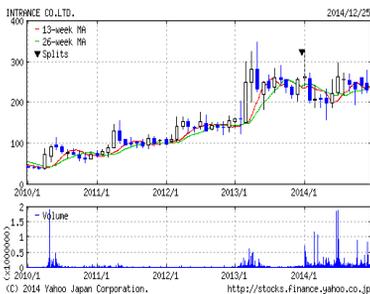


不動産開発と金融の融合による積極的な攻めの経営に転換し成長

時価総額: 91.3億円

今中間期の業績は順調に進捗、配当性向30%目処に復配の意向

株価: 246円(2014年12月30日)
目標株価(期間:2年) 547円
2014年高値330円/安値158円



発行済普通株式数 37,131,000株
(2014年12月30日現在)

予想EPS(15/3期) 18.07円
予想PER 13.6倍
実績BPS(14/9期) 77.3円
実績PBR 3.2倍

キャッシュフロー(14/9期)

営業CF 3,106(百万円)
投資CF -852(百万円)
財務CF -2,323(百万円)
期末現預金 310(百万円)

企業概要

設立: 1998年5月
上場: 2006年12月
株主数: 2,800名(14/9)
従業員数: 26名(14/9)
本社: 東京都渋谷区
代表取締役: 麻生正紀

■ 要約 ~REITへの開発物件売却が実現し信頼性高まる~

リーマンショック後の不動産不況から脱して本格的な事業拡大局面を迎えつつある同社は、その経営の舵取りを担う麻生社長の積極的な経営手腕が発揮され、業績の拡大が見られます。2015年3月期第2四半期の業績は、2014年4月において芝公園プロジェクトの売却がREITに対して予定通りに完了したことや、下半期に予定していた物件の前倒しによって期初計画を大幅に上回りました。下期は大型物件の売却は見込んでいませんが、海外REITからの仲介手数料収入が見込まれることもあり、期初計画の業績を上回る修正見通しを発表しています。

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 대응し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今期以降の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、今期は前者に注力し、仕入れ活動の強化、早期再生・早期販売に努めています。同社では配当性向30%を目処に株主還元を検討。既に中間期で配当の原資に充当できる利益剰余金が8億33百万円となっており、今期は復配を検討しています。また、来期以降も収益の拡大に連れて増配が見込まれます。

中期計画では国内においてはエリア、用途を限定せず、積極的に物件取得や大型プロジェクトへの出資により規模を大型化させていく意向。また、既に物件管理などで関係構築を図れた不動産オーナーとの長期的な関係を構築し、事業の好循環に努めていく方針です。また海外プロジェクトにも注力し事業規模の拡大を図り、2017年3月期の売上高110億円、営業利益20億円、ROE15%以上の維持を目指しています。また、買収した大多喜ハーブガーデンの再生化を図るなどM&Aにも熱心です。そこでも同社の優れた企画力が活かされようとしています。

■ 株価評価 ~収益の拡大で評価向上~

2006年12月の上場初値は25万円(200分割前)、上場直後の高値は43.3万円(同)で時価総額は278億円でしたが、その後起きたリーマンショックで業績が急激に悪化し、2008年10月にはわずか5,200円(同、時価総額3.3億円)という安値をつけました。2010年6月には経営陣が一新されるとともに、業績が徐々に安定し、再成長に向けた体制が構築されたことや東京オリンピックに向けた積極的なビジネス展開への期待が高まりつつあります。また、2013年12月末に200分割を実施したことで、流動性が増し、売買高も増加。中長期的な収益の拡大とともに上場時に見られた評価の高まりで、今後も株価の上昇トレンドが続くと期待されます。

(単位: 百万円)	売上高	YOY	営業利益	YOY	経常利益	YOY	当期利益	YOY	EPS
12年3月期	1,702	-	345	-	293	-	331	-	11.5
13年3月期	1,544	-9.3%	347	0.7%	145	-50.4%	120	-63.8%	4.2
14年3月期	2,984	93.3%	464	33.7%	362	149.4%	399	232.5%	11.0
15年3月期予	6,000	101.1%	850	82.9%	720	98.5%	670	67.9%	18.1

今期は2回の業績上方修正

【上場後の業績推移】(単位:百万円)

決算期	売上高	営業利益	経常利益
2006.3	2,708	631	567
(マザーズ上場)			
2007.3	8,986	1,265	1,139
(サブプライムショック)			
2008.3	8,200	223	106
(リーマンショック)			
2009.3	3,776	▲1,374	▲1,474
2010.3	143	▲352	▲398
2011.3	2,386	53	16
2012.3	1,702	345	293
2013.3	1,544	347	145
2014.3	2,984	464	362
(再成長開始)			
2014.9	5,487	992	967
2015.3E	6,000	850	720
2016.3E	8,100	1,300	950
2017.3E	11,000	2,000	1,600

金融と不動産が融合



芝公園プロジェクトが成功



【2つの事業アイテム】

- 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)、コンサルテイング(売買仲介、賃貸仲介を含む)など

2006年12月のマザーズ市場への上場直後に起きたサブプライムショック、それに続くリーマンショックで業績の悪化が見られ、大幅な赤字を計上するなど存亡の危機に見舞われましたが、2010年に不動産開発に実績を持つ現麻生社長に出資を仰ぎ、経営陣を刷新してから1年で黒字化を達成。その後も順調に黒字を続けてきました。

同社は何らかの理由で売却を余儀なくされた不動産物件を仕入れ、独自の企画力を付加した上でリニューアルして価値を高め、不動産ニーズのある企業やファンド等に売却するプリンシパルインベストメント事業で実績を積んできました。2010年6月からの新経営陣の下、積極的な攻めの経営へと転換してからも、不動産開発と金融が融合する形で業容が拡大しつつあります。アベノミクス効果に加え、2020年の東京オリンピックの開催も同社のビジネスにとってはフォローとなっています。今期は期初計画の売上高53億円、経常利益5億円を期中において2回にわたり上方修正し、現在は売上高60億円、経常利益7億2000万円を見込んでいます。中間期の業績は既に売上高54億8700万円(前年同期比9.3倍)、営業利益9億9200万円、経常利益9億6700万円、四半期利益8億8200万円と前年同期の小幅赤字から黒字に転換。EPSも期初の12.95円が、現在は18.07円に大きく修正されています。

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取り入れることで、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かつ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、とりわけ今期は東京・芝公園の結婚式場案件を35億円規模でREITへ売却できたということが他のREITや金融機関へのアピールとなって同社への引き合いが増加しているとされます。

2011年5月に東京タワー近くの古いテナントビルを10億円で仕入れ、2014年5月にREITへ35億円で売却に至った芝公園プロジェクトの成功は、同社の今後のビジネス展開にとって極めてシンボリックな事例となり、その後のビジネスにとって大変なチャンスをもたらしています。芝公園プロジェクトは、旧耐震基準で建築された築47年の老朽化した空室が目立つ古いオフィスビルを、旧容積率を活かしたまま耐震化した結婚式場にコンバージョン。東京タワーを式場の天窓から望めるような仕様(左記写真)として企画し、付加価値を高めたことで開業後に人気の結婚式場となりました。テナントの有力結婚式運営会社と入札により、周辺相場を上回る賃料で長期賃貸借契約を締結。その結果、高い賃料設定の一棟貸し収益物件として、2014年5月に35億円でユナイテッド・アーバン投資法人(REIT)に売却するに至ったというもの。仕入れから売却まで約3年かかったことに加え、耐震化などの費用はかかったと見られますが、収益性の高い本プロジェクトの成功は同社の今期の業績に大きく貢献。同社では今後、第2の芝公園プロジェクトの発掘に努める考えで、仕入れ活動を強化していく構えです。

第2四半期においてはこのほか、2011年に購入した那覇タワーのホテル事業者への売却(2014年7月)や2014年3月に土地仕入を行った船橋市滝台の戸建分譲地1500坪の売却(同年7月)に加え、2013年8月に購入した田園調布の宅地プロジェクト3区画を販売し全8区画が完売するに至りました。芝公園や那覇タワーは3年程度の時間を要していますが、滝台についてはわずか4か月のスピード売却。田園調布案件についても1年という期間内での売却を行っており、案件ごとに違いはあるものの、いずれも仕入段階からの企画力があっての効率的な売却となっています。また、同社の主たる収益源となっているのは、各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です。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は、今中間期の売上は1億6200万円(前年同期は2億9000万円)に留まりましたが、これは芝公園プロジェクトの物件売却に伴う収入源があったためです。全体の管理棟数は前年同期の44棟から71棟に拡大しており、今期末においては80棟と拡大が見込まれます。

仕入れを積極化

直近の不動産業界においては、売買市場では良好な資金調達環境や景気回復への期待からJ-REITなどのファンドを中心に新規物件取得の動きが活発化しています。また、賃貸市場においても新築オフィスビルの供給が一巡したことで空室率が低下、都心3区の大規模ビルの賃料上昇等の改善傾向が見られるなど業界を取り巻く環境は回復基調で推移しています。こうした中、同社グループはプリンシパルインベストメント事業において積極的な仕入活動とバリューアップした物件の売却活動に注力し、業績の向上に邁進しています。なお、今期は2014年10月31日に海辺のリゾート地として有名な葉山に程近い神奈川県横須賀市の別荘2,459㎡を取得。富裕層がより興味を示すようにブラッシュアップして販売する計画です。

仕入競争の優位性を発揮

通常の不動産仕入業者は通常、相場以下で売りたい所有者から仕入れることに専念しますが、同社の場合、バリューアップが可能かどうかを判断し、価値があると認められた物件については、時には相場よりも高い価格で購入することもあるという点で根本的な違いがあります。これが**仕入れ競争における優位性**を発揮すると見られます。物件の選別で価値が高まるかどうか仕入れのポイント。また、収益性が見込める案件では、投資ファンドの組成など投資家(金融ビジネス)とのタイアップが可能です。こうした金融スキームをプロデュースすることで更なるバリューアップが期待されます。同社の開発プロジェクトではSPCを組成し、GP(General Partner)的な立場で高いリターンを獲得することもできますので、より高い利益率を確保することも可能です。

企画力を活かし海外でも展開

同社の事業は国内に留まらず、海外においても企画力を活かしたプロジェクトを立ち上げていく計画で、ニュータウン開発やリゾート開発がテーマに上がっています。海外REITなど投資家とのパイプもできており、今後の展開が楽しみな状況となっています。中期3カ年計画では、売上高110億円、営業利益20億円、経常利益16億円、当期利益12億円を目指しています。ただ、この中にはM&Aによる業績の拡大は含めていません。シナジー効果のあるM&Aが実現すれば、この計画に上乘せされることとなります。なお、2014年2月に子会社化した大喜多ハーブガーデンは2014年7月にホテル、ウェディング事業を廃止しハーブ関連事業に特化した上で再生を図る計画です。

【株価水準と配当金及び配当利回り】

	今期	来期	再来期
EPS	18.1円	21.0円	32.4円
配当金	5.4円	6.3円	9.7円
株価水準			
200円	2.70%	3.15%	4.85%
246円(時価)2.20	2.56	3.94	
250円	2.16	2.52	3.88
300円	1.80	2.1	3.23
400円	1.35	1.58	2.43
500円	1.08	1.26	1.94

売上高営業利益率は、今期の14.2%から2016.3期は16.0%、2017.3期は18.2%と徐々に向上させる計画。EPSは今期の18.1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、今期は5.4円の復配が見込まれます。2016.3期6.3円、2017.3期9.7円が見込まれますので、200円台前半の株価は中期的な収益拡大を前提とした場合、配当利回り面でも魅力的な水準に位置していると考えられます。

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	3.0
時価	246	91.3	
2015.3予	259	96	7.2
2016.3予	339	126	9.5
2017.3予	571	212	16.0

(*1 11,970円で第3者割当増資)

(*2 2013年末200分割実施)

今3月期の業績については、既に期中において2回の上方修正を行い、期初計画の経常利益は5億円から7.2億円に上方修正されています。中間期は売上高54億87百万円、経常利益は9億67百万円を達成。下期は仕入れを中心に展開する予定のため、アップフロントフィーなどの金融費用を見込んでいますが、一部海外REITへの仲介手数料収入が第3四半期に発生しており、通期の計画(売上高60億円、経常利益7億20百万円)の達成はほぼ見えている状況です。このため、今期の業績は更に多少増額の可能性があります。

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。これを今期の経常利益7.2億円に当てはめれば今期末の時価総額は96億円、株価は259円が想定されます。

また、今後3か月という期間では株価は現状の220円-260円というレンジから240円-290円というレンジに水準訂正が期待されます。今期からスタートした新中期計画は上場時の業績水準を狙ったものと考えられますが、更にこの計画を上回るように努めていく考えです。今期の経常利益は7.2億円の計画に留まっていますが、来期以降の業績拡大期待から上場時並みの時価総額に今後一段と接近するものと期待されます。

上場時並みの評価で株価形成

現状時価総額: 91.3億円
2014年12月30日株価: 246円

【目標株価と目標時価総額】
短期(3か月) 290円
中期(1~2年) 547円

【前提中期計画】

決算期	売上高	経常利益
2015年3月期	60億円	7.2億円
2016年3月期	81	9.5
2017年3月期	110	16.0

【目標時価総額(2年間)の計算根拠】
現状時価総額91.3億円/今期経常利益7.2億円=12.7倍

(中期目標時価総額)
再来期経常利益16億円×12.7=203億円

246円×(203/91.3)=547円

【前提】

- ①不動産市場の順調な拡大
- ②中期計画に沿った業績の進捗
- ③金融機関からの融資拡大
- ④順調な物件仕入
- ⑤競争優位性の発揮
- ⑥国内外で金融不安が生じない

類似上場企業比較

(株価は2014年12月30日現在)

【売上高経常利益率比較】

アルデプロ14.1%	同社12.0%
スターマイカ9.3%	イーグランド6.4%
ラ・アトレ5.5%	インテリックス3.2%
ADワークス3.9%	6社平均 9.1%

リスク要因

同社株は、アベノミクスによって株式相場が大きく上昇した2013年5月に6万9,700円(2013年末の200分割換算で348円)の高値をつけ、全体市場がボトムをつけた2012年11月末時点の2万7,700円(同138.5円)から2.5倍となりましたが、その後は上げ下げを繰り返しながら調整傾向を辿っています。200分割後の2014年1月に330円という高値をつけましたが、その後再び調整。2014年5月に158円という安値をつけましたが現在は戻り歩調となり、240円を挟んで上下30円~40円の範囲での変動を続けています。同社の株価は今後、再成長への先取りをしたことへの反動、調整安を経て、中期的な収益拡大をベースにした形成がなされるものと期待されます。

2006年12月の上場時は、需給の良さと成長への期待から2007年3月期経常利益11億4,000万円、2008年3月期の期初予想経常利益17億2,000万円をベースに株価が形成され、時価総額はおよそ150億円から270億円(2007年3月期経常利益の13倍から23倍)という水準となりました。現状の時価総額は91億円に留まっています。これは今期の予想経常利益7.2億円の12.7倍の水準です。これを同社の2017年3月期に計画している経常利益に当てはめると、時価総額は203億円となります。この結果、**中期的な目標株価を547円として引き続き強気に評価**しています。同社の場合、内部蓄積が乏しく、財務上の改善がなお必要となりますが、金融機関とタイアップするなどして外部資金をうまく活用したプロジェクトへの取り組みにより、ビジネス上の好条件を引き出すことで収益向上が見込まれ、現状の中期計画を上回る成長も期待されます。

比較すべき上場類似企業としては、ムゲンエステート(3299M)、スターマイカ(3230JQ)、エーディーワークス(3250JQ)、イーグランド(3294JQ)、ビーロット(3452M)、インテリックス(8940東証2部)などがあります。直近上場したビーロットの評価が高くなっていることもあり、同社株はこれらと比べ指標面で割安感が出てきました。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**売上高経常利益率が6社の平均より高い**といった点でも優位性が感じられます。

企業(コード市場)	時価	時価総額	売上高	経常利益	PER	PBR	配当利回り
ムゲン(3299M)	1,851円	203億円	290億円	27億円	11.1倍	2.77倍	0.92%
スターマイカ(3230JQ)	1,114	111	142	13.3	12.5	0.88	1.62
ADワークス(3250JQ)	48	108	127	5.0	25.3	1.95	0.73
イーグランド(3294JQ)	807	51	159	10.2	8.1	1.24	1.24
ビーロット(3452M)	17,270	189	38	3.0	63.8	26.2	---
インテリックス(8940T2)	615	54	273	8.7	9.7	0.69	3.25
6社(ないし5社)平均	169	172	11.2	21.8	5.62	1.55	
同社(3237)	246	91	60	7.2	13.6	3.2	2.20
JASDAQ平均(12月30日現在)					17.2	1.38	1.66

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一般社団法人 土業支援機構に帰属しており、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)

所属団体: 一般社団法人 土業支援機構 <http://www.shigyo-shien.org/>

〒160-0022 東京都新宿区新宿2-13-10 武蔵野ビル5F TEL(FAX): 03-3353-5106/090-3426-7563

e-mail: matsuo55@jcom.home.ne.jp