナンス 20 億円を実施したとすると DCF を計算したところ株主価値は 13,583 百万円となった。

DCF モデルの前提

項目	計算の前提
連結売上高	推計した収益不動産事業とストック型フィービジネスの合計
収益不動産事業	収益不動産事業の売上原価率より逆算して算出
ストック型フィービジネス	賃料収入と管理手数料の合計
賃料収入	収益不動産残高の平残に8%の賃料利回りをかけて算出
戸当たり管理手数料等	管理戸数の平残に2013年3月期実績値164千円をかけて算出
管理手数料等÷管理戸数平残	2013年3月期の実績で推移すると仮定
管理戸数増加数	収益不動産事業の売上を戸当たりの販売価格で割って推計
収益不動産事業戸当たり販売価格	2013年3月期の実績値で推移すると仮定
総合居住者用不動産事業	2014年3月期の原価で販売すると仮定
販売用不動産当期仕入高	2013年3月期は会社計画値。2014年3月期以降は、販売用不動産2014年3月期の仕入高の平均純資産比から推計
バリューアップ投資額(販売前の改修費用)÷仕入高	2013年3月期の実績で推移すると仮定
販売用不動産当期仕入高の平均純資産比	会社からのヒアリングにより推計
販売用不動産の売上原価と、販売不動産の期首残高+仕入高の合計に対する割合	会社ヒアリングより当社推計、永久価値を算出するうえで2020年3月期以降は残高が増加しない数値で設定
収益不動産事業売上総利益率	2014年3月期当社推計値で推移すると仮定
ストック型フィービジネス売上総利益率	2014年3月期当社推計値で推移すると仮定
総人件費÷売上高	会社ヒアリングをもとに当社推計
収益不動産事業売上高比	2013年3月期実績値で推移すると仮定
その他販売管理費	その他販売管理費の総人件費割合から推計
その他販売管理費の総人件費割合	規模拡大による効率性向上を勘案し当社推計
減価償却費	長期保有の収益不動産に関連する投資に限定されるとの仮定
支払利率	2013年3月期実績値で推移すると仮定
配当性向	2019年3月期までは実績で推移すると推計、2020年3月期以降はすべて配当すると仮定
最低現預金残高(販売管理費の120%)	会社ヒアリングより推計
余剰現預金	最低現預金残高を上回る現預金は余剰資金として定義
売上債権	2013年3月期実績値で推移すると仮定
居住用不動産	2014年3月期でゼロへ
仕掛販売用不動産	売上高比で増加すると推計
その他流動資産	2013年3月期実績値で推移すると仮定
その他負債	2013年3月期で横ばい
実効税率	2015年3月期以降は39%
ネット設備投資	ネット設備投資はゼロと仮定
支払債務	2013年3月期の売上高比回転期間の数値をそのまま2014年3月期以降へ適用
DF(ディスカウントファクター)	(1+加重平均資本コスト)の逆数の年乗
加重平均資本コスト	2010年5月から2013年5月までの日次株価リターンから推計したベータ値1.78に0.7を掛けて0.3とした数値1.55をベータ値として利用。リスクプレミアムは5%。時価総額と有利子負債でウェイト。リスクフリーレートは国債10年物利回りを利用。負債コストは、会社直前期平残有利子負債に対する支払利息より算出。

DCFモデル:現状のビジネスモデル拡大シナリオ

(単位: 指定なしは百万円)											
	実績	計画&推計	推計								
	13/03	14/03	15/03	16/03	17/03	18/03	19/03	20/03	21/03	22/03	永久価値
連結売上高	9,853	10,700	11,548	13,465	15,130	17,077	23,029	23,958	23,958	23,958	
売上原価	8,319	9,020	9,523	11,108	12,485	14,095	19,130	19,926	19,926	19,926	
売上総利益	1,534	1,680	2,025	2,356	2,646	2,982	3,899	4,032	4,032	4,032	
収益不動産事業売上総利益	1,010	1,193	1,370	1,600	1,798	2,032	2,794	2,917	2,918	2,918	
ストック型フィービジネス売上総利益	385	486	655	757	847	951	1,105	1,114	1,114	1,114	
売上総利益率	15.6%	15.7%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	16.8%	16.8%	16.8%	
収益不動産事業売上総利益率	13.7%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	
ストック型フィービジネス売上総利益率	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%	
販売管理費	981	1,066	1,249	1,403	1,429	1,490	1,865	1,865	1,865	1,865	
(売上高比)	10.0%	10.0%	10.8%	10.4%	9.4%	8.7%	8.1%	7.8%	7.8%	7.8%	
総人件費	339	350	413	471	484	512	645	647	647	647	
(総人件費÷売上高)	3.4%	3.3%	3.6%	3.5%	3.2%	3.0%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	
販売仲介手数料	229	273	314	367	412	466	640	669	669	669	
その他販売管理費	413	442	522	566	533	512	580	550	550	550	
その他販売管理費の総人件費割合	122%	126%	126%	120%	110%	100%	90%	85%	85%	85%	
減価償却費	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	
営業利益	553	614	776	953	1,217	1,492	2,033	2,167	2,167	2,167	
(営業利益率)	5.6%	5.7%	6.7%	7.1%	8.0%	8.7%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%	
支払利息	128	104	187	220	246	271	275	266	266	266	
(支払利息率)	3.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	
その他営業外損益	-64	-60	-29	-34	-39	-44	-60	-63	-63	-63	
+その他営業外収益合計	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
-その他営業外収益合計	-67	-15	-16	-19	-21	-24	-32	-33	-33	-33	
支払手数料	-14	-15	-16	-19	-21	-24	-32	-33	-33	-33	
(売上高比)	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	
経常利益	361	450	560	699	933	1,177	1,698	1,838	1,838	1,838	
税引前利益	361	450	560	699	933	1,177	1,698	1,838	1,838	1,838	
税率	40.1%	40.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	
法人税等	145	180	218	273	364	459	662	717	717	717	
当期利益	216	270	342	427	569	718	1,036	1,121	1,121	1,121	
配当	52	43	54	68	90	114	165	1,121	1,121	1,121	
配当性向	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%	100.0%	100.0%	100.0%	
内部留保	190	227	287	359	479	604	871	0	0	0	
(単位: 指定なしは百万円)											
貸借対照表	13/03	13/03	13/03	13/03	13/03	13/03	13/03	13/03	13/03	13/03	
現金	2,214	1,279	1,499	1,684	1,715	1,788	2,239	2,238	2,238	2,238	
売上債権	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	
棚卸資産	5,368	9,629	11,540	13,082	14,706	16,613	16,226	16,264	16,264	16,264	
販売用不動産	4,972	9,200	11,077	12,542	14,100	15,929	15,303	15,303	15,304	15,304	
①短期・中長期販売用収益不動産	4,449	9,200	11,077	12,542	14,100	15,929	15,303	15,303	15,304	15,304	
居住用不動産	523	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
仕掛販売用不動産	395	429	463	540	607	685	923	960	960	960	
(売上高比)	4.0%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	
その他流動資産	267	267	267	267	267	267	267	267	267	267	
流動資産	7,860	11,186	13,317	15,044	16,699	18,680	18,743	18,780	18,781	18,781	
ネット有形固定資産	1,129	1,129	1,129	1,129	1,129	1,129	1,129	1,129	1,129	1,129	
②長期収益不動産	1,087	1,087	1,087	1,087	1,087	1,087	1,087	1,087	1,087	1,087	
建物	217	217	217	217	217	217	217	217	217	217	
土地	869	869	869	869	869	869	869	869	869	869	
その他資産	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	
①+②=収益不動産残高	5,536	10,287	12,164	13,629	15,187	17,016	16,390	16,390	16,391	16,391	
その他固定資産	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128	
総資産	9,117	12,444	14,574	16,301	17,957	19,937	20,000	20,038	20,038	20,038	
総資産計算	9,117	12,444	14,574	16,301	17,957	19,937	20,000	20,038	20,038	20,038	
支払債務	224	243	262	306	344	388	523	544	544	544	
(売上高回転期間: 日商比、期末)	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	
有利子負債総額	5,006	8,086	9,910	11,235	12,374	13,707	12,764	12,780	12,780	12,780	
その他負債	991	991	991	991	991	991	991	991	991	991	
株主資本	2,897	3,124	3,411	3,770	4,249	4,852	5,723	5,723	5,723	5,723	
資本・負債	9,117	12,444	14,574	16,301	17,957	19,937	20,000	20,038	20,038	20,038	
DCF計算	13/03	14/03	15/03	16/03	17/03	18/03	19/03	20/03	21/03	22/03	永久価値
NOPBT(営業利益-支払手数料)	539	599	760	934	1,196	1,469	2,002	2,134	2,134	2,134	
実効税率	40.1%	40.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	
NOPAT	322	359	463	570	729	895	1,221	1,301	1,301	1,301	
ネット設備投資	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
運転資本	6,600	10,943	13,054	14,738	16,355	18,292	18,220	18,236	18,236	18,236	
最低現金残高(販売管理費+20%)	1,178	1,279	1,499	1,684	1,715	1,788	2,239	2,238	2,238	2,238	
売上債権	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	
棚卸資産	5,368	9,629	11,540	13,082	14,706	16,613	16,226	16,264	16,264	16,264	
その他流動資産	267	267	267	267	267	267	267	267	267	267	
支払債務	224	243	262	306	344	388	523	544	544	544	
運転資本増加	2,369	4,343	2,111	1,684	1,617	1,937	-72	16	0	0	
FCF	-2,047	-3,984	-1,648	-1,114	-888	-1,042	1,293	1,285	1,301	1,301	1,301
DF	0.952	0.905	0.862	0.820	0.780	0.742	0.706	0.672	0.640	12.567	
加重平均資本コスト	5.09%										
FCFの現在価値		-3,791	-1,492	-960	-728	-813	960	908	875	832	16,350
合計	12,140										
余剰現金	1,036										
企業価値	13,176										
有利子負債	8,086										
株主価値	5,090										

(出所)JPR 作成。2014年3月期は、売上高、営業利益、経常利益、当期利益、収益不動産仕入高、期末収益不動産棚卸残高について会社開示資料の数字を利用し、他の項目はJPRが推計。

DCFモデル:20億円増資+加重平均資本コスト改善シナリオ

	(単位: 指定なしは百万円)											
	実績	計画&推計	推計	永久価値								
	13/03	14/03	15/03	16/03	17/03	18/03	19/03	20/03	21/03	22/03	22/03	永久価値
連結売上高	9,853	10,700	13,469	18,689	22,593	26,299	35,943	37,759	37,759	37,759	37,759	
売上原価	8,319	9,020	11,129	15,455	18,668	21,726	29,875	31,424	31,424	31,424	31,425	
売上総利益	1,534	1,680	2,340	3,233	3,925	4,573	6,068	6,335	6,335	6,335	6,335	
収益不動産事業売上総利益	1,010	1,193	1,608	2,237	2,697	3,138	4,369	4,607	4,607	4,607	4,607	
ストック型フィービジネス売上総利益	385	486	732	997	1,228	1,435	1,699	1,728	1,728	1,728	1,728	
売上総利益率	15.6%	15.7%	17.4%	17.3%	17.4%	17.4%	16.9%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	
収益不動産事業売上総利益率	13.7%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	
ストック型フィービジネス売上総利益率	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%	
販売管理費	981	1,066	1,303	1,952	2,136	2,297	2,913	2,942	2,942	2,942	2,942	
(売上高比)	10.0%	10.0%	9.7%	10.4%	9.5%	8.7%	8.1%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	
総人件費	339	350	413	654	723	789	1,006	1,019	1,019	1,019	1,019	
(総人件費÷売上高)	3.4%	3.3%	3.1%	3.5%	3.2%	3.0%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	
販売仲介手数料	229	273	368	513	618	719	1,001	1,056	1,056	1,056	1,056	
その他販売管理費	413	442	522	785	795	789	906	867	867	867	867	
その他販売管理費の総人件費割合	122%	126%	126%	120%	110%	100%	90%	85%	85%	85%	85%	
減価償却費	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	
営業利益	553	614	1,036	1,282	1,788	2,276	3,154	3,393	3,393	3,393	3,393	
(営業利益率)	5.6%	5.7%	7.7%	6.9%	7.9%	8.7%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	
支払利子	128	104	186	255	339	401	419	407	408	408	408	
(支払利率)	3.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	
その他営業外損益	-64	-60	-34	-48	-59	-69	-96	-101	-101	-101	-101	
+その他営業外収益合計	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
-その他営業外収益合計	-67	-15	-19	-26	-31	-36	-50	-52	-52	-52	-52	
支払手数料	-14	-15	-19	-26	-31	-36	-50	-52	-52	-52	-52	
(売上高比)	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	
経常利益	361	450	816	978	1,390	1,805	2,640	2,884	2,884	2,884	2,884	
税引前利益	361	450	816	978	1,390	1,805	2,640	2,884	2,884	2,884	2,884	
税率	40.1%	40.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	
法人税等	145	180	318	381	542	704	1,030	1,125	1,125	1,125	1,125	
当期利益	216	270	498	597	848	1,101	1,610	1,760	1,759	1,759	1,759	
配当	52	43	79	95	135	175	256	1,760	1,759	1,759	1,759	
配当性向	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
内部留保	190	227	419	502	713	926	1,354	0	0	0	0	
												(単位: 指定なしは百万円)
貸借対照表	13/03	13/03	13/03	13/03	13/03	13/03	13/03	13/03	13/03	13/03	13/03	
現金	2,214	1,279	1,564	2,342	2,564	2,756	3,496	3,530	3,530	3,530	3,530	
売上債権	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	
棚卸資産	5,368	9,629	13,557	18,315	22,065	25,662	25,370	25,444	25,444	25,444	25,444	
販売用不動産	4,972	9,200	13,017	17,566	21,159	24,607	23,930	23,930	23,930	23,930	23,930	
①短期・中長期販売用収益不動産	4,449	9,200	13,017	17,566	21,159	24,607	23,930	23,930	23,930	23,930	23,930	
居住用不動産	523	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
仕掛販売用不動産	395	429	540	749	906	1,054	1,441	1,514	1,514	1,514	1,514	
(売上高比)	4.0%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	
その他流動資産	267	267	267	267	267	267	267	267	267	267	267	
流動資産	7,860	11,186	15,399	20,935	24,907	28,696	29,145	29,252	29,252	29,252	29,252	
ネット有形固定資産	1,129	1,129	1,129	1,129	1,129	1,129	1,129	1,129	1,129	1,129	1,129	
②長期収益不動産	1,087	1,087	1,087	1,087	1,087	1,087	1,087	1,087	1,087	1,087	1,087	
建物	217	217	217	217	217	217	217	217	217	217	217	
土地	869	869	869	869	869	869	869	869	869	869	869	
その他資産	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	
①+②=収益不動産残高	5,536	10,287	14,104	18,653	22,246	25,694	25,017	25,017	25,017	25,017	25,017	
その他固定資産	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128	
総資産	9,117	12,444	16,656	22,193	26,164	29,954	30,402	30,509	30,510	30,510	30,510	
総資産計算	9,117	12,444	16,656	22,193	26,164	29,954	30,402	30,509	30,510	30,510	30,510	
支払債務	224	243	306	424	513	597	816	857	857	857	857	
(売上高回転期間: 日商比、期末)	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	
有利子負債総額	5,006	8,086	9,817	14,734	17,903	20,683	19,558	19,624	19,624	19,624	19,624	
その他負債	991	991	991	991	991	991	991	991	991	991	991	
株主資本	2,897	3,124	5,543	6,044	6,757	7,683	9,038	9,038	9,038	9,038	9,038	
資本・負債	9,117	12,444	16,656	22,193	26,164	29,954	30,402	30,509	30,510	30,510	30,510	
エクイティファイナンス				2,000								
DCF計算	13/03	14/03	15/03	16/03	17/03	18/03	19/03	20/03	21/03	22/03	永久価値	
NOPBT(営業利益-支払手数料)	539	599	1,018	1,256	1,757	2,239	3,105	3,341	3,341	3,341	3,341	
実効税率	40.1%	40.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	
NOPAT	322	359	620	766	1,071	1,366	1,894	2,037	2,037	2,037	2,037	
ネット設備投資		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
運転資本	6,600	10,943	15,093	20,511	24,393	28,099	28,328	28,394	28,395	28,395	28,395	
最低現預金残高(販売管理費+20%)	1,178	1,279	1,564	2,342	2,564	2,756	3,496	3,530	3,530	3,530	3,530	
売上債権	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	
棚卸資産	5,368	9,629	13,557	18,315	22,065	25,662	25,370	25,444	25,444	25,444	25,444	
その他流動資産	267	267	267	267	267	267	267	267	267	267	267	
支払債務	224	243	306	424	513	597	816	857	857	857	857	
運転資本増加	2,369	4,343	4,150	5,418	3,882	3,706	229	66	1	0	0	
FCF	-2,047	-3,984	-3,530	-4,652	-2,811	-2,340	1,665	1,971	2,036	2,037	2,037	
DF		0.957	0.916	0.876	0.839	0.802	0.768	0.735	0.703	0.673	14.953	
加重平均資本コスト		4.50%										
FCFの現在価値		-3,812	-3,233	-4,077	-2,357	-1,878	1,279	1,448	1,432	1,371	30,460	
合計	20,633											
余剰現預金	1,036											
企業価値	21,669											
有利子負債	8,086											
株主価値	13,583											

(出所)JPR作成。2014年3月期は、売上高、営業利益、経常利益、当期利益、収益不動産仕入高、期末収益不動産棚卸残高について会社開示資料の数字を利用し、他の項目はJPRが推計。

ディスクレマー

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュが「ANALYST NET」の名称で発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。株式会社ティー・アイ・ダヴリュは原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません。
- 株式会社ティー・アイ・ダヴリュは、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して、対象企業より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。
- 執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも、対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、株式会社ティー・アイ・ダヴリュならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、株式会社ティー・アイ・ダヴリュの承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。
- 「ANALYST NET」は株式会社ティー・アイ・ダヴリュの登録商標です。

ジェイ・フェニックス・リサーチ 株式会社

〒 105-0003

東京都港区西新橋 1-2-9 日比谷セントラルビル 14F

TEL 03-5532-7647

株式会社 ティー・アイ・ダヴリュ

〒 102-0072

東京都千代田区飯田橋 4-8-6 日産ビル 201

TEL 03-6272-4000