

エー・ディー・ワークス

3250 東証 1 部

2015 年 12 月 3 日 (木)

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
佐藤 譲

■ 収益不動産の販売活動に注力したことで売上高が大きく伸長

エー・ディー・ワークス<3250>は個人富裕層に向けて投資用一棟賃貸マンションなどの収益不動産物件をリノベーション後に販売する収益不動産販売事業と、保有不動産の売却までの期間に得られる賃貸収入や販売後のプロパティ・マネジメント収入などで構成されるストック型フィービジネス事業を両輪としている。未開拓の市場を再定義し、既存の事業を拡大するブルーオーシャン型ビジネスモデルに特色がある。2015 年 10 月末に東証第 1 部に指定。

10 月 22 日付で発表された 2016 年 3 月期第 2 四半期累計 (2015 年 4 月-9 月) の連結業績は、売上高が前年同期比 71.2% 増の 7,882 百万円、経常利益が同 86.2% 増の 411 百万円と大幅増収増益となった。収益不動産の販売活動に注力したことで、同事業の売上高が前年同期比 80.1% 増の 7,141 百万円 (国内 17 棟、米国 1 棟) と大きく伸長したことが主因だ。また、仕入活動も優良物件を厳選しながら進め、前年同期比 34.4% 増の 4,762 百万円となり、同社が経営指標として重視している収益不動産の平均残高では同 21.0% 増の 12,949 百万円に拡大した。

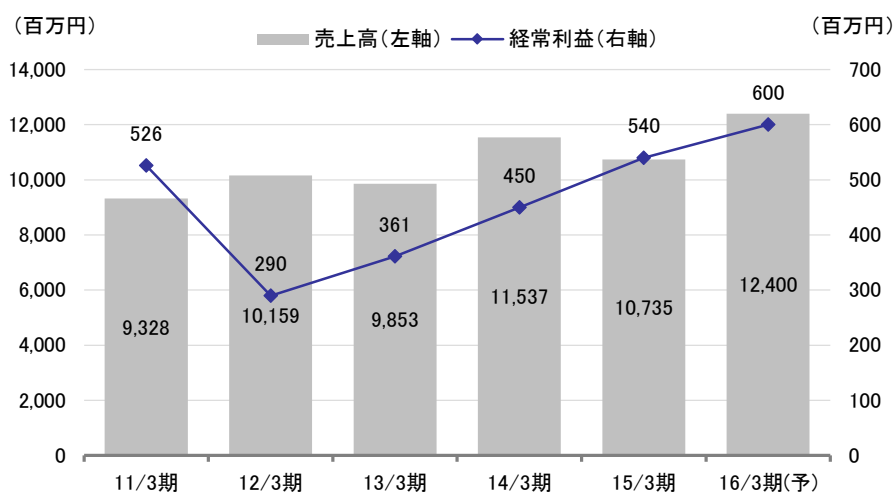
2016 年 3 月期の連結業績見通しは、売上高が前期比 15.5% 増の 12,400 百万円、経常利益が同 11.0% 増の 600 百万円と期初計画を据え置いている。第 2 四半期までの通期計画に対する進捗率は売上高、利益ともに 60% を超えているがほぼ想定どおりの進捗であり、下期は収益不動産残高の積み上げを優先していく方針だ。前期からスタートした米国での収益不動産事業については順調に立ち上がっており、事業拡大に向けた体制整備が整ってきたことから、今後販売活動を強化していく方針。売上高は今期 1,000 百万円から来期は 2,000 百万円が見込まれ、将来的には国内事業の半分程度の規模まで拡大していく方針だ。

2017 年 3 月期を最終年度とする中期経営計画の経営目標値 (売上高 13,600 百万円、経常利益 800 百万円、収益不動産平均残高 15,000 百万円、ROE7.5%) の達成に向けて、現段階では極めて順調に推移しており、次期中期経営計画では米国事業の拡大も加わって、更なる成長が期待できるだろう。

■ Check Point

- ・ 高付加価値提供と低コストを両立し参入障壁の高い市場を創造
- ・ 16/3 期 2Q は大幅な増収増益、収益不動産残高が積み上がる
- ・ 米国の収益不動産事業は事業規模を積極的に拡大していく方針

連結業績推移



■ 事業概要

高付加価値提供と低コストを両立し参入障壁の高い市場を創造

(1) 事業内容

同社の事業セグメントは収益不動産販売事業、ストック型フィービジネスの 2 つのセグメントに区分されている。また、連結子会社として国内でプロパティ・マネジメント事業（以下 PM 事業）を行う（株）エー・ディー・パートナーズ（以下 AD パートナーズ）や（株）エー・ディー・エステート（以下 AD エステート）、米国で収益不動産販売事業や PM 事業を行う子会社 3 社を展開している。

収益不動産販売事業とは、中古賃貸マンションを仕入れ、リノベーションなどのバリューアップを施してから販売する事業で、同社の売上高の約 9 割、経常利益の約 7 割を占める主力事業となっている。営業エリアは中古マンションの賃貸需要が旺盛な都心部が中心。顧客の 8 ～ 9 割は個人富裕層で、物件価格としては 200 ～ 300 百万円台の中古マンションが中心となっている。こうした価格帯の物件は入居率が高く、家賃収入が安定しているほか、値下がりリスクも相対的に低く、個人富裕層が投資運用対象として手掛けるには手頃な水準となっている。また、販売対象物件として顧客ニーズに合わせて、仕入価格で 500 百万円超のオフィスビルなども手掛けているが、件数としては全体の 1 割程度の水準となっている。さらに、2015 年 3 月期からは米国カリフォルニア州においても、子会社を通じて収益不動産販売事業を本格的に開始している。

ストック型フィービジネス事業とは、販売用不動産で売却するまでに得られる賃料収入のほか、同社が保有・売却した物件に関するプロパティ・マネジメント収入（入退去手続、賃料徴収等管理受託フィー）、不動産鑑定、デューデリジェンス、相続対策まで含めたコンサルティング収入で構成されている。なお、プロパティ・マネジメント、コンサルティングについては子会社の AD パートナーズで行っている。

(2) ビジネスモデルと特色

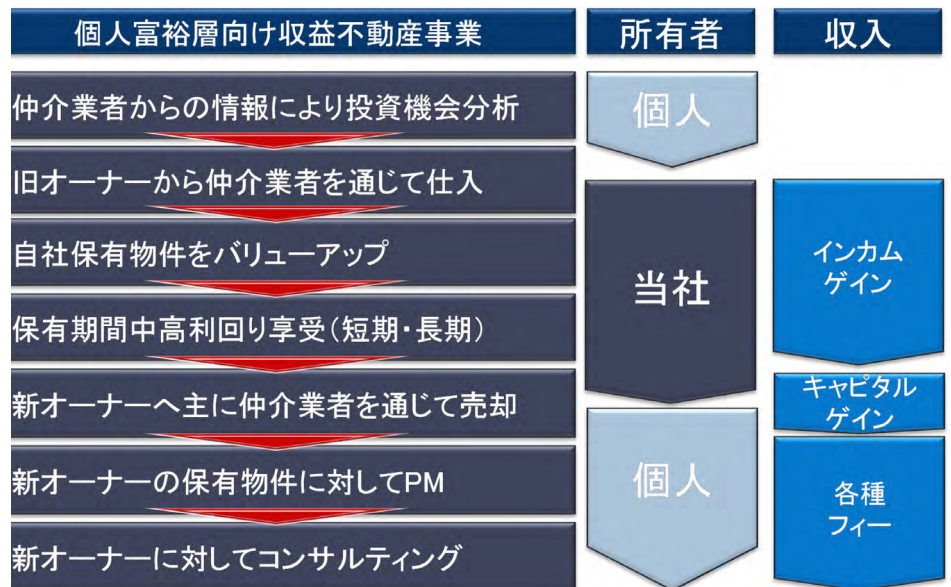
同社では自社のビジネスモデルをブルーオーシャン型と呼んでいる。その特色は a) バリューイノベーション、b) 少ない競合、c) 模倣困難性、に集約できる。こうした独自のビジネスモデルによって、「高付加価値提供」と「低コスト」を両立し、顧客を囲い込みながら参入障壁の高いクローズド・マーケットの創造を目指している。

a) バリューイノベーション

バリューイノベーションとは、従来と異なる新たな価値の提供を意味する。同社においては、顧客に対して同業他社とは異なった独自スタイルでのバリュー提供を行っている。具体的には、物件ありきの販売ではなく、顧客ニーズを優先した販売を行っている。また物件の仕入れからリノベーション、管理、相続相談に至るまですべてをワンストップで提供する体制を構築しており、顧客とは 1 度だけの取引で終わるのではなく、長期的かつ継続的な関係の維持に努めることで、生涯取引につなげる取り組みを行っている (CRM 戦略)。

顧客側の立場に立って見れば、不動産投資を行ううえで、中古物件の仕入れからリノベーションする際のコスト、あるいは売却時の税金対策や相続対策に至るまで、様々な費用が発生する。これらをその都度、自身で行うよりも、同社に一括して委託したほうが、トータルの「低コスト」を実現できることになる。また、リノベーション後の入居率も高まり、投資収益の最大化 (= 高付加価値提供) を目指すうえで、同社は重要なパートナーとなっている。

ワンストップソリューション



出所：同社資料

b) 少ない競合

同社が主な仕入物件対象としている 200 ~ 300 百万円規模の投資用一棟賃貸マンションなどの収益不動産物件は、事業効率の面から大手業者がほとんど参入していない。また、非上場の中小不動産業者においては資金面から、リノベーションなどのバリューアップを施して販売することは難しい状況下にある。

特に、中古不動産物件に関しては、瑕疵 (かし) 物件のリスクが必ず付きまとうだけに、一旦同社が物件を買い取って保有していること、さらには販売後も引き続きプロパティ・マネジメントサービスを提供していることが、買主からの信頼を高める要因となっている。

同社が物件情報の入手先としているのは、大手不動産会社や信託銀行などに在籍する約 3,000 人の仲介営業担当者で、日々 20 ~ 30 件の案件が同社へ優先的に持ち込まれている。こうして集まってくる情報の中から、収益化が見込まれる案件を取捨選択し仕入れる格好となるため、必然的に良質の物件が同社に集まることになる。売却物件情報が優先的に同社に持ち込まれるのは、同社に資金調達力があり、購入の意思決定が早く、売買につながる可能性が高いためだ。

c) 模倣困難性

大手不動産会社は物件視点型の販売手法並びに分業体制、規模追求型のビジネスモデルであり、同ビジネスモデルを転換することが効率面から考えても非常に困難であると言える。逆にこうした大手の不動産業者などは、同社と補完関係となっている。

■決算動向

16/3 期 2Q は大幅な増収増益、収益不動産残高が積み上がる

(1) 2016 年 3 月期第 2 四半期累計の業績概要

10 月 22 日付で発表された 2016 年 3 月期第 2 四半期累計の連結業績は、売上高が前年同期比 71.2% 増の 7,882 百万円、営業利益が同 65.2% 増の 505 百万円、経常利益が同 86.2% 増の 411 百万円、四半期純利益が同 94.1% 増の 263 百万円と大幅増収増益となった。

2016 年 3 月期 2Q 累計連結業績

(単位：百万円)

	15/3 期 2Q 累計		16/3 期 2Q 累計		
	実績	売上比	実績	売上比	前年同期比
売上高	4,603	-	7,882	-	71.2%
売上総利益	1,101	23.9%	1,606	20.4%	45.9%
販管費	795	17.3%	1,101	14.0%	38.4%
EBITDA	320	7.0%	532	6.8%	65.9%
営業利益	305	6.6%	505	6.4%	65.2%
経常利益	220	4.8%	411	5.2%	86.2%
四半期純利益	135	2.9%	263	3.3%	94.1%
収益不動産残高 (平残)	10,699	232.4%	12,949	164.3%	21.0%
収益不動産残高 (期末)	11,219	243.7%	12,423	157.6%	10.7%

注) EBITDA = 営業利益 + 償却費等

収益不動産の販売を積極的に進めたことで、同事業の売上高が前年同期比 80.1% 増と大幅に伸びたほか、ストック型フィービジネスも収益不動産残高の積み上がりによる賃料収入の増加などで同 22.1% 増収と順調に拡大したことが主因だ。販管費は人員体制の強化 (9 月末の人員は前年同期比 23 名増の 105 名) に伴う人件費増によって前年同期比で 3 億円強増加したが、増収効果による売上総利益の増加で吸収し、大幅増益となった。事業セグメント別の動向については以下のとおり。



エー・ディー・ワークス

3250 東証 1 部

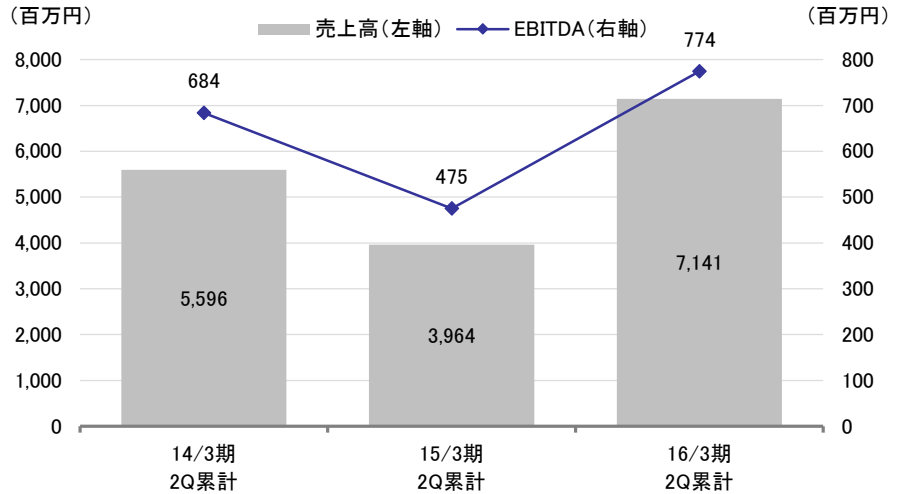
2015 年 12 月 3 日 (木)

※ EBITDA (償却前営業利益) : 会計基準の違う米国事業を本格化したことに伴い、会計基準の違い(償却費や税金の処理方法等)を取り除いたベースでの収益を見るうえで、当期より EBITDA の開示を開始している。EBITDA は償却費等のキャッシュアウトを伴わない費用も含むため、実質的な収益力を示す指標として、企業価値の算定等に用いられることが多い。

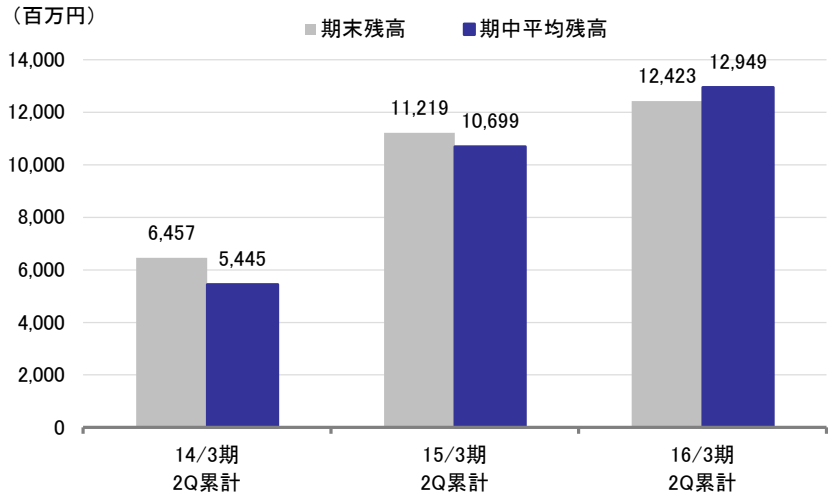
○収益不動産販売事業

収益不動産販売事業の売上高は前年同期比 80.1% 増の 7,141 百万円、EIBITDA※は同 62.7% 増の 774 百万円、営業利益は同 62.8% 増の 773 百万円となった。当第 2 四半期累計期間では、販売を積極的に行う方針のもと、国内外で合わせて前年同期比 4 棟増の 18 棟(国内 17 棟、米国 1 棟)を販売した。一方で、仕入れについても厳しい仕入環境が続くなかで、優良物件を厳選し、国内外合わせて 15 棟(国内 12 棟、米国 3 棟)、金額では前年同期比 34.4% 増の 4,762 百万円の仕入れを実施した。9 月末の収益不動産残高は 12,423 百万円と前期末の 12,931 百万円からは若干減少したが、これは販売時期の影響によるもので、前年同期比では 10.7% 増と順調に積み上がり、期中平均残高でも同 21.0% 増の 12,949 百万円へ拡大するなど、収益不動産残高を積み上げていくという戦略は順調に進んでいる。

収益不動産事業の業績推移



収益不動産残高の推移

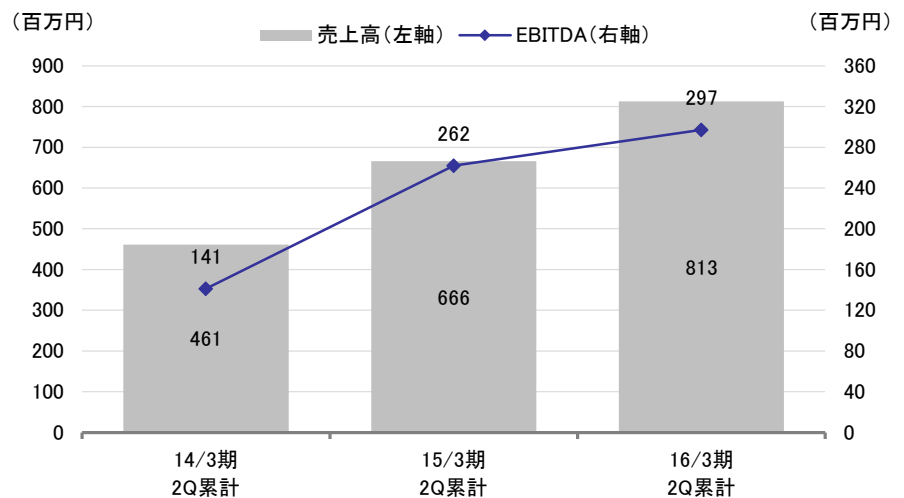


○ストック型フィービジネス事業

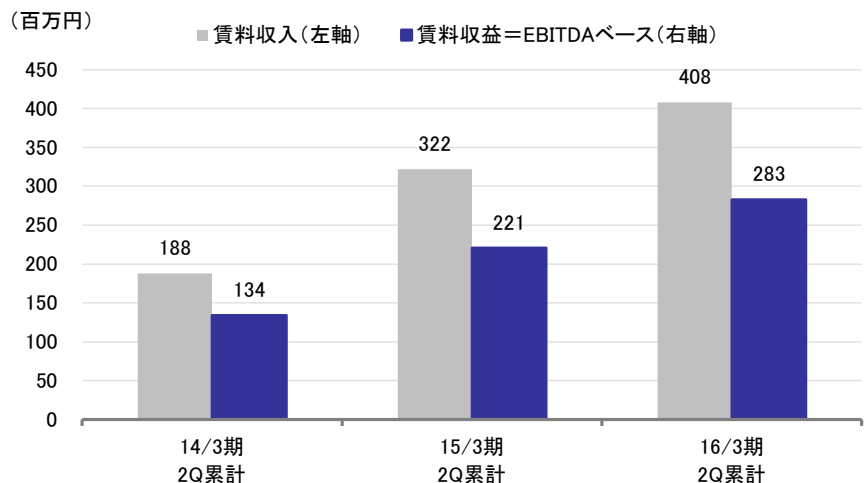
ストック型フィービジネス事業の売上高は前年同期比 22.0% 増の 813 百万円、EBITDA は同 13.1% 増の 297 百万円、営業利益は同 9.1% 増の 281 百万円と堅調に推移した。前述したように収益不動産の平均残高が前年同期比 21.0% 増と積み上がり、収益性の高い賃料収入が同 26.7% 増の 408 百万円と拡大したことが主因となっている。EBITDA マージンが 36.5% と前年同期の 39.3% から低下しているが、これは賃料収入以外の事業における人件費の増加などが要因となっている。賃貸収入の EBITDA マージンについては 69.4% と前年同期の 68.6% から若干上昇した。

賃料収入以外では販売後の収益不動産に対するプロパティ・マネジメント事業で、9 月末の不動産管理戸数が 3,377 戸（前年同期比 +281 戸）と増加したほか、コンサルティングサービスも順調に推移するなど、売上高は前年同期比 13.3% 増の 405 百万円と順調に拡大している。

ストック型フィービジネス事業の業績推移



賃料収入/収益の推移



2015 年 12 月 3 日 (木)

有利子負債の減少と自己資本の増加で財務体質は改善

(2) 財務状況

2015 年 9 月末の財務状況は、総資産残高は前期末比 837 百万円減少の 15,844 百万円となった。主な減少要因は、販売用収益不動産で 508 百万円減、現預金で 280 百万円減となっている。

一方、負債は前期末比 1,055 百万円減の 10,146 百万円となった。収益不動産の販売が進んだことで、有利子負債が 978 百万円減少した。また、純資産は前期末比 218 百万円増加の 5,697 百万円となった。四半期純利益の計上が主な増加要因となっている。

主要経営指標を見ると、有利子負債の減少と自己資本の増加によって、自己資本利率が 32.8% から 35.9% に上昇し、逆に有利子負債比率が 175.9% から 151.9% に低下するなど、財務体質は改善が進んだと言える。ただ、有利子負債に関しては下期以降、仕入れを積極的に行っていくことから、2016 年 3 月末時点では 10,000 百万円を超える水準まで増加する見込みとなっている。

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期 2Q 末	増減額
(現預金)	2,213	3,617	3,081	2,801	-280
(販売用収益不動産)	5,703	10,124	12,931	12,423	-508
総資産	9,117	14,274	16,681	15,844	-837
(有利子負債)	5,006	7,483	9,628	8,649	-978
負債	6,220	8,778	11,202	10,146	-1,055
純資産	2,896	5,496	5,478	5,697	218
経営指標 (安全性)					
自己資本比率	31.5%	38.4%	32.8%	35.9%	
有利子負債比率	174.3%	136.4%	175.9%	151.9%	

米国の収益不動産事業は事業規模を積極的に拡大していく方針

(3) 2016 年 3 月期見通し

2016 年 3 月期の連結業績は、売上高が前期比 15.5% 増の 12,400 百万円、EBITDA が同 18.2% 増の 935 百万円、経常利益が同 11.0% 増の 600 百万円と期初計画を据え置いている。第 2 四半期までの進捗率が売上高、経常利益ともに 60% を超えているが、ほぼ会社想定どおりの進捗だったことや、下期は収益不動産残高の積み上げを優先する方針であることから、通期業績については会社計画どおりに着地する見通しだ。ただ、収益不動産残高に関しては仕入れが順調に進んでいるもようで、2016 年 3 月末には 15,000 百万円程度が見込まれている。この水準は中期計画の最終年度となる 2017 年 3 月期の平均残高目標値と同水準であり、収益不動産残高の積み上げに関しては想定よりも順調なペースで進んでいるものと思われる。

事業セグメント別の売上見通しとしては、収益不動産販売事業が米国事業の成長もあって前期比 14% 程度の増収が見込まれる。一方、ストック型フィービジネス事業に関しては、収益不動産の平均残高が 13,000 百万円程度、賃貸収入の利回りが同水準だとすると、賃貸収入で約 800 ~ 900 百万円となる。PM 業務やコンサルティングサービス収入なども管理物件数の増加に伴い、10% 台の成長が見込めることから、同事業の売上高は前期比 17% 程度の増収となる見通しだ。

2015 年 12 月 3 日 (木)

○国内の収益不動産事業の取組み方針

国内の市場環境としては、金融緩和政策の継続により銀行からの融資条件など好環境が続くこと、株式市場の活況が続いていること、相続税対策の一環としての不動産投資の需要が根強いこと、など同社にとっては追い風が吹いているが、直近の不動産投資利回りについて見れば、従来の低下トレンドから上昇に転じるなど、転換期とも取れるシグナルも出ている。実際、今期に入って同社に入ってくる売り物件の情報は前年に比べて増加傾向にあるほか、同社の販売期間も長期化し、棟当たり利益率も若干低下している。投資利回りが低下しすぎたことによる需給バランスの軟化が要因であり、投資利回りが一定水準まで回復すれば需給バランスも引き締まってくるものと思われる。このため、同社では従来よりも慎重に価格の見極めや物件の厳選を行い、仕入れを実行していく方針としている。

○米国の収益不動産事業について

前期よりスタートした米国の収益不動産事業に関しては、事業拡大に向けた体制が整ってきた。現地で仕入れた不動産物件を担保にした融資が今まで邦銀からしか受けられなかったが、12月より現地銀行からも融資が受けられるようになり、仕入活動を積極的に進めるようになったほか、売却物件の情報収集ネットワークや、顧客向けのサポート体制も構築できたことで、事業規模を積極的に拡大していく方針だ。

米国での収益不動産事業は、ロサンゼルスなど人気エリアの西海外にターゲットを絞って展開している。同エリアでは毎年人口の増加が続くなかで、新築物件の供給が慢性的に少ない市場構造となっており、中古マンションでの賃借料も毎年3%程度の安定した上昇が見込まれるためだ。前期に事業をスタートさせてから2015年9月までの累計実績では、仕入れが11棟（うち今上期で3棟）、販売が3棟（うち今上期1棟）となっている。また、11月中旬段階までで見ると、仕入れ、販売ともに2棟ずつ増加した。

物件購入者はすべて国内の個人富裕層で、プライベートバンクや税理士法人からの紹介のほか、同社の既存顧客が購入した。現地の投資家に販売することも可能ではあるが、同社のバリューチェーンの中には組み込まれないので、国内の個人富裕層を対象に販売を行っていく方針だ。海外不動産を購入する際の融資条件は、担保付与など条件が厳しくなることが多く、また、購入後の不動産の管理や修繕等の委託先をどうするか、不動産を売却する際の売却方法や依頼先、税務処理など複雑なことから、投資を敬遠する投資家も多いが、同社では東京本社と現地子会社の双方から、物件取得時、保有時、売却時の様々な業務をフルサポートする体制を構築するなど、スムーズな投資を行う環境を整えている。海外不動産投資に関して、このように充実したフルサポート体制を構築しているのは、国内では現段階では同社のみであることから、今後、海外不動産投資を希望する投資家を顧客として獲得する可能性は高いと言えよう。

人員体制では米国子会社で今期より1名増員し、常駐スタッフ3名体制としたほか、東京本社では海外事業部で4名体制としている。米国では主に仕入れ活動を、国内では主に販売活動と顧客サポートと役割分担をしていく。このように事業拡大のための体制が整ったことから、同社では仕入れのペースを今後加速していく方針だ。具体的には従来、四半期ごとに2棟ペースのところを、今後は4棟ペースに加速していく。また、販売方法に関しても従来はプライベートバンクや税理士法人を介しての、間接的な販売活動にとどまっていたが、今下期以降は直接、個人富裕層向けに販売プロモーションを行っていく計画となっている。具体的には、個人富裕層向けだけを対象とした各種メディア（雑誌等）を介して米国不動産投資に関するセミナー（東京、大阪）の開催告知を行い、米国での不動産投資の現状や税制面でのメリットなどを十分理解してもらったうえで、物件紹介を行っていく。同社では2017年3月期には売上高で20億円程度、保有物件数で20棟、保有残高で40億円程度を目標としている。また、中期的には融資条件など環境の改善が進めば、連結売上高の約5割を米国事業で占めるまでに育成していく考えだ。米国事業での利益率は収益不動産販売で15%程度、賃貸収入利回りで4%程度を想定しており、今後の新たな収益けん引役として注目されよう。

○その他サービスの取組みについて

同社では既存顧客の LTV (Life Time Value: 生涯価値) を最大化していくため、プロパティ・マネジメント (PM) 業務や総合資産コンサルティングサービスなどについても、強化を進めている。PM 業務では 9 月末の収益不動産管理戸数が 3,377 戸と前年同期比で 281 戸増となり、順調に拡大している。同社では将来的に 1 万戸を目標として掲げている。

また、総合不動産資産コンサルティングサービスでは、同社で不動産を購入したオーナー向けの会員組織「Royaltorch」で専属のコンサルタントを配置し、不動産の購入や売却、リノベーションや税金対策など幅広いコンサルティングサービスを提供しているほか、各種セミナーや交流会等のイベントを開催し、会員間の情報交換や新たな顧客の紹介なども行っている。「Royaltorch」の会員数は現在 170 名弱と着実に増加しており、将来的には 500 名程度まで規模を拡大したい考えだ。

■ 中期経営計画

高付加価値で低コストのサービスを提供し個人富裕層を早期に取り込む

同社は 2015 年 3 月期からスタートした第 4 次中期経営計画の基本方針として、「事業規模の拡大と収益基盤の安定化」と「AD ビジネスモデルによるクローズド・マーケットの創造」を掲げている。「クローズド・マーケットの創造」とは、前述したブルーオーシャン型のビジネスモデルにより、高付加価値で低コストのサービスを提供し、競合が少ない現段階において顧客となる個人富裕層を早期に取り込み、参入障壁の高い市場を創り上げていく戦略だ。「クローズド・マーケット」ができれば、そこはブルーオーシャン市場となり、同社の業績も安定した収益性を維持しつつ、持続的な成長が見込まれることになる。

中期経営計画での経営目標数値としては、最終年度となる 2017 年 3 月期に売上高で 13,600 百万円、EBITDA で 1,170 百万円、経常利益で 800 百万円、ROE7.5%、収益不動産の期中平均残高で 15,000 百万円を掲げている。前述したように、現状は中期経営計画に沿って極めて順調に推移しており、特に収益不動産残高については 2016 年 3 月末で 15,000 百万円に達する見込みであり、やや先行して推移している状況にある。保有残高が潤沢にあれば、あとは賃料収入で収益を得るか販売収益を得るかをその時々の方情に応じてコントロールしていただけなので、市場環境に大きな変化がない限りは、中期経営計画を達成する可能性が高いと弊社では見ている。

3 年連結業績計画

(単位: 百万円)

	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期	3 年間 平均成長率
	実績	実績	計画	計画	
売上高	11,537	10,735	12,400	13,600	5.6%
EIBTDA	813	791	935	1,170	12.9%
経常利益	450	540	600	800	21.1%
ROE (期末)	4.9%	6.1%	6.4%	7.5%	
収益不動産平均残高	7,229	11,692		15,000	27.5%

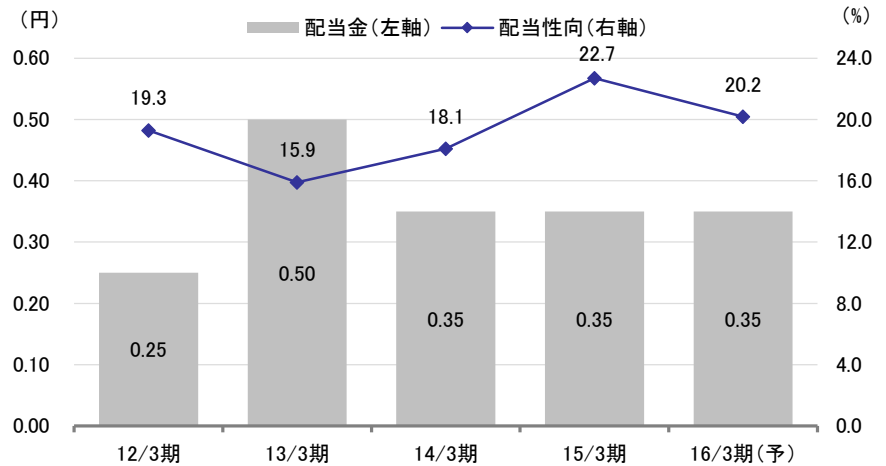
注: EBITDA = 営業利益 + 償却費等

■ 株主還元策について

業績に応じた安定的な配当を実施

株主還元策については、配当による株主還元を基本としている。配当政策については、中長期的な視点に立って、企業体質の強化と将来の事業展開のための内部留保の充実を図るとともに業績に応じた安定的な配当を実施していくとしている。2016 年 3 月期は 1 株当たり 0.35 円の配当を予定している。なお、同社は 2015 年 10 月末に東京証券取引所第 1 部に指定された。今後、認知度の向上によって営業活動や人材採用面でのプラスの効果が期待される。

1株当たり配当金と配当性向



注) 配当金は株式分割等考慮し、過去遡及して修正している

ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ