

企画開発力に裏打ちされた独自の不動産再生ビジネスで成長

時価総額: 126.0億円 M&A案件収入も業績に貢献、小資本下で高ROE維持

株価: 340円(7月1日) 想定レンジ(1年) 300円-480円 年初来高値415円/同安値245円

企業概要

設立: 1998年5月
上場: 2006年12月
株主数: 3,172名(15/3)
連結従業員数: 30名(15/3)
本社: 東京都渋谷区
代表取締役: 麻生正紀

キャッシュフロー(15/3期)

営業CF 3,019(百万円)
投資CF -3(百万円)
フリーCF 3,016(百万円)
財務CF -2,236(百万円)
期末現金残高1,159(百万円)

発行済株式数 37,131,000株

(自己株式 60,400株)
予想EPS(16/3期) 21.04円
予想PER 16.2倍
実績BPS(15/3期) 79.59円
実績PBR(15/3期) 4.27倍
実績ROE(15/3期) **39.2%**
予想ROE(16/3期) **26.4%**
今期予想一株配当金 5.0円
同配当性向 23.8%
予想配当利回り 1.47%
減価償却費(15/3期) 12百万円
粗利率(15/3期) 27.4%
自己資本比率(15/3期) 68.0%



【年間高安・出来高】

2014年高値330円—安値158円 出来高3,652.19万株
2015年高値415円—安値245円 出来高2,177.29万株

■要約(Executive Summary) リーマンショック後の不動産不況から脱し、業界環境が好転する中で事業拡大が本格化。2015年3月期は芝公園に所在するオフィスビルを結婚式場にコンバージョンし、高収益化を実現させREITに対して売却できたことや田園調布の宅地8区画の売却、那覇タワーの売却などから期初計画を大幅に上回りました。仕入活動も順調で、前期は葉山南や伊豆熱川をはじめとする販売用不動産の取得(2015年4月に横浜中華街の中心地の物件を取得)に加え、JVやSPCを通じた各種プロジェクトにも積極的に資金投下を行い、事業のスピードアップとスケール拡大に注力。今期以降の業績拡大を睨んでいます。

同社のビジネスは金融機関からの融資を受け、中古のビルや不動産を仕入れて、再生リニューアルし、価値を高めて売却する価値創造型のビジネスです。企画力を背景とした不動産と金融が融合して市場の活性化を図り、市場のニーズに応じていくことで成長を図っていく計画です。既に様々な案件で実績を重ねており、2020年の東京オリンピック開催で首都圏中心に、耐震建替需要が高まる中で中期的な業績拡大が期待されます。同社のビジネスには不動産を取得、バリューアップ(開発ないしプラン作成)して販売するプリンシパルインベストメント事業と賃貸管理、PM(プロパティマネジメント)、コンサルティング(売買仲介、賃貸仲介)がありますが、前期は前者に注力し、仕入活動の強化、早期再生・早期販売に努めてきました。

同社では配当性向30%を目処に株主還元を実施する予定で、前期は年7円(普通配当5円、復配記念配当2円)の復配を実施。今期は期初段階では普通配当5円を計画。同社は今期の業績計画について、既に公表済みの中期3カ年計画に沿って公表していますが、期中においてJVやSPCを通じた各種プロジェクトの進捗次第では見直しする可能性も考えられます。中期計画では2017年3月期について売上高110億円、営業利益20億円を目指しており、引き続き積極的な拡大が期待されます。

■株価評価(Valuation) 東京オリンピック開催に向けた不動産市況の好転に加え、同社ならではの高い企画力による不動産再生により、株式市場での評価も着実に高まっています。収益の向上とともに、上場後の時価総額のピーク水準(278億円)に向かっている状況が見られます。2014年1月に200分割を実施したことで、流動性が増しており、このところ出来高も増加。2015年の出来高は半年足らずで昨年を上回るペースで取引されています。不動産市況に余り影響を受けないユニークなビジネスモデルを背景に中長期的な収益の拡大に向けた先行投資がなされており、今後も株価の上昇トレンドが続くと期待されます。2015年5月20日に実施した180万株の株式立会外分売(分売価格298円)で株価は一時的に下落しましたが、その後は戻り歩調。昨年12月に東証マザーズに上場したピーロット(3452・時価総額95.6億円、今期予想経常利益4.3億円)が比較企業として挙げられますが、収益水準からすれば圧倒的に同社の方が投資価値は高いと考えられます。

(単位: 100万円)	売上高	YOY	営業利益	YOY	経常利益	YOY	当期利益	YOY	EPS
13年3月期	1,544	-9.3%	347	0.6%	145	-50.5%	120	-63.7%	4.2
14年3月期	2,984	93.3%	464	33.7%	362	149.7%	399	232.5%	11.0
15年3月期	6,334	112.3%	1,027	121.2%	993	173.9%	966	142.2%	26.1
16年3月期予	8,100	27.9%	1,300	26.5%	950	-4.4%	780	-19.3%	21.0

価値創造型不動産ビジネス



同社のビジネスは金融と不動産が融合した領域で、新しい価値の創造をしていく価値創造型の不動産ビジネスという点に特徴があります。立地や物件の状況に応じて、これまでの経験等に基づいた様々な企画力を駆使して不動産のバリューアップを図り、そこに金融スキームも入れて一層のバリューアップを図る同社のビジネスの流れが鮮明に打ち出されています。徹底したコンプライアンス重視を基本としてスピーディさ、厳格なデューデリジェンスを行い不動産の開発力・プロデュース力・金融スキームによって、都市価値の創造を図り、企業価値の拡大に取り組む姿勢が既に実績となって表れており、とりわけ前期は東京・芝公園のオフィスビルを結婚式場にコンバージョンして35億円規模でREITへ売却できたという実績が生まれ、これが他のREITや金融機関へのアピールとなり、同社への引き合いが活発になっているとされます。

M&A仲介ビジネスが新収入源

【事業アイテム】

- ①プリンシパルインベストメント事業
オフィスビルや住宅、土地などの不動産を取得し、バリューアップ(開発ないしプラン作成)し販売
- ②ソリューション事業
賃貸管理、PM(資産管理)、コンサルティング(売買仲介、賃貸仲介を含む)など
- ③その他事業
M&Aによって得た新規事業の運営、不動産M&A、企業M&Aの仲介

同社の主たる収益源となっているのは、各不動産再生プロジェクトに対してのプリンシパルインベストメント事業(オフィスビルや住宅、土地などの不動産を取得しバリューアップして販売)ですが、各物件の管理料を柱にしたソリューション事業についても収益の安定化を果たすために注力しています。更に、その他事業として子会社大多喜ハーブガーデンでハーブガーデンの運営・企画を行っています。大多喜ハーブガーデンは2014年2月にM&Aによる子会社化で得た事業ですが、今後ともこうした戦略的なM&Aによる収益拡大にも注力する意向です。比較的規模が大きなM&A案件については大手企業同士の仲介役を担い、仲介手数料を得ることも念頭に入れています。このように資本蓄積がまだ不十分な段階では自社資金の投入よりリスクを抑えた事業展開を図り、資本効率の向上を図る意向です。プリンシパルインベストメント事業においてもJV(ジョイントベンチャー)やSPC(特別目的会社)等を通じた各種プロジェクトにも積極的に資金投下し、資本効率を高め売上高利益率やROEを高めしていく方針です。

売却資金で新たな物件取得

【プリンシパルインベストメント事業業績】
(単位:100万円)

決算期	売上高	セグメント利益
2014年3月期	2,544	509
2015年3月期	5,680	1,122

取得した不動産に付加価値をつけて買い手に売却することで同社の業績は拡大することになりますが、現在はその規模が拡大過程にあると考えられます。主力のプリンシパルインベストメント事業の前期売上高は56億80百万円、セグメント利益は11億22百万円となりましたが、主な売却案件は芝公園プロジェクト(取得2011年5月/売却2014年5月)、那覇タワー(取得2011年8月/売却2014年7月)、千葉県滝台(取得2014年3月/売却2014年7月)、田園調布戸建(取得2013年8月/完売2014年9月)、代々木5丁目ビル(取得2013年8月/売却2015年3月)。芝公園プロジェクトや那覇タワー案件といった大型案件を除くと基本的には1年内に売却が図られます。

前期は保有資産売却の一方で葉山南(希少価値の高い高級別荘地)、富士河口湖(富士山が眺望できる保養所)、伊豆熱川(遊休保養所を大企業より取得、温泉活用など企画)、横浜・山下町(横浜中華街の中心値にある希少価値の高い物件、引渡は2015年4月)などを取得。10億円で仕入れた土地・建物に追加投資15億円をかけ、35億円で売却するに至った芝公園プロジェクトのような事例を増やすことが今後の目標となりますが、前期末の販売用不動産は7億円余り(2014年3月期37.8億円)に留まっており、案件がやや少ないという印象があります。この点については自社が事業推進のリーダー役を担うJVやSPCなどへの営業出資金の増加(2.6億円→19億円)によってそれらを収益化することでカバーできるとしています。

ソリューション事業も強化

【ソリューション事業業績】

(単位:100万円)

決算期	売上高	セグメント利益
2014年3月期	439	202
2015年3月期	458	223

既存物件の管理強化に加えて、新規の建物管理受託(プロパティマネジメントサービス)にも注力していますが、前期は期初段階でREITへ芝公園物件を売却したためで賃料収入が大幅に減少。これを補ったのが売買仲介報酬。前期は海外のREITに対して首都圏にある大型商業施設の売買を仲介したことによる仲介報酬が発生したとされ、売上、利益とも大きな伸びには至っていませんが、安定した収益源となっています。同社は今後も自社管理先の不動産オーナーの購入・売却ニーズの把握に努め、建物管理から不動産売買につながる取り組みを強化する構えです。

中期計画見直しへ

2014年4月に策定した中期計画の初年度は、フォローの外部環境の下で計画を大きく上回って着地しました。今期からの2年目以降はそのまま昨年立案した中期計画を踏襲した形で公表していますが、進捗状況を見ながら期中において数値の見直しも考えられます。

更なる成果創出と目標達成に邁進すると同時に次の発展方向を見据え次期以降に開花するテーマに取り組む成長計画を意図しており、基本方針としては①エリア・用途を限定せず潜在的バリューがある不動産を取得し、自社企画により潜在的な付加価値を高める。(第2の芝公園プロジェクト探し)。②都市開発などJV・SPC等を通じた数十億円～数百億円規模の大型プロジェクトへの出資。③戦略的M&Aの推進、不動産M&Aコンサルティングの強化。④プロパティマネジメント業務を通じた不動産オーナーとの長期的な取引関係構築の4つを掲げています。引き続きフォローの外部環境を最大限に活かした積極経営でこれまで以上の成長が期待されます。

大型プロジェクトにも出資

潜在価値のある販売用不動産(2015年3月末:7億円)の取得に努めるほか、JVやSPC等を通じたプロジェクトへの出資にも注力。現時点で全プロジェクトが完了した際の売却総額は200億円を超える見込みで、プロジェクト完了後に同社にもたらされる利益は、出資比率に応じたものではなく、同社がGP(ジェネラルパートナー)として主導権を有す案件は相応の利益を得るビジネスモデルとなります。また、案件によってはプロジェクトの完成期間に応じたリターンを得ることで、出資比率以上のリターンを上げることができ、大きな利益貢献が期待されます。

スピードアップ図るM&Aも視野

不動産再生事業やプロパティマネジメント事業とのシナジー効果が見込まれる企業のM&A又は事業買収を積極化し、時間価値をを買う戦略を推進しようとしています。このほか不動産M&Aコンサルティングや売買コンサルティングサービスの提供で収益性の維持・向上に努めようとしています。

売上高営業利益率は2014.3期の15.5%から2015.3期は16.2%に向上。今期は16.0%で前期並みを見込んでいますが、来2017.3期は18.2%と更に向上が見込まれます。また、EPSは前期の26.1円から2016.3期21.0円、2017.3期は32.4円に高まる見込みです。同社は配当性向30%をベースにしており、前期は年7円(普通配当5円、復配記念配当2円)の復配を実施。今期は期初段階では普通配当5円を計画。しかしながら、配当性向30%を前提にすると来期も増配が期待され配当利回り面でも株価を下支えすると見られます。

【株価水準と配当金及び配当利回り】

	今期	今期修正	来期
EPS	21.0円	22.9円	32.4円
配当金	5.0円	7.0円	10.0円
配当性向	26.9%	30.6%	30.9%
株価水準			
300円	1.67%	2.33%	3.33%
340円(時価)	1.47	2.06	2.94
400円	1.25	1.75	2.50
500円	1.00	1.40	2.00

利益連動で拡大中の時価総額

【決算期末株価と時価総額推移】

(単位:円、億円)

決算期	株価	時価総額	経常益
2007.3	237,000	152.1	11.4
2008.3	22,200	14.3	1.1
2009.3	9,320	6.0	-14.7
2010.3	7,800	5.5	-4.0
2011.3	17,910 *1	25.8	0.2
2012.3	28,500	41.2	2.9
2013.3	49,700	71.9	1.5
2014.3	209 *2	77.6	3.6
2015.3	355	131.6	9.9
時価	340	126.0	9.5
2016.3予	432	160	9.5+α
2017.3予	580	215	16.0

(*1 11,970円で第三者割当増資)

(*2 2013 年末200分割実施)

前期の業績については3回上方修正され、その都度株価の上昇に寄与しました。同社は2007年3月期の決算期中の2006年12月に東証マザーズに上場。上場期末の時価総額は実績経常利益の13.3倍でした。これを今期の予想経常利益9.5億円に当てはめれば2016.3末の時価総額は126億円、株価は340円が想定されます。ほぼ時価水準となりますので今後の株価の上昇は期待できないこととなりますが、期中において今期の経常利益が上方修正される可能性がありますので、その内容に呼応する格好で株価は水準訂正の余地があります。

前期からスタートした中期3カ年計画は上場時の業績水準を超えるアグレッシブなものです。進捗状況を見ながら更に修正が加えられる可能性があります。2017年3月期の売上高110億円、経常利益16億円を現状では計画していますが、同社では更にこの計画を上回るように努めていく考えです。また、今期の経常利益は中期計画線上の9.5億円としています。好業績への期待から今後は上場時並みの時価総額に接近するものと想定しています。

今期業績は期中上方修正も

現状時価総額: 126.0億円(時価340円)

目標時価総額(1年): 216億円

目標とする予想PER: 18倍

前提となる予想業績:

2017年3月期経常利益16.0億円

目標株価(1年)583円

2017年3月期予想EPS32.4円

32.4円 × 18 = 583円

【前提】

- ① 今期から来期業績の順調な進捗
- ② 新たな株式の発行を行わない
- ③ 大型プロジェクト物件の順調な仕入
- ④ M&Aなど仲介報酬増加
- ⑤ フォローの外部環境

同業他社比較

【売上高経常利益率/ROE比較】

同社 11.7%/26.8%

ムゲン 10.0%/28.4%

スターマイカ 9.4%/7.4%

ビーロット 8.0%/20.8%

ADワークス 4.8%/6.6%(**)

イーグランド 4.2%/11.5%

インテリックス 3.2%/7.1%

7社平均 7.3%/15.5%

(*インテリックス以外は今期予想)

(**当期利益未公表で推定値)

【企業比較】

(単位: 円、億円、倍、%)

株価は7月1日現在

リスク要因

芝公園プロジェクトをはじめとする優良物件の売却が順調に進み、不動産再生事業が業績を牽引。前期の業績は過去最高益を更新。平成21年3月期以降、無配を継続してきましたが、前年7月の復配を実施。今期の業績計画は2014年4月策定(2015年2月修正)の中期経営計画に基づいた数値となっている為、増収、営業増益となるものの経常利益、当期利益は減益を見込む形となっています。この点について同社では、中期経営計画を重要な指標としながらも積極的に業績拡大を図る方針であり、進捗状況によっては中期経営計画自体の見直しも有りうるとしています。昨年は結果として3回の業績上方修正を行いました。不動産業の仕組みとして大型物件の売却があると業績が上振れすることになり、そのあたりの調整が難しいと見られます。収益案件については前期の仕込んだ物件やSPCによる出資案件などが控えており、今期以降の業績拡大基調にはあると推察されますが、着地となる業績数字には多少の変動余地が残っています。

今期の売上高はすべての案件が消化されれば81億円の計画線をクリアすると見られます。JVなどに関わるところは利益だけ取り込むことになる可能性があり、利益面では十分に現在の計画線をクリアすると見られ、期中に上方修正の可能性もあると見られます。

厳密に類似している上場企業は見出し難いですが、価値向上型の不動産投資業態では直近上場のビーロット(3452マザーズ)が比較対象となるかも知れません。このほかスターマイカ(3230JQ)、エーディーワークス(3250JQ)、イーグランド(3294JQ)、ムゲンエステート(3299マザーズ)、インテリックス(8940東証2部)などがあり、これらの同業他社の平均値と比べ同社株は指標面で極端な割安感は見出せませんが、足下の業績が堅調である点や今後の事業展開力、収益性指標である売上高経常利益率及びROEが他社平均より高いといった点などで優位性があり、評価を高める余地があります。

企業(コード)	時価	時価総額	予想経常利益	PER	PBR	配当利回り
スターマイカ(3230)	1,508	150.8	14	15.5	1.16	1.46
ADワークス(3250)	44	98.5	6	25.9	1.72	0.80
イーグランド(3294)	715	45.1	7.5	9.0	1.04	1.40
ムゲンE(3299)	2,577	282.7	38.6	12.2	3.46	0.85
ビーロット(3452)	2,880	95.6	4.3	27.5	7.95	—
インテリックス(8940)	828	73.0	8.7	13.2	0.91	2.42
6社(ないし5社)平均		124.3	13.2	17.2	2.71	1.39
同社(3237)	340	126.0	9.5	16.2	4.27	1.47
JASDAQ平均(7月1日現在)				17.8	1.39	1.56

経験豊富な経営トップへの過度な依存や不動産業界での競争激化、金利上昇、不動産市況の上昇による仕入れコスト上昇に伴う投資利回りの低下、金融機関等の融資姿勢の厳格化、有利子負債への依存度の高まり、在庫リスク、資金繰りリスク、物件売却の時期のずれによる業績変動、訴訟の可能性、取扱不動産物件の欠陥、瑕疵、不慮の事故などのリスク要因が考えられます。リーマンショックのような世界的な景気のダウンにつながるようなマクロ経済の動向に影響を受けることもリスク要因です。首都直下型地震など予期せぬ大規模な災害の発生もリスク要因となると考えられます。

《レポートにおける免責・注意事項》

当資料は、情報提供を目的としており、金融商品に係る売買を勧誘するものではありません。記載されている内容は投資判断の参考として当社の見解をお伝えするもので、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。銘柄の選択・売買時期の決定など投資に関する最終決定は、お客様ご自身の責任と判断でなされるようお願いいたします。また、当資料の一部または全てを利用することにより生じたいかなる損失・損害についても責任を負いません。当資料の一切の権利は株式会社プライムコミュニケーションズに帰属しており、無断での複製、転送、転載等を禁じます。

本レポートの作成者: 松尾 範久(公益社団法人 日本証券アナリスト協会検定会員)

所属企業: 株式会社プライムコミュニケーションズ <http://www.primecom.jp/index.html>

〒104-6002 東京都中央区晴海1-8-10 トリトンスクエア オフィスタワーX 2F

TEL: 03-6219-6055 FAX: 03-6219-0056 e-mail: matsuo55@jcom.home.ne.jp