

企画開発力に強みを発揮し独自の不動産再生ビジネスで成長目指す

時価総額: 72.7億円 JV活用し各種開発プロジェクトへ積極展開、リゾート事業に本格参入

株価: 196円(6月10日)

想定レンジ(1年) 160円-272円 年初来高値298円/同安値160円

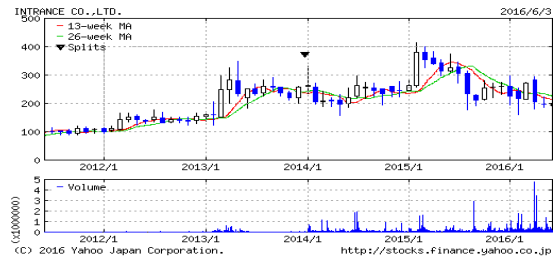
企業概要

設立: 1998年5月
 上場: 2006年12月
 株主数: 6,366名(16/3)
 連結従業員数: 33名(16/3)
 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(16/3期)

営業CF -2(百万円)
 投資CF -1,186(百万円)
 フリーCF -1,188(百万円)
 財務CF 1,161(百万円)
 期末現金残高 1,132(百万円)

発行済株式数 37,131,000株
 (自己株式 60,400株)
 予想EPS(17/3期) 11.33円
 予想PER 17.3倍
 実績BPS(16/3期) 78.07円
 実績PBR(16/3期) 2.51倍
 実績ROE(16/3期) 6.9%
 予想ROE(17/3期) 14.5%
 今期予想一株配当金 3.0円
 同配当性向 26.5%
 予想配当利回り 1.53%
 減価償却費(16/3期) 7百万円
 粗利率(16/3期) 49.0%
 自己資本比率(16/3期) 53.5%



【年間高安・出来高】 * 2016年は1月-6月10日
 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2,126.91万株
 2016年高値298円-安値160円 出来高5,145.66万株

■要約(Executive Summary) リーマンショック後の厳しい状況から立ち直りを見せてきた不動産業界においては、2020年の東京オリンピックに向け、活発なビジネスが展開されています。同社においても業界環境が好転する中で事業拡大が見られ2015年3月期は芝公園プロジェクト等での実績を示すことができました。しかしながら、不動産価格の上昇や大型案件への取り組みから、2016年3月以降はこれまでとは異なる他社とのJV(ジョイントベンチャー)による不動産開発などにシフトしています。そのため、会計処理方法の変更に伴って売上規模はこれまで想定してきた水準に比べ落ちているように見えますが、安定した収益を確保することで投資家の期待に応えようとしています。

2016年3月期はこうしたJVによる開発案件2件の利益計上が、今第1四半期以降に期ズレを起こしたことで期中の修正計画を大きく下回る結果となってしまいました。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、価値を高めて早期に売却する比較的回転率の大きな価値創造型のビジネスをメインとしているという点はこれまでと変わっていませんが、今後は①JV等を活用した開発プロジェクトへの積極展開、②自己資金による積極投資で規模の拡大を図る、③保有販売用不動産の早期売却により回転率を高める、④海外における各種開発事業の展開、⑤内部統制の充実と事業リスクへの対応、という基本施策によりリスクを極力抑えて利益を上げていく手法で成長を目指す方針です。同社では配当性向30%を基本方針としており、前期は期初段階において計画していた5円配当に対して業績の下方修正で2円に減配を余儀なくされました。中期計画では2017年3月期に売上高110億円、営業利益20億円を目指していましたが、現状においてはJV方式への変更から売上高31億円、営業利益8.7億円とこの計画に対し大幅に下回る見込みを公表。配当については前期に比べ1円増配の年3円配当を予定しています。

■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ビジネスにより、株式市場での評価も着実に高まっていますが、前期の業績が別途掲げる理由による期ズレを生じ下方修正を余儀なくされたことで再び評価を落としています。株価の下落に伴い出来高は大きく増加しており、流動性が高まっています。2016年のこれまでの出来高累計は既に昨年を大きく上回っており、投資家の関心が高いことが伺えます。JVによる効率的な利益の確保に加え中長期的な収益の拡大に向けた先行投資を継続しており、リゾート事業への参入などから再び株価評価を高める時期が到来すると期待されます。

(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
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	2,321	-63.4%	442	-57.0%	360	-63.7%	202	-79.0%	5.5
17年3月期予	3,100	33.5%	870	96.6%	650	80.1%	420	107.0%	11.3

価値創造型不動産ビジネス



自己保有からJV活用へ

【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等

ビジネスの好循環を目指す

【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
(うち芝公園P 3,600)		
2016年3月期	1,079	▲63
2017年3月期	2,500	—

収益貢献したソリューション事業

【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
2016年3月期	1,066	827
2017年3月期	450	—

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り収益を得るのが同社の基本的なビジネスです。徹底したコンプライアンス重視を基本に厳格なデューデリジェンスの下、スピーディな不動産の開発力・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ことで株式市場においても投資家の信頼を得てきました。つまり、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**という点が特徴となっています。また、自社資金による開発物件の仕入れだけでなく、他社とのジョイントベンチャーによる開発プロジェクトにも注力しています。

2015年3月期の主たる収益源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(芝公園プロジェクトによる収入36億円が6割を占めました。)でしたが、2016年3月期からは自己資金による物件の仕入れは引き続き行うものの、JV等を活用した開発事業へ施策の軸を転換したことで、売上構成比は大きく低下。これに対してM&Aコンサルティング実施による手数料収入等を柱にしたソリューション事業の売上が拡大し売上構成比を高めています。不動産価格の上昇や建設コストの上昇などによる自社単独開発によるリスクの増加を察知して、JV型でリスクを縮小させ効率的な収益の確保を図る同社の積極的な戦略転換が見られます。前期は一時的に業績が下振れましたが、これによって収益の安定化及び最低限の収益を確保しながら、有望プロジェクトに取り組むという同社の戦略的なビジネス展開が垣間見えます。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。

このように自己資金で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が同社の基本的な収益の源泉ですが、前期においてはプロジェクトの大型化に加え、建築コストの上昇などでリスクが高まりつつあることから**施策の軸を「自己保有による投資」からJV等の活用へ転換**。これによってJV方式による開発プロジェクトは会計処理がプロジェクト完了時における利益のみを売上計上する純額計上方式となり、売上が前年に比べ約46億円減少しています。前年度の大型自社開発プロジェクト(芝公園プロジェクト)を除くと約10億円の減収となったこととなります。これは前期に2件のJVによる土地開発プロジェクトの期ズレ分9億円があったことも背景になっており、それらは今第1四半期及び第2四半期の売上に計上が見込まれ一過性のものと言えます。JVによる開発の場合、案件によっては自社で想定した以上に外部の状況に影響を受けやすく、期をまたいでの売上計上を余儀なくされるといったリスクも内包しています。

株式市場ではこの点をややネガティブに捉えているようですが、自己資金を投じた中規模な自社案件による比較的大きな収益増と自己資金をそれほど使わない大型開発プロジェクトに参画して安定した収益配分を受けるJV方式との組み合わせで**ビジネスの好循環を目指す**施策に切り替えた同社を新たな視点で、ポジティブに評価すべきだと思われます。

プリンシパルインベストメント事業の停滞をカバーしたのが、ソリューション事業です。前期は昨年5月に不動産に関係するM&Aコンサルティングの実施に伴う手数料収入があったほか、昨年12月に連結子会社化した蓮田ショッピングセンターの賃料収入(東武ストアへのサブリース)が寄与し、売上が6億円余り増加するとともにセグメント利益も6億円余り増加し8億27百万円を計上するに至りました。建物の管理からクレーム対応、清掃、巡回、検針、賃料回収等、物件ごとのニーズに合ったオーダーメイド型のサービスを行うプロパティマネジメントサービスは今後も安定した収益源となる見込みです。

注目の大多喜ハーブガーデン



同社の意外な側面として注目されているのが千葉県大多喜市にある**大多喜ハーブガーデン**(左記写真、面積4500㎡)です。不動産開発会社が手掛けるやや本業とは毛並みの違う農業系の事業で、前期の売上は1億7500万円余りでまだ赤字となっていますが、順天堂大学大学院と高機能ハーブの研究・商品開発等を目的とする産学共同研究を開始。アンチエイジングの食の研究を進める料理研究家、ライフスタイルデザイナーであるダニエラ志賀氏をコーディネーターとして迎え、女性をターゲットにした高付加価値品の開發生産を行い販売につなげることで黒字化を図ろうとしています。

また先般、総合商社双日系の農業法人である(株)マイベジタブルと業務提携をしたことで生産されたハーブや野菜類の販売ルート確保につながる見込みです。仕入れた不動産を1~2年という早さで売却する不動産開発事業とは異なり、時間は要しますが、取得した企業を独特の手法で黒字化させ価値を高めるという点で、ビジネスモデルは共通しており、今後の事業展開にも目が離せません。

リゾート事業に本格参入

自己資金による販売用不動産の取得に関しては、既に取得済みの横浜山下町においてホテル用地としての開発を計画。2020年の東京オリンピック開催に向け、海外からの観光客が2016年の2,350万人から2020年は4,000万人(政府目標)と見込まれる中、不足している宿泊施設需要を見込んで**ホテル開発事業に注力**する方針を打ち出しており、プロジェクトがより具体化するタイミングも近いと見られます。

このほか同社では首都圏郊外での駅前好立地物件のバリューアップを図る計画で、前期は埼玉県蓮田市においてショッピングセンターを取得しました。また、自社のノウハウ・企画力を活かし地方都市での再開発案件を積極的に推進していく方針です。これは政府の地方創生というテーマにも合致しており注目されます。

更に同社は6月10日付で実稼働状態にある和歌山マリーナシティ内の3施設を不動産信託受益権として和歌山市の法人から取得することを発表。同日契約を締結したことを明らかにしました。取得額については前期の連結純資産(約29億円)の30%以上に相当する金額で、信託受益権の取得については金融機関からの借入で賄う予定。物件の引き渡しは本年8月31日の予定です。

同社の発表によると今回取得する信託受益権は、和歌山県の景勝地でもある和歌浦湾に浮かぶリゾート・アイランド「和歌山マリーナシティ」内の3施設(和歌山マリーナシティホテル、紀州黒潮温泉、ソルカサ・デル・マールの1階部分)でこれを機に同社は日本経済の基礎分野ともなりうる観光産業(2020年の旅行消費想定額29兆円)へ進出するべく「地方創生」、「東京オリンピックを見据えたインバウンド需要への対応」をキーワードとして、新たに**リゾート事業に本格参入**することになり、これまで以上のスケールで事業展開が期待できることとなります。

和歌山県では関西国際空港からの高い利便性と豊富な観光資源を活用した国内外の観光誘客促進に積極的に取り組んでおり、2015年の県内への観光客数は過去最高の3,334万人を記録。中でも和歌山マリーナシティは全客室から美しい夕陽とマリーナが眺望できる高級リゾートホテル「和歌山マリーナシティホテル」をはじめ、テーマパーク、フィッシャーマンズワーフ、天然温泉施設、マリーナなど多彩な施設が揃い、関西の高級リゾート地として高い集客力を有しているとされます。

今後は同社が保有する経営資源及び企画・再生力を結集させ大型リゾート施設の開発等を行うリゾート事業を同社グループの新たなコアビジネスにすべく、同社ならではのエンターテインメント性あふれる**リゾート開発**を推進していく考えです。なお、今期の業績への影響については費用等が見込まれ限定的と見られますが、来期以降は収益に貢献するものと期待されます。

【取得資産の概要】

①和歌山マリーナシティホテル
和歌山の美しい海が眺望できる高級
リゾートホテル

土地:14,485.52㎡(4,382坪)
建物:9,605.95㎡(2,906坪)7階建て

②紀州黒潮温泉
太古の源泉に癒されるリラクゼーション
施設

土地:9,140.33㎡(2,765坪)
建物:1,464.15㎡(443坪)2階建て

③ソルカサ・デル・マール
南欧テイスト溢れるリゾートレジデンス

土地:2,499.66㎡(756坪)
建物:1,031.86㎡(312坪)1階店舗部分



和歌山マリーナシティ全体マップ



和歌山マリーナシティホテル



ソルカサ・デル・マール



紀州黒潮温泉

ASEANにも事業展開を企図

国内だけに留まらず同社の活動領域は今後海外にも広がると期待されます。とりわけ成長著しく人口の多いASEAN諸国での営業出資金による開発プロジェクトへの参画も視野に入れた事業展開が期待されます。域内の貿易自由化や市場統合などを通じて成長加速を目指す広域経済連携の枠組みとなる「ASEAN経済共同体」が2015年末に発足し、巨大な経済圏が本格始動しており、同社としてもこれをビジネスチャンスと捉え、独自の企画力を活かした各種開発事業への意欲を示しています。

一過性の利益停滞から復活へ

【決算期末株価と時価総額推移】

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
(株価最高値 415)		153.8)	
2015.3	355	131.6	9.9
2016.3	272	100.8	3.6
時価	196	72.7	6.5

(*1 11,970円で第3者割当増資)

(*2 2013 年末200分割実施)

前期の業績についてはビジネスモデルの転換とJVプロジェクトの期ズレが生じて期初計画の経常利益9.5億円に対して3.6億円と大幅な減益を余儀なくされましたが、今期は期ズレ分の業績貢献も含め一過性の停滞を脱して大幅な増益が見込まれます。同社の業績はリーマンショック後の2期間は赤字に転落しましたが、その後は小幅ながら経常利益は黒字化し時価総額は25億円台から153億円台まで大きく向上しました。前期の下方修正を受け直近の時価総額水準は低下していますが、不動産事業の環境は引き続き良好で業績の継続的な低迷は想定されませんので、業績の向上とともに再び時価総額の拡大が期待されます。

2012年3月期からの過去5期間の平均経常利益は約4.3億円。これに対して各期末の時価総額の平均は84.6億円で平均経常利益の19.7倍となっています。これを今期の予想経常利益に当てはめると時価総額は128億円になり、株価は345円となりますが、まだ十分にビジネスモデルの転換や新規事業となるリゾート事業など投資家に十分に認知されていないことからこの水準に至るまでには時間を要するものと考えられます。ただ、期初の堅い見通しが四半期業績の進捗によって評価が高まると考えられます。また、過去最高の時価総額が2015年2月に見られましたが、その際の経常利益に対しては(153.8億円/9.9億円=)15.5倍に評価されたという経緯があり、今回もそうした水準に目標を置きたいと思えます。

今期は大幅増益に転じる見通し

現状時価総額: 72.7億円(時価196円)
目標時価総額(1年): 101億円
 2017年3月期経常利益6.5億円の15.5倍
目標株価(1年)272円 予想PER24.0倍
【前提】
 ①2020年に向けた建設・不動産業界の
 フォローのビジネス環境
 ②海外からの観光客の増加に伴う宿泊
 施設需要の高まり
 ③首都圏郊外や地方都市での再開発
 ニーズの高まり
 ④今後展開予定のASEAN経済の発展

同業他社比較

【売上高経常利益率/ROE比較】

同社 21.0%/14.5%
 ムゲンE 11.4%/30.9%
 スターマイカ 10.4%/10.1%
 ビーロット 6.5%/19.8%
 イーグランド 5.6%/12.7%
 ADワークス 4.9%/6.4%
 インテリックス*3.7%/11.6%
7社平均 8.3%/15.1%
 (*インテリックス以外は今期予想)

【企業比較】

(単位: 円、億円、倍、%)

株価は6月10日現在

リスク要因

前期の業績は自社案件からJVによる開発案件に軸足を移したことで、更にそのJVプロジェクト2件の期ズレによって期初計画の売上高81億円(+27.9%)、営業利益13億円(+26.5%)、経常利益9.5億円(▲4.4%)に対して売上高23億2100万円、営業利益4億4200万円、経常利益3億6000万円に大きく下方修正。停滞を余儀なくされましたが、今期は期ズレ分の業績寄与が見込まれ、売上高は前期比33.5%増の31億円、営業利益は同96.6%増の8.7億円、経常利益は同80.1%増の6.5億円と大幅増益に転じる見通しです。また、中間期の業績は期ズレ分もあって売上高23億円(前年同期比112.9%増)、営業利益6.5億円(同23.9%増)、経常利益5.5億円(同8.0%増)と大幅な増収、増益を計画しています。この中間期計画の通期計画に対しての進捗率は高い上、下期計画も前期のような期ズレが生じる可能性も考慮して売上高8億円、営業利益2.2億円、経常利益1億円と堅めに見込んでいますと推察されますので今期の業績計画は十分に達成可能と見られます。また、来期以降の業績を睨んだ仕込みも首都圏のみならず地方都市においても積極的に進める方針。リゾート事業やホテル事業等各地域の立地を最大限に活かした事業の創出を図る計画です。既に和歌山でのリゾート事業が具体化しており、株価評価も高まるものと期待されます。

価値向上型の不動産投資業態ではビーロット(3452マザーズ)、スターマイカ(3230JQ)、エーディーワークス(3250東証1部)、イーグランド(3294東証2部)、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)などが比較対象となります。前期のビジネスモデルや決算計上方法の変更で比較対象企業との平均値と比べ同社株は指標面で割安感は見出せませんが、売上高経常利益率は圧倒的に高く、今期の大幅な業績の伸びが見込めることなどから、業績の進捗を確認しながら今後評価を高める余地があります。また、子会社化した大多喜ハーブガーデンの企業価値も高まる方向にあり、プラスアルファの評価を受ける可能性があります。

企業(コード・市場)	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・JQ)	1,558	155.8	20.0	11.1	1.10	2.18
ADワークス(3250・T1)	42	94.0	8.0	17.8	1.54	1.31
イーグランド(3294・T2)	631	39.8	10.0	5.9	0.75	3.17
ムゲンE(3299・M)	2,270	248.9	66.2	6.3	2.07	1.85
ビーロット(3452・M)	1,352	44.8	7.4	10.9	2.09	—
インテリックス(8940・T2)	861	75.9	14.3	8.1	0.89	3.72
6社(ないし5社)平均		109.9	21.0	10.0	1.41	2.45
同社(3237・M)	196	72.7	6.5	17.3	2.51	1.53
JASDAQ平均(6月10日現在)				15.9	1.17	1.91

経験豊富とされる経営トップへの過度な依存、金利上昇、不動産市況の上昇による仕入れコスト上昇とそれ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、物件売却や開発案件の引き渡し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低迷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://shigyō-shien.org/>
 〒160-0023 東京都新宿区西新宿6丁目12-7ストーク新宿1階
 TEL: 03-5909-8178 e-mail: matsuo55@jcom.home.ne.jp