

|| 企業調査レポート ||

ウェルス・マネジメント

3772 東証 2 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2020 年 9 月 10 日 (木)

執筆：客員アナリスト

国重 希

FISCO Ltd. Analyst **Nozomu Kunishige**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 不動産、ホテル運営、アセットマネジメントの3事業の展開により、 飛躍的成長を続ける.....	01
2. 2020年3月期は、期初計画を大きく上回る増収増益で、高い安全性・収益性を確保.....	01
3. 2021年3月期の業績見通し.....	02
4. 中期経営計画では、国内有数の受託資産獲得と、 1部上場基準を満たす基盤づくりを目指す.....	02
■ 事業概要	03
1. グループ概要.....	03
2. 沿革.....	04
3. 事業内容.....	05
■ 業績動向	07
1. 2020年3月期の業績概要.....	07
2. セグメント別概況.....	09
3. 財務状況と経営指標.....	10
■ 今後の見通し	12
■ 中長期の成長戦略	13
1. 中期経営計画の目標と進捗状況.....	13
2. 事業方針.....	14
■ 株主還元策	17

■ 要約

不動産会社、ホテルオペレーション会社、 アセットマネジメント会社の3つの強みを持つ

1. 不動産、ホテル運営、アセットマネジメントの3事業の展開により、飛躍的成長を続ける

ウェルス・マネジメント<3772>は東証2部に上場し、自己投資・共同投資を行う同社のもと、不動産金融事業、ホテル運営事業を展開する主要子会社2社を持つ。同社グループは、1) ホテル・旅館の再生、開発に強みを持つ「価値創造型の不動産会社」、2) 国際的なブランドを持つホテルオペレーターとのタイアップにより、バジェットタイプからラグジュアリータイプのホテルまで「収益の最大化を図るホテルオペレーション会社」、3) 国内外の様々な投資家とのつながりにより、コア型からオポチュニスティック型投資まで対応する「ブティック型の独立系アセットマネジメント会社」、という3つの強みを有している。グループ各社が専門機能を担い、補完しながら総合的にビジネスを展開できる強みを発揮して、現中期経営計画の推進により、飛躍的な成長を計画している。

2. 2020年3月期は、期初計画を大きく上回る増収増益で、高い安全性・収益性を確保

同社の2020年3月期の業績は、売上高13,220百万円(前期比333.8%増)、経常利益3,732百万円(同290.2%増)と大幅な増収増益決算となった。不動産の売却益を主因に、売上高は期初計画比46.9%、経常利益も同24.4%上回る好決算であった。信託受益権(イビスタイルズ大阪難波)の譲渡、不動産(箱根町ホテル開発用地)の売却、持分法適用関連会社の収益貢献等により、大幅な増収増益を実現した。セグメント別では、不動産金融事業が売上高10,532百万円(前期比118.3%増)、セグメント利益4,701百万円(同11.1%増)で、同社全体の増収増益をけん引した。一方、ホテル運営事業は売上高4,807百万円(同148.8%増)と増収であったものの、第4四半期からの新型コロナウイルスの影響を大きく受け、セグメント損失268百万円(前期は79百万円の損失)となった。なお、同社では、不動産金融事業の売上高・利益については、2019年3月期は特別利益を、2020年3月期は持分法による投資利益を加算修正して、同事業の実質的な収益を捉えている。

事業拡大に伴い、総資産は前期末比2.2倍に拡大したが、自己資本比率、ROE、ROAは目標とする東証1部不動産業平均を上回り、同社は極めて高い安全性・収益性を維持している。同社株式の流動性の向上と投資家層の拡大を目的に、2019年4月に株式分割を実施し、1株当たり年間配当金は実質前期並みの20円とした。今後は、配当性向の引き上げが課題となるだろう。ただ、2019年9月末の株主を対象に、保有株式数に応じて株主優待(同社グループの運営ホテル利用券の贈呈)を実施するなど、トータルで株主還元を目指している点は評価すべきである。

要約

3. 2021年3月期の業績見通し

同社は、2021年3月期の業績予想について、売上高23,000百万円(前期比74.0%増)、営業利益3,000百万円(前期比10.8%増)、経常利益3,500百万円(同6.2%減)を見込んでいる。ホテル運営事業に関しては宿泊需要の落ち込みから相応のマイナス影響を受けることが予想される。しかし、主力の不動産金融事業の収益でこれを補うことを目指す。すなわち、新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う経営難から、割安価格で市場に放出された物件を取得するなど、ホテル以外のアセットにも積極的に投資を行う考えである。これは、同社グループが計画している総合型REITの創設を念頭に置いた戦略となっている。こうした対応によって、中期経営計画2年目の数値目標達成を目指している。

4. 中期経営計画では、国内有数の受託資産獲得と、1部上場基準を満たす基盤づくりを目指す

現在推進中の「中期経営計画2022」(2020年3月期-2022年3月期)では、「J-REIT創設を目指すことによって資産循環型ビジネスへの転換を図り、国内有数の受託資産を獲得する」、「1部上場基準を満たす基盤づくりを進める」ことを目標に掲げている。また、2022年3月期の売上高140億円、経常利益40億円、EBITDA(経常利益(利払前)+減価償却費)45億円を目標に定めた。それぞれ2019年3月期の4倍超となる、意欲的な数値目標を掲げている。初年度の2020年3月期は、2年目の目標数値である売上高100億円、経常利益35億円を、1年前倒しで達成する順調なスタートを切った。当面は、新型コロナウイルス感染症が経営環境や業績に及ぼす影響について懸念される。しかし、同社は中期経営計画の目標達成に向けて着実に事業戦略を推進する意向である。

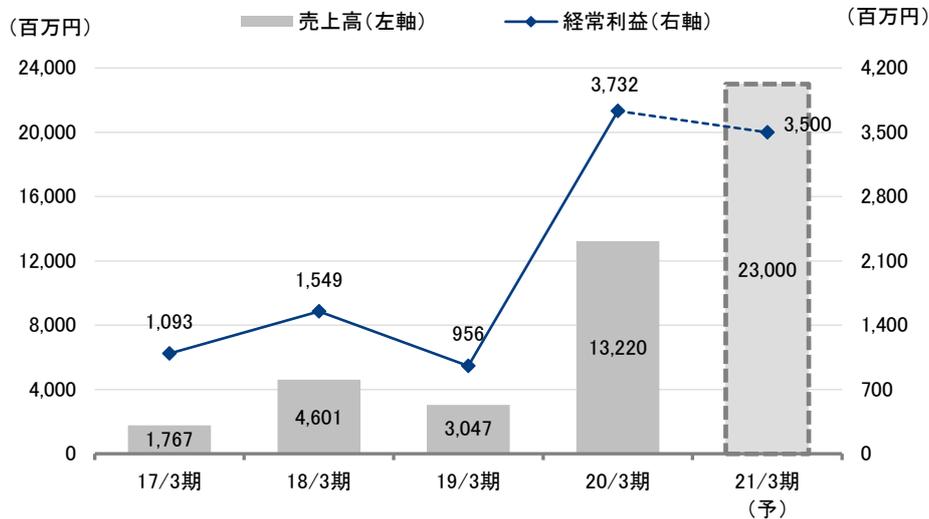
同社の株価は、新型コロナウイルス感染症の拡大を背景に2020年4月初めまで大きく下落した。直近までの戻りは、他の類似銘柄に比べても不十分である。それは、同社は不動産業でありながらホテル業として評価されていることが一因であると考えられる。弊社では、同社グループのビジネスモデル、意欲的な経営計画、順調な業績推移などが投資家に十分に理解されれば、徐々に株価評価が切り上がると見る。

Key Points

- ・グループ会社3社が専門機能を担い、不動産会社、ホテルオペレーション会社、アセットマネジメント会社の機能を持ち、総合的にビジネス展開できるのが強み
- ・2020年3月期は、不動産売却益もあり、売上高は前期比333.8%増、経常利益も同290.2%増と、期初計画を大きく上回る好決算。自己資本比率、ROE、ROAは東証1部不動産業平均を上回り、健全性・収益性が極めて高い。株式分割を実施、実質2019年3月期並みの年間20円の配当を維持
- ・2021年3月期は、ホテル運営事業の落ち込みを、不動産金融事業の収益で補う計画
- ・「中期経営計画2022」では、受託資産の増加と1部上場基準の基盤づくりを目標に、売上高、経常利益、EBITDAを3年間で4倍超を目指す意欲的な計画。数値目標の達成に向けて着実に事業戦略を推進中。同社グループのビジネスモデルが投資家に十分に理解されれば、株価評価が切り上がると見る

要約

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 事業概要

不動産、ホテル運営、アセットマネジメントの3本柱

1. グループ概要

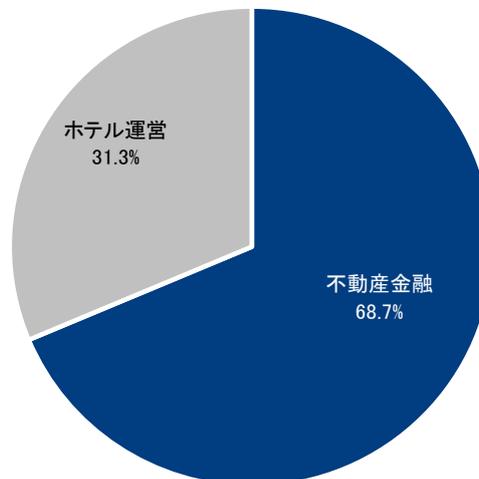
同社グループでは、“快適な時間と空間づくりを通して、日本の魅力と文化を、「体験価値」として提供し、あらゆるお客様に感動と安定的な繁栄をお届けすることで、豊かな社会の発展に貢献する”ことを企業理念としている。長期的には訪日観光客がさらに増える見込まれており、日本の魅力と文化をホテルという形に変えて、外国客の体験価値を高める、という思いを込めている。また、1) 約束を守る集団、2) 人も資産も「もてなす」会社、3) 「体験価値」の創造とマネジメント、4) 「やりがい」と「成長」という企業文化、の4つをCREDO(クレド:「信条」「志」「約束」を意味し、企業活動のよりどころとなる価値観や行動範囲を簡潔に表現した文言)として掲げている。これは、同社グループのビジネスにおいて、また企業人として大切にしていきたい“思い”を明文化したものである。

同社グループは、2020年3月期末では、同社と連結子会社7社及び関連会社3社で構成されるが、主要企業は3社である。投資事業を中心に担う親会社である同社、その100%子会社で不動産金融事業を担うリセス・マネジメント(株)、同じく100%子会社でホテル運営事業を担うホテルWマネジメント(株)である。「不動産会社」「ホテル運営会社」「アセットマネジメント会社」の3つの機能を持つ企業グループとして、互いに補完しながら総合的に発展することで、顧客の期待に応えることを目指している。

事業概要

同社グループでは、セグメントを不動産金融事業とホテル運営事業に分けて開示している。なお、同社では、不動産金融事業の売上高・利益については、2019年3月期は特別利益を、2020年3月期は持分法による投資利益を加算修正して、同事業の実質的な収益を捉えている。2020年3月期の売上高では、不動産金融事業が10,532百万円（前期比118.3%増）で全体の68.7%を、ホテル運営事業が4,807百万円（同148.8%増）で31.3%を占めている。一方、セグメント利益では不動産金融事業が4,701百万円（同11.1%増）に対して、ホテル運営事業は268百万円の損失（前期は79百万円の損失）を計上しており、ホテル運営事業の収益力強化がグループの課題と言える。

事業別売上高構成比
 (2020年3月期:15,339百万円)



注：不動産金融事業には持分法による投資利益を加算修正
 出所：決算説明資料よりフィスコ作成

2. 沿革

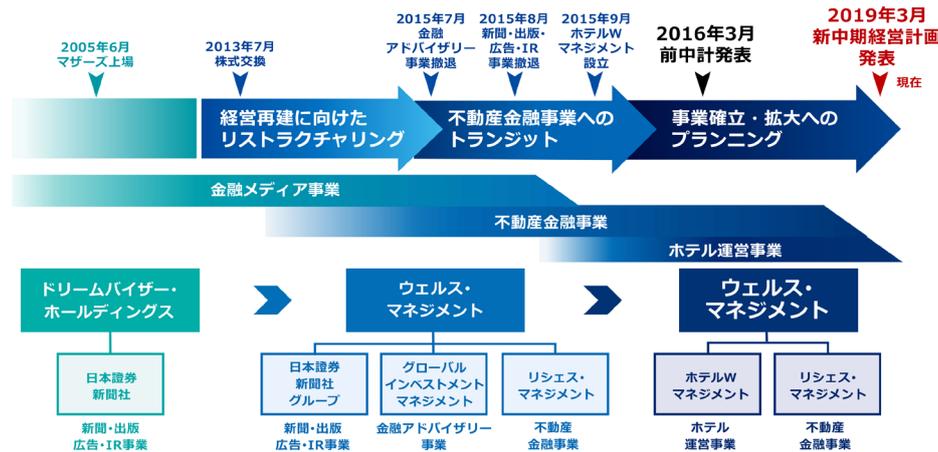
同社グループは、1999年12月に、個人投資家向け金融市場関連情報の提供を目的とする金融メディア事業のドリームバイザー・ドット・コム株式会社として創業した。その後、経営再建に向けたリストラクチャリングを行い、2014年10月より現在の社名ウェルス・マネジメント株式会社に変更した。2015年3月に金融アドバイザー事業から撤退、さらに2015年9月には新聞・出版・広告・IR事業から撤退し、リセス・マネジメントによる不動産金融事業へと転換を図った。そして、2015年9月にはホテルWマネジメントの設立によりホテル運営事業を開始し、自己投資・共同投資を行う同社の傘下に、不動産金融事業とホテル運営事業の2つの主要子会社を持つ、現在のグループ体制が確立した。

同社は、2005年6月にはマザーズ上場を果たし、2016年8月には東証2部に市場変更した。2016年3月に第1次中期経営計画を発表し、2019年3月には現中期経営計画（2020年3月期～2022年3月期）を発表して、1部上場基準を満たす基盤づくりを進めている。中期経営計画では、“資産循環型ビジネスモデル”の確立と、新規運営受託獲得活動の本格展開と既存ホテル運営事業の収益力強化を目指し、売上高や経常利益を4倍超に拡大する意欲的な数値目標を掲げている。

事業概要

グループ設立時より、千野和俊（せんのかずとし）氏が代表取締役社長執行役員を務める。千野社長は約25年間、三菱地所<8802>グループに在籍し様々なプロジェクトに参画した後、三菱地所投資顧問（株）やリーマン・ブラザーズ・ホールディングスのグローバルファンドなどで、アセットマネージャーとしてファンドの運用や企業再生などを手掛けた豊富なキャリアを持ち、同社グループの更なる発展を指揮している。

これまでの歩み（ビジネス内容の変遷）



出所：決算説明資料より掲載

3. 事業内容

同社グループの強みは、3つのコアコンピタンス（核となる能力、得意分野）を持つことである。すなわち、第1に、ホテル・旅館の再生、開発に強みを持つ“価値創造型の不動産会社”である。第2に、国際的なブランドを持つホテルオペレーターとのタイアップにより、バジェットタイプからラグジュアリータイプのホテルまで“収益の最大化を図れるホテルオペレーション会社”である。第3に、国内外の様々な投資家とのつながりにより、コア型からオポチュニスティック型投資まで対応する“ブティック型の独立系アセットマネジメント会社”である。こうした3つの強みを生かしながら、グループ各社が専門機能を担い、相互に補完しながら総合的にビジネスを展開している。

投資事業を行う同社は、投資案件の状況に合わせて「自己投資・共同投資」により、直接、不動産投資を行う。国内外の様々な投資家とのつながりにより、あらゆる投資家に対応できる強みを持つ。社長が長年クライアントサービスで培った経験と知見を同社で生かし、企業の成長と業務領域の拡大を行っている。そして、最終的にはクライアントの立場の理解を深め、より良い不動産金融や投資業務サービスへと還元している。

事業概要

また、ホテル・旅館の再生、開発などについては、不動産金融事業を担うリセス・マネジメントが行っている。投資案件の発掘からデューデリジェンス、取得、売却までのトータルアドバイスを提供する「アドバイザリーサービス」や、不動産投資の入口から出口までをワンストップでサポートするプラットフォームの提供を行う「アセットマネジメントサービス」を展開する。アドバイザリーサービスでは、投資案件のソーシング、デューデリジェンス、プライシング、アキュイジション、ファイナンス、ディスポジションから M&A の提案に至るまで、包括的なサポートを提供することができる。不動産に精通したエキスパートがクライアントの目線に合った多様なプランを創り上げ、継続的なアドバイスを行っている。一方、アセットマネジメントサービスでは、クライアントの描くビジネスプランを尊重しながら、不動産を中心とするアセットのバリューアップ運営、コスト管理、出口戦略立案と実行、リファイナンス、運用指図、レポート、セクレタリーサービスからキャッシュマネジメントなどを提供している。バリューアップというのは再生であり、可能性の見込める物件を取得し、再生を手掛けて売却、もしくは再開発を行っている。

さらに、ホテル運営事業を行うホテル W マネジメントは、レベニューマネジメント・現場管理等、ホテル運営に関する様々なサービス提供、ホテルへの投資・開発のコンサルティングを行う「ホテル運営」や、包括的な物件活用のサポート及び賃料の固定化を実現する「マスターリース業務（同社によるホテル物件の一括借り上げ）」を展開している。リセス・マネジメントがアセットマネジメント業務を受託したものは、すべてホテル W マネジメントがマスターリースをするという事業形態を取っている。また、ホテル運営では、運営に関するコンサルティングから、マスターリース、運営形態に関するアドバイス・アレンジ等により、収益不動産のオーナーの運用ニーズに答えている。マスターリース業務では、ホテルのオーナーである投資家からホテルを一括して借り上げる。借り上げ賃料については、安定性を期待するのであれば「完全固定賃料」を、アップサイドを期待するのであれば「完全変動賃料」や「変動・固定のハイブリッド」など、オーナーの意向に沿ったプランを提案している。マリオット、ハイアット、ヒルトン、フォーシーズンズなど、世界的なブランドを持つ外資系ホテルと緊密な関係にあり、バジェットタイプからラグジュアリータイプのホテルまで、ホテルの運営に関するさまざまなサービスを提供している。

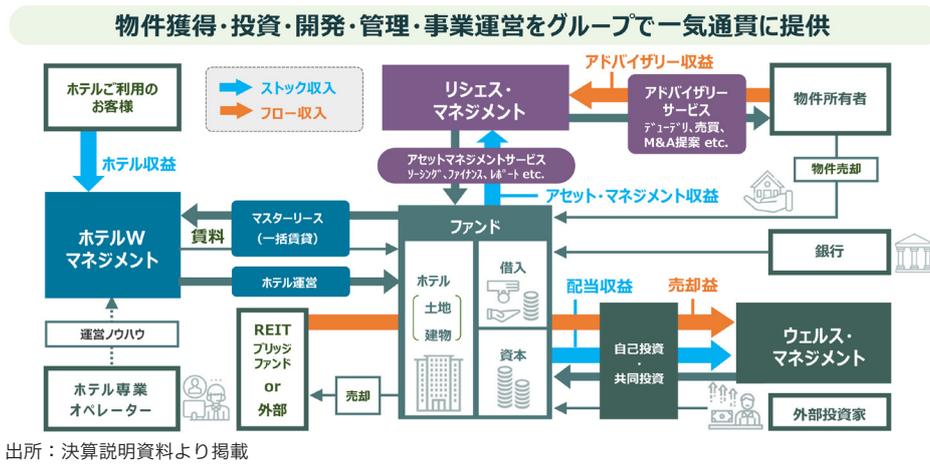
このように同社グループでは、グループ3社が専門機能を担い、相互に補完をしながら総合的にビジネス展開することで、大きなシナジーを発揮している。すなわち、リセス・マネジメントが案件を探し、ファンドスキームを構築し、ホテルのバリューアップの計画、もしくは開発の計画等を策定し、投資家を募集する。そして、外部投資家と当社が共同投資をする。これがファンドのエクイティになり、リセス・マネジメントが銀行からノンリコースローン※を調達する。物件として稼働中ののであれば、ホテル W マネジメントがマスターリースする。ホテル W マネジメントがマスターリースをしたものを外資系のホテルオペレーターとマネジメント契約を行い、ここからジェネラルマネージャーと経理を派遣してもらう形で、同社のホテル W マネジメントの社員とともにホテルを運営している。さらに、同社グループでは、現在 J-REIT を組成する準備を進めている。ファンドでの物件をホテル W マネジメントがマスターリースをして、キャッシュ・フローが安定した際に、J-REIT へ拠出する計画である。

※ ノンリコースローンは、返済原資を不動産収入に限定している融資で、原則として融資対象の物件以外に債務の返済義務が及ばない。すなわち、同社のファンドスキームは、同社のバランスシートを一切使わず、銀行からのノンリコースローンを調達するものとなっている。

事業概要

同社グループでは物件獲得・開発・管理・事業運営までをグループ3社で一気通貫に提供できるビジネスモデルを構築している。グループが生み出す収益のうち、ホテル収益、アセットマネジメント収益、同社の配当収益は恒常的な収益（ストック収入）である。一方、キャピタルゲイン、アドバイザー収益は一過性の収益（フロー収入）である。

ビジネスモデル（代表的な例）



業績動向

期初計画を大きく上回る大幅な増収増益で、中期経営計画初年度は好スタート

1. 2020年3月期の業績概要

2020年3月期における日本経済は、政府による経済・金融政策を背景に企業収益や雇用環境の改善傾向が見られ、2020年3月期上期にかけて景気は緩やかな回復基調で推移した。一方、2020年2月以降は新型コロナウイルス感染症が国内外の経済に甚大な影響を与え始め、米中通商問題等の海外経済の動向や金融資本市場の変動の影響、2019年10月の消費税率引上げ後の消費者マインドの動向などにより、2020年3月期下期より景気は急速に減速している。

ウェルス・マネジメント | 2020年9月10日(木)
 3772 東証2部 | <http://www.wealth-mngt.com/ir/>

業績動向

こうしたなか、同社グループの属する不動産市場においては、一部で過熱感が見られた。日本銀行によるマイナス金利政策を背景とする国内の投資意欲の継続により、2020年3月期上期にかけて順調に拡大した。しかし、新型コロナウイルス感染症の拡大を受け、2020年3月期第4四半期にはJ-REITの投資口価格の暴落に端を返し、その流動性は大きく低下した。また、ホテル業市場においては、2019年の夏より、日韓関係の悪化に伴い韓国からの訪日外国人客の著しい減少を受けた。これにより、販売可能な客室1室当たりの売上低下等、業界自体の成長率の鈍化が顕著となった。2019年末までは、訪日外国人数は昨年対比で着実に伸びており、マーケット自体は順調に成長していた。しかしながら、2020年に入ってから新型コロナウイルス感染症のパンデミック（感染爆発）により、世界中で人の移動が制限された。そのため、2020年3月期第4四半期の当業界の稼働率、客室平均単価とも過去例を見ない水準まで落ち込んだ。2020年4月上旬より日本政府が発表した非常事態宣言の影響により、現在、ホテル宿泊需要は大きく落ち込んでいる。パンデミックの解消や非常事態宣言の解除の目途が付くまでは厳しい状況が続くものと考えられる。

このような事業環境下、同社の2020年3月期決算では、信託受益権（イビススタイルズ大阪難波）の譲渡、不動産（箱根町ホテル開発用地）の売却、持分法適用関連会社の収益貢献等により、2019年3月期より大幅な増収増益を実現した。具体的には、中長期的な宿泊需要の取り込みと収益基盤の拡大を目的として、ホテルWマネジメントがホテル開発用地として取得した神奈川県足柄下郡箱根町のホテル開発用不動産を、外部投資家及び同社が匿名組合出資している特別目的会社に2019年11月に売却した。また、当該特別目的会社よりアセットマネジメント契約を受託。さらに、開発規模の拡大を目的として当該土地の隣地を2019年10月及び2019年12月に追加取得し、前述と同じ特別目的会社に2020年3月に売却した。そのほか、2019年12月に、共同投資家と同社が共同で匿名組合出資している持分法適用会社の投資損益を営業外収入で計上した。こうしたことなどが2020年3月期の収益に大きく寄与した。

以上の結果、2020年3月期における同社の売上高は13,220百万円（前期比333.8%増）、営業利益は2,708百万円（同263.3%増）、経常利益は3,732百万円（同290.2%増）の大幅な増収増益となった。2019年3月期決算発表時の期初予想に比べ、2020年3月期の売上高は46.9%、経常利益も24.4%、それぞれ上回る好決算となり、「中期経営計画2022」の初年度目標数値を超過達成した。なお、親会社株主に帰属する当期純利益は2,426百万円（同9.5%減）と前期比減益となった。これは、2019年3月期には固定資産売却益や負ののれん発生益など、3,471百万円の特別利益があったためである。

2020年3月期 連結損益計算書

(単位：百万円)

	19/3期		20/3期		前期比		計画比		
	実績	売上比	計画	実績	売上比	増減額	増減率	増減額	増減率
売上高	3,047	100.0%	9,000	13,220	100.0%	10,172	333.8%	4,220	46.9%
販管費	890	29.2%	-	1,409	10.7%	518	58.3%	-	-
営業利益	745	24.5%	2,800	2,708	20.5%	1,962	263.3%	-91	-3.3%
経常利益	956	31.4%	3,000	3,732	28.2%	2,776	290.2%	732	24.4%
親会社株主に帰属する 当期純利益	2,682	88.0%	2,000	2,426	18.4%	-255	-9.5%	426	21.3%

注：計画は2019年3月期決算発表時の期初計画

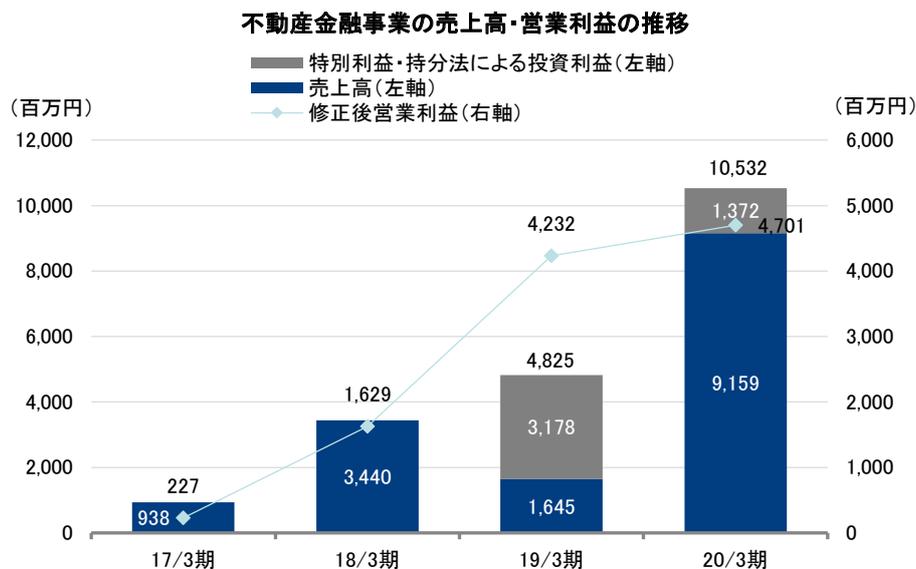
出所：決算短信よりフィスコ作成

不動産金融事業が好業績をけん引

2. セグメント別概況

同社グループでは、不動産金融事業とホテル運営事業の2つのセグメントに分類しているが、2020年3月期も引き続き不動産金融事業が同社収益のけん引役となった。

同社では、不動産金融事業の売上高・利益については、2019年3月期は不動産信託受益権の譲渡による特別利益を、また2020年3月期は持分法による投資利益を加算修正して、同事業の実質的な収益を捉えている。その結果、2020年3月期は、不動産信託受益権の譲渡損益、受託資産の積み上がり、持分法による投資利益等が寄与し、売上高は10,532百万円（前期比118.3%増）、営業利益も4,701百万円（同11.1%増）の大幅な増収増益を記録した。

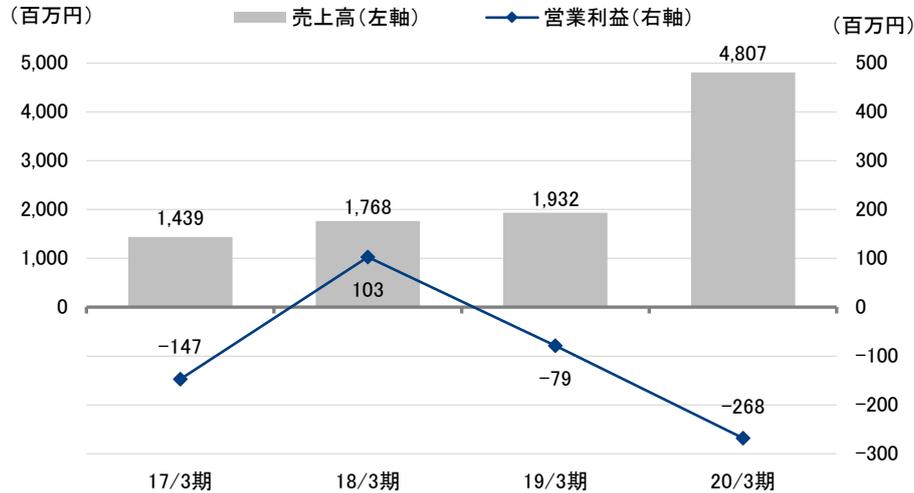


注：売上高、営業利益は同セグメントの特別利益、持分法による投資利益を加算修正
 出所：決算説明資料よりフィスコ作成

一方、ホテル運営事業では、2018年11月に開業した「イビス大阪梅田」が年度を通して売上に寄与したこと、さらに2019年4月に「京都悠洛ホテルMギャラリー」を開業したことなどにより、売上高は4,807百万円（前期比148.8%増）の大幅増収となった。しかし、2020年3月期第4四半期に入って新型コロナウイルスによる影響を大きく受け、通期では268百万円の営業損失（前期は79百万円の損失）となった。同事業の収益改善がグループの大きな課題と言えるだろう。ホテル運営事業では開業資金の負担が大きく、黒字化には時間を要する。同社グループでは、現在運営中の3件に加えて、2021年には3件、2022年には2件の開業を予定している。そこで、今後は同社が開業資金を負担することで、同事業の黒字化を図る方針である。

業績動向

ホテル運営事業の売上高・営業利益の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

収益性が極めて高く、財務の健全性も維持

3. 財務状況と経営指標

財務状況を見ると、2020年3月期には、持分法適用関連会社が保有していた京都悠洛ホテルMギャラリーを連結化したことにより、資産・負債が大きく増加した。資産合計は、前期末比2.2倍に拡大し、同13,554百万円増の24,893百万円となった。これは主に、新たに販売用不動産を取得したこと、ホテル開発用地の取得やホテル着工に伴い仕掛販売用不動産が増加したことなどにより、流動資産が増加したためである。一方、負債合計も同3.7倍に拡大し、同11,121百万円増の15,213百万円となった。これは主に、金融機関からのノンリコースローンによるものである。また、親会社株主に帰属する当期純利益の計上に伴い、純資産合計は同1.3倍に増加し、同2,433百万円増の9,679百万円となった。うち、自己資本も同1.4倍と着実に積み上がり、同2,329百万円増の8,671百万円となった。

資産急増の結果、自己資本比率は前期末比21.1ポイント低下の34.8%となったが、2019年度東証1部不動産業平均の31.1%を上回っており、十分な安全性を確保しているといえる。さらに、同社では、ノンリコースローン114億円に対し、リコースローンは28億円にとどまり、リコースローンを超える手元現預金43億円を確保している。また、ROEは32.3%、ROAも20.6%と、東証1部不動産業平均の8.8%、4.4%を大きく上回り、同社の収益性も極めて高いと評価できる。

業績動向

連結貸借対照表、経営指標

(単位：百万円)

	19/3期	20/3期	増減
流動資産	8,876	22,827	13,950
現金及び預金	2,724	4,336	1,612
販売用不動産	4,075	14,438	10,362
仕掛販売用不動産	1,668	2,364	695
固定資産	2,462	2,065	-396
有形固定資産	82	78	-3
無形固定資産	185	166	-18
投資その他の資産	2,194	1,819	-374
資産合計	11,338	24,893	13,554
流動負債	3,641	3,095	-546
短期借入金等	1,891	2,452	560
固定負債	450	12,118	11,667
長期借入金等	122	11,844	11,721
(有利子負債)	2,014	14,297	12,282
負債合計	4,092	15,213	11,121
純資産合計	7,246	9,679	2,433
【安全性】			
自己資本比率	55.9%	34.8%	-21.1pt
【収益性】			
ROE (自己資本当期純益率)	53.2%	32.3%	-20.9pt
ROA (総資産経常利益率)	8.2%	20.6%	12.4pt

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

2020年3月期末における現金及び現金同等物の残高は、前期末比1,908百万円増の4,288百万円となった。各キャッシュ・フローの状況を見ると、営業活動による資金の減少8,916百万円（前期は1,326百万円の増加）となった。これは主に税金等調整前当期純利益の増加の一方、販売用不動産や仕掛販売用不動産の増加などによる。投資活動による資金の減少1,980百万円の支出（同4,938百万円の増加）となった。これは主に、その他の関係会社有価証券の売却に伴う支出による。また、財務活動による資金の増加は12,806百万円（同5,187百万円の減少）となった。これは主に、金融機関から借入れたことによるものである。

キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	19/3期	20/3期	増減額
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,326	-8,916	-10,242
投資活動によるキャッシュ・フロー	4,938	-1,980	-6,919
財務活動によるキャッシュ・フロー	-5,187	12,806	17,993
現金及び現金同等物の期末残高	2,379	4,288	1,908

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2021年3月期は、新型コロナウイルス感染症拡大を追い風に変える

同社グループの2021年3月期業績は、売上高23,000百万円（前期比74.0%増）、営業利益3,000百万円（前期比10.8%増）、経常利益3,500百万円（同6.2%減）、親会社に帰属する当期純利益2,000百万円（同17.6%減）を見込んでいる。

2021年3月期 連結業績予想

（単位：百万円）

	20/3期		21/3期		前期比	
	実績	売上高比	予想	売上高比	増減額	増減率
売上高	13,220	100.0%	23,000	100.0%	9,779	74.0%
営業利益	2,708	20.5%	3,000	13.0%	291	10.8%
経常利益	3,732	28.2%	3,500	15.2%	-232	-6.2%
親会社株主に帰属する 当期純利益	2,426	18.4%	2,000	8.7%	-426	-17.6%

出所：会社リリースよりフィスコ作成

同社グループでは、新型コロナウイルス感染症拡大の影響によりホテル運営事業の業績は大幅に落ち込むと見込んでいるが、主力の不動産金融事業の業績は現在進行中のプロジェクトが順調に進行していることから、ホテル運営事業の業績の落ち込みを十分にカバーできると見込んでいるようだ。不動産金融事業では、2021年3月期における物件の販売は、第2四半期以降を予定している。第1四半期の売上高及び営業利益については前年同期を大きく下回ったが、現在進行中のプロジェクトが順調に進行していることから、第2四半期以降については継続的に売上高の積み上げができると見込んでいる。また、現在検討を進めている新規物件の一部については2021年3月期の業績に貢献できると見込んでいる。同社グループでは、次章「中長期の成長戦略」で詳述するように、各事業プロジェクトの進行フェーズに合わせた投資家の入替（リキャピタリゼーション）により、当初計画から収益機会を増やす検討を進めている。以上から、同事業の2021年3月期の売上高は前期を大幅に上回ると計画である。

現在、不動産市場では継続的な保有が困難となったことで売却に追い込まれた割安な不動産が出始めている。このような機会を捉えて各種アセットを幅広く取り扱ってきた経験のある同社グループでは、ホテルアセット以外のアセットにも積極的に投資を行いたいと考えている。これは、中期経営計画で掲げる総合型REITの創設を見据えた戦略的な投資となっている。

同社グループでは意欲的な中期経営計画を推進しており、計画初年度の2020年3月期に早くも2年目の目標に達する好スタートを切った。2年目の2021年3月期は、新型コロナウイルス感染症の拡大という思わぬ逆風に見舞われたものの、上記の諸施策を実行することにより、中期経営計画の数値目標達成を目指している。同社では、企業理念をもとにした「4つのCREDO」のなかで掲げている「約束を守る集団」を実現する考えである。弊社では、同社が着実な戦略を推進することで2021年3月期の業績予想も達成する可能性が高いと見ている。

■ 中長期の成長戦略

J-REIT 創設を目指し、資産循環型ビジネスへの転換を図る

1. 中期経営計画の目標と進捗状況

同社が2019年4月に発表した「中期経営計画2022」（2020年3月期－2022年3月期）では、前提とする事業環境について、2020年の東京オリンピックや2025年の大阪万博の開催を控え、訪日外国観光客数は2018年の約3,100万人から、将来的には約6,000万人規模にまで拡大すると見込んでいる。また、訪日スタイルの変化や近隣諸国の富裕層の増加もあって、ニーズを満たすホテルの供給ニーズは大きいと見ている。さらに、世界的に当面、低金利状況は続き、不動産アセットへの資金流入など、好調な事業環境が続くとしている。

中期経営計画では、2つの目標を掲げている。1つはJ-REIT創設を目指すことによって、資産循環型ビジネスへの転換を図り、国内有数の受託資産を獲得することである。もう1つは、東証1部上場基準を満たす基盤づくりを進める事である。

そのための基本戦略として、ビジネスモデルの確立、事業力の強化、経営基盤の安定化を目指す。ビジネスモデルの確立では、リセス・マネジメントが不動産を探し、投資家を集め、不動産を再生する。ホテルWマネジメントは、マリオット、インターコンチネンタル、アコーホテルズなどの国際的なラグジュアリーホテルオペレーターとともにADR（ホテルの平均客室単価）の極大化を図り、ホテル収益の安定・拡大を図ることによって、J-REITに売却する。そこで得た利益をまた再投資するという循環型のビジネスを確立することである。また、事業力の強化では、良い不動産を見つけ、その不動産に対して一番適したホテルブランドを選び、そのオペレーターとタイアップしてADRの極大化を図る。そのためには、当然、ホスピタリティを含めたサービス力の強化も必要である。こうした、ビジネスモデルの確立、事業力の強化によって、経営の基盤の安定化を図る方針である。

「中期経営計画2022」の基本戦略

次の成長に向けて以下を具体化

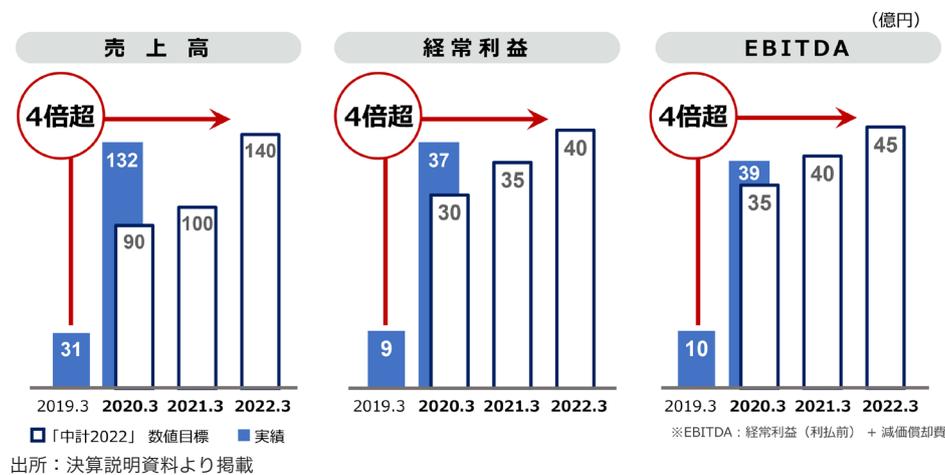


出所：決算説明資料より掲載

中長期の成長戦略

このような基本戦略を推進することで、売上高を2019年3月期の31億円から2022年3月期には140億円へ、経常利益を9億円から40億円へ、EBITDAを10億円から45億円へと、それぞれ4倍超に拡大する意欲的な数値目標を掲げている。計画初年度の2020年3月期は、2年目の目標数値を1年前倒しで概ね達成した好決算であった。ただ、足元では世界的な新型コロナウイルス感染症拡大に伴い、当面は世界経済が落ち込み、外国観光客の訪日もストップするなど、事業環境が悪化している。しかし、同社グループでは、事業環境悪化の影響を大きく受けるホテル運営事業の落ち込みを、好調な不動産金融事業でカバーすることで、計画2年目も数値目標の達成を目指している。

「中期経営計画2022」の進捗状況



2. 事業方針

同社グループでは、中期経営計画2年目の数値目標達成を目指して、2021年3月期は1) 上場リート創設、2) 新規物件取得、3) 開発スキームの着実な実行、の3つのビジネスプランに注力する方針である。

(1) 上場リート創設

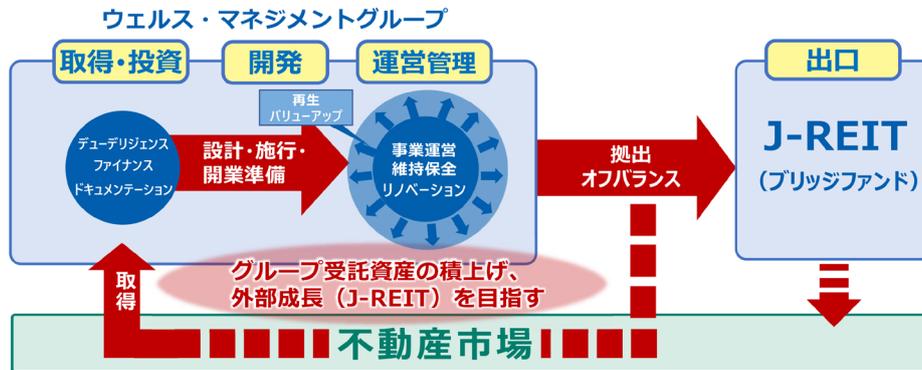
現在、パナソニックホームズ(株)とともに、上場REIT創設に向けて検討を進めているところである。同社では、「総合型REIT」としての上場を目指して様々なアセットタイプを抛出することで、受託資産を積み上げ、グループ収益の安定化を図る方針だ。特に景気が悪化している2021年3月期は、会計年度末が迫ってくると、各企業においても業績達成のために資産売却の動きがあると予想し、創設する上場REITはどのような物件も取得できるマルチプラットフォームとして制度設計を進める考えである。

中期経営計画では、資産循環型ビジネスの実現を重点戦略に掲げている。すなわち、同社グループでバリューアップした不動産を自ら組成する上場REITに抛出し、還元された資金また次の投資に充てていくという、取得と物件売却のサイクルを回すことにより、グループの受託資産の積み上げと外部成長を目指し、収益の安定化を図る計画だ。

中長期の成長戦略

資産循環型ビジネスモデル

資産循環型ビジネスの実現による不動産金融事業の進化・拡充



出所：決算説明資料より掲載

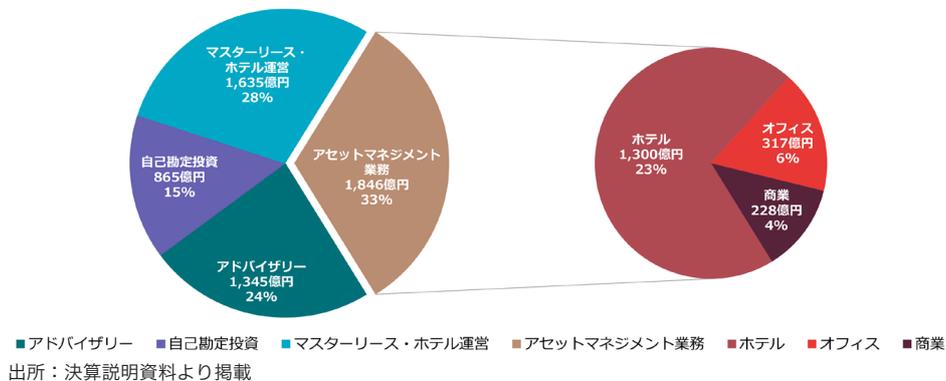
(2) 新規物件取得

景気が後退している現在のマーケット好機を捉え、ホテル以外の多様なアセットタイプの物件の積極的な取得を目指す方針だ。新型コロナウイルス感染症がもたらしたリーマンショック級の景気後退に伴い、有利子負債の削減等により割安な不動産がマーケットに出始めており、今後が増えると思込まれる。同社グループには、既に竣工ベースで約1,500億円超のホテルアセットがあるが、総合型REITを目指すため、今後はホテル以外の物件についても積極的に投資を行う計画だ。これまで培ってきたノウハウを十分に活用し、新型コロナウイルス感染症拡大の逆風を追い風に変えたいと考えている。

同社がこれまで手掛けてきたアセットの受託と保有の実績を見ると、ここ数年はホテルを中心に手掛けたことでホテルアセットの比率が高まっているが、オフィス、商業施設などの取扱実績も豊富であることが分かる。

同社グループがこれまで手掛けたアセット受託・保有実績

■ 各種アセットに関するアドバイザー、アセットマネジメント業務、自己勘定投資を実施



本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

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

中長期の成長戦略

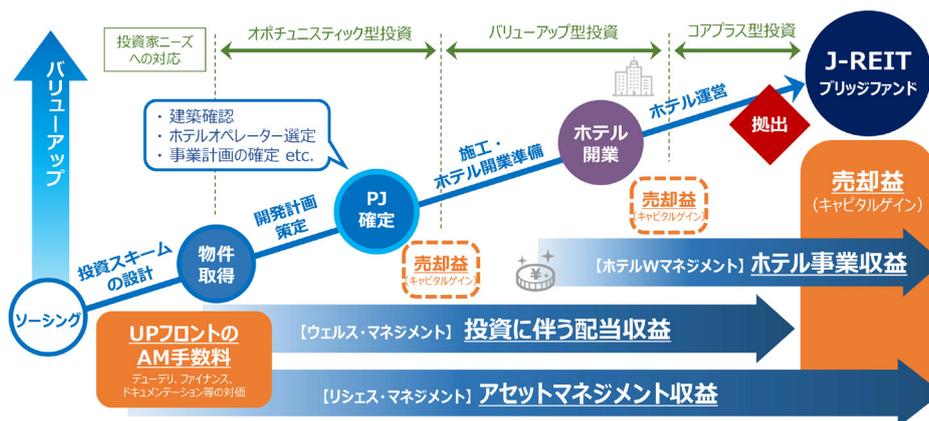
(3) 開発スキームの着実な実行

今後さらに複数のホテル案件の開発を計画的に進行し、アセットマネジメント収益の増強を図る方針である。現状は、開発段階で工事期間やコストなどへの影響が出てきているものの、開業スケジュールに大きな問題は出ていない。現在進めている複数のホテル案件の開発を着実に進めるとともに、収益機会についても見直しを図るなど、対策を講じる計画となっている。同社グループが現在運営中のホテルは 3 件であるが、事業設計や施行・開発準備中の物件が 5 件、2020 年 3 月期に取得した箱根の強羅、北海道のニセコの 2 件を含めて、合計 10 件のプロジェクトを進めており、2021 年に 3 件、2022 年にも 2 件を開業する予定である。

ホテルの開発スキームでは大きく 4 つのステージがあり、1 つ目が用地の取得時点、2 つ目がプロジェクト確定時点、3 つ目がホテルの竣工及び開業時点、4 つ目が REIT 等への抛出時点となる。この 4 つのステージにおいて、同社はリスク許容度の異なる投資家をアレンジし、共同投資をする。そして、各々のステージごとにいったん投資を終了させ、共同投資家とともにリターンを享受している。このように、一連のプロジェクトにおいて、進行フェーズに合わせた投資家の入替（リキャピタリゼーション）により複数回の収益機会を設けることで、収益の安定化を図っている。

ホテル事業には運営事業と投資事業があるが、同社のホテル事業は主に開発物件への投資であり、事業セグメントでは不動産金融事業に分類される(ホテル運営事業は、ホテルの運営にかかる収益のみを計上)。同社グループでは、開発プロジェクトに投資した資金は年間 20% ~ 30% のリターンを目指しており、5 年間では 2 ~ 2.5 倍になり、REIT 等へ抛出する最終ステージには大きな売却益を実現する計算だ。今回のようなパンデミックによって保有する不動産価値が低下することも想定されるものの、同社グループの高い収益力を考えれば、投資資金が毀損するリスクは小さいと考えられる。

収益機会（代表的な例）



出所：決算説明資料より掲載

中長期の成長戦略

以上の3つのビジネスプランに加え、2021年3月期はホテル運営事業において国内需要の獲得に注力する方針である。ホテル運営事業に関しては、新型コロナウイルス感染症の拡大に伴い、現状では海外旅行者の入国は禁じられており、ホテル業界は大きな打撃を受けている。政府の緊急事態宣言は解除されたものの、国際観光旅行の解禁やインバウンド誘致の再開は早くても2021年3月期第3四半期以降になる見通しである。同社グループでは、国内宿泊の8割を占める日本人観光客を中心とした国内旅行は、マイクロツーリズム(3密を避けながら、近場で過ごす近所旅行)の動きを反映して、先行して回復すると見ている。特に、ラグジュアリー志向が強まると予想し、日本人顧客の消費意欲の取り込みを一層強化することで、国内需要の獲得に注力する計画である。同事業の業績回復は、2021年3月期上期の売上減少を、こうした事業戦略によって、下期以降にどれだけ挽回できるかにかかっていると見えるだろう。

■ 株主還元策

安定配当と、株価上昇も含め、トータルで株主還元を図る

同社では、株主への利益還元を最重要課題の1つとして位置付けている。現中期経営計画においても、配当戦略として「利益水準に応じた安定的な配当の実施」「トータル・シェアホルダーズリターン等の指標の検討」を掲げている。すなわち、配当や株主優待に加え、EPSの成長、すなわち企業価値を高めて株価を上昇させることで、トータルで株主利回り向上を図る方針だ。

配当に関しては、長期安定的な経営基盤の確立に必要な内部留保水準、事業環境や業績動向、財務体質、資本効率などを総合的に勘案し決定しており、配当は期末の年1回を基本方針としている。また、同社では、例年、期初には配当予想を示さず、決算の見通しがある程度固まった段階で発表をしている。

同社では、2019年4月に、普通株式1株につき2株の割合で株式分割を実施した。これは、投資単位当たりの金額を引き下げることにより、より投資しやすい環境を整え、同社株式の流動性の向上と投資家層の拡大を図ることを目的とするものである。

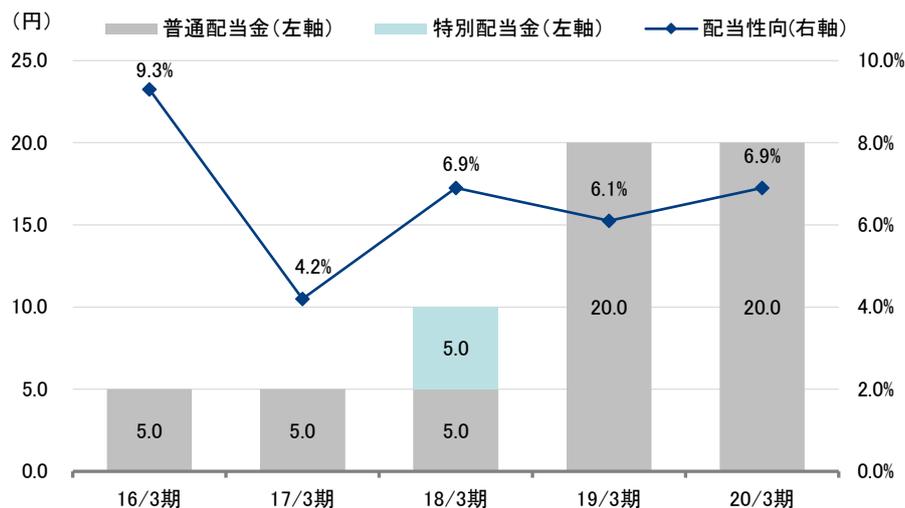
2020年3月期の配当については、株主からの期待にも応えながら、長期安定的な経営基盤の確立に必要な内部留保水準、事業環境や業績動向、財務体質、資本効率などを総合的に勘案し、実質的に2019年3月期と同額の1株当たり20円とした。未曾有の新型コロナウイルス感染症の拡大という緊急事態もあり、当面は内部留保の蓄積が必要ではあるが、長期的には配当性向の引き上げが課題となる。

株主還元策

また、同社では、2020年3月期より、毎年9月末時点の株主を対象に、保有株式数に応じて株主優待を開始した。毎年12月下旬頃に同社グループの運営ホテル利用券を贈呈する。しかし、2019年12月に配布された2019年度株主優待は、新型コロナウイルス感染症拡大防止策として外出自粛要請が出されたため、十分に活用されていなかったことから、利用期限を2020年12月末から2021年6月末までに延長した。さらに2020年8月25日には、300株以上500株未満保有の株主にはホテル利用券5,000円を、500株以上1,000株未満保有の株主には同10,000円を、1,000株以上保有の株主には同20,000円を贈呈することとし、新たに500株以上から1,000株未満保有の株主への優待制度を新設したことを発表した。今後も、引き続き株主優待の内容を充実する方針である。

このように、同社では、株式分割、配当、株主優待、株価上昇によるキャピタルゲインなどを含めて、総合的な株主還元（トータル・シェアホルダーズ・リターン）の増大に取り組む姿勢は大いに評価できるだろう。

配当金と配当性向の推移

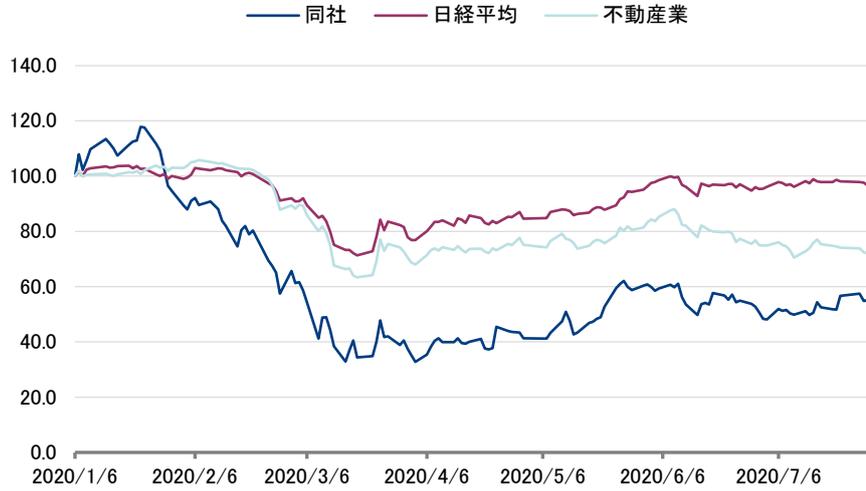


注：2019年4月1日に1株につき2株の割合で株式分割、過去に溯り調整済
 21/3期予想は、現時点では未定
 出所：決算短信よりフィスコ作成

同社の株価、日経平均、不動産業株価指数について、年初の水準を100として指数化して比較してみると、いずれも新型コロナウイルス感染症の拡大を背景に2020年4月初めまで大きく下落したものの、その後、徐々に戻りつつある。しかし、2020年7月31日現在、同社株価指数は50.4にとどまり、日経平均の93.6、不動産業の68.7を大きく下回っている。同社の類似会社であるケネディクス<4321>、いちご<2337>、トーセイ<8923>などに比べて、株価の戻りが不十分である。また、実績PERも3.4倍にとどまり、同業他社の4.6倍～14.7倍に比べて評価が低い。それは、同社は不動産業でありながらホテル業として評価されていることが一因であると考えられる。しかし、同社グループの主力である不動産金融事業では、中期経営計画を大きく上回り好調を維持している。ホテル運営事業では、新型コロナウイルス感染症の拡大に伴い海外旅行者の大幅減少に伴い苦戦しているものの、国内宿泊の8割は日本人旅行者であり、今後は主に日本人旅行者の獲得に注力する方針である。弊社では、こうした同社グループのビジネス戦略、意欲的な中期経営計画、順調な業績推移などが投資家に十分に理解されれば、投資家層が拡大し、株価評価も徐々に切り上がると考える。

株主還元策

同社の株価推移(指数化)(2020/1/6~2020/7/31)



注：2020/1/6の株価を100として指数化したもの
出所：株式市場データよりフィスコ作成

重要事項（ディスクレマー）

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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp