

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
山田 潤,CFA

■不動産評価に強みを持ち、 取得不動産をバリューアップ

染色業として創業し、1975年には事業内容を不動産事業へ完全にシフトした。不動産の鑑定評価に強みを持ち、投資用一棟賃貸マンション等の収益不動産物件を自己勘定で取得して価値を高めた後に売却する「収益不動産事業」をコア事業として、「総合居住用不動産事業」「ストック型フィービジネス」なども展開している。

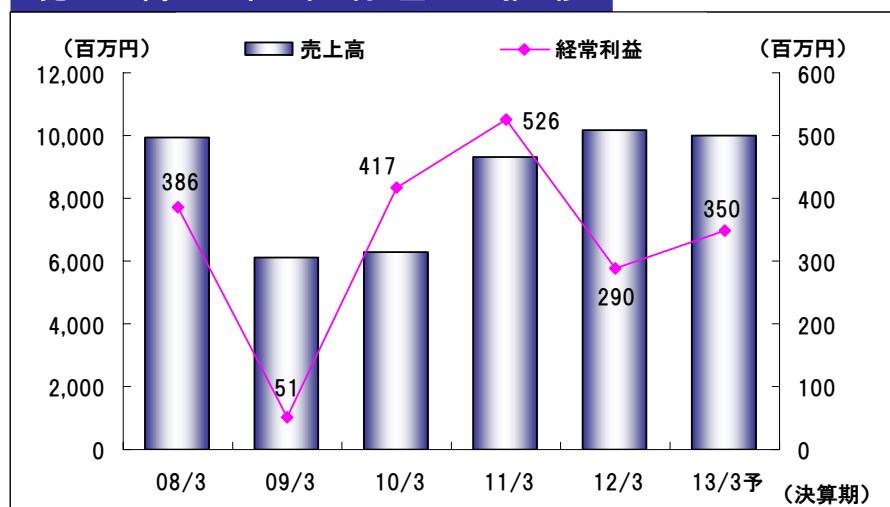
投資用収益不動産から生み出される収益は、賃料収入等のインカム・ゲインと、売却時のキャピタル・ゲインで構成される。このうち、同社がコア事業として分類している「収益不動産事業」はキャピタル・ゲイン型の事業であることから、不動産市況に大きく影響を受けるビジネスモデルとなっており、収益構造のバランスを改善させることが同社の1つの課題となっている。

同社は賃料・手数料収入といったインカムによる経常利益の構成比率を5割、キャピタル・ゲインによる比率を5割にすることを理想としている。そのためには安定的な収入源である「ストック型フィービジネス」を拡大させることがなにより重要となっており、保有収益不動産を増やして賃料収入の絶対額を拡大させること、プロパティマネジメント企業などのM&Aも行い管理受託戸数を増加させる方針である。

■Check Point

- ・少数精鋭の不動産のプロ集団
- ・高い利益率を確保し、大幅な増益を達成
- ・第3次中期経営計画は飛躍の準備期間

売上高と経常利益の推移



■会社概要

明治時代創業/染色業から不動産業へ事業転換

(1) 会社沿革

1886年（明治19年）に東京都墨田区で染色業として創業し、1970年に染色業と並行して不動産事業を開始。1975年には事業内容を不動産事業へ完全にシフトし、現在では不動産の売買、賃貸、管理受託、鑑定やコンサルティング業等を行っている。

社名は1995年に、祖業の商号である青木染工場(Aoki Dyeing Works)にちなんで、「株式会社エー・ディー・ワークス」に変更した。2007年10月にはジャスダック証券取引所への上場を果たしている。125周年を迎えた2011年9月には本社をそれまでの京都新聞銀座ビルから、鹿鳴館跡地に立つNBF日比谷ビルへ移転した。創業の1886年（明治19年）は、足かけ5年に渡り鹿鳴館時代と呼ばれることになる時期と時を同じくし、企業の歴史と趣を感じさせる場所である。

尚、現代表取締役社長の田中秀夫氏は、早世した慶應義塾大学時代の同級生の父親である前社長の青木昇氏に請われ、1993年に経営に参画、1995年に代表取締役社長へ就任した。

年	内容
1886	創業者の青木直治氏が東京都墨田区において染色業を創業
1936	法人組織として社名を「株式会社青木染工場」に改める
1970	前代表取締役青木昇氏が染色業と並行して不動産事業部を発足させ、主に宅地造成・分譲事業を中心に展開
1975	染色業を廃止し、不動産事業を専念とする
1976	宅地建物取引業者登録
1995	青木昇氏に代わり、田中秀夫氏が代表取締役社長に就任。社名を青木染工場(Aoki Dyeing Works)に因んで「株式会社エー・ディー・ワークス」に変更。不動産仲介・分譲・賃貸管理のほか、貸宅地・古家・古アパートの整理・コンサルティング、不動産鑑定、建売分譲の事業も加わり現在に至る
1999	不動産鑑定業者登録
2001	国土交通省不動産投資顧問業者登録
2003	不動産投資事業に本格参入
2005	信託受益権販売業者登録
2006	関東財務局投資顧問業者登録
2007	一級建築士事務所登録、ジャスダック証券取引所 上場（現大阪証券取引所 JASDAQ スタンダード）
2008	新築戸建分譲事業を行う子会社、株式会社エー・ディー・エステート 設立
2009	居住用不動産事業に本格参入
2011	リモデリング事業を行う子会社、株式会社エー・ディー・リモデリング設立

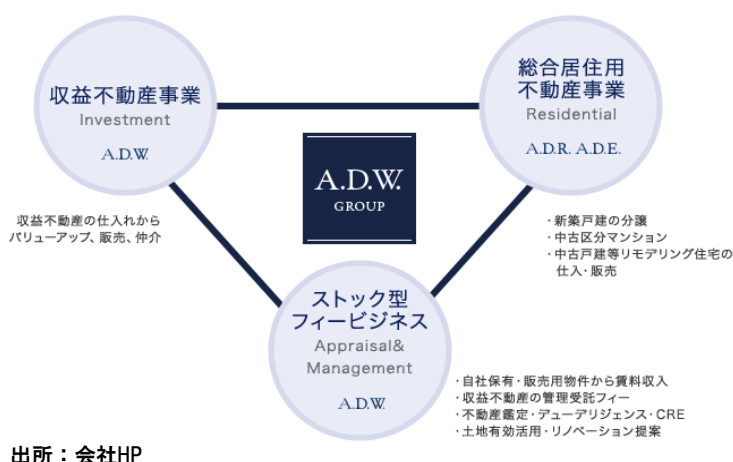
■会社概要

少数精鋭の不動産のプロ集団

(2) 事業概要

不動産の鑑定評価に強みを持ち、投資用一棟賃貸マンション等の収益不動産物件を自己勘定で取得し、価値を高めた後に売却する「収益不動産事業」をコア事業として、「総合居住用不動産事業」「ストック型フィービジネス」を展開している。

同社の従業員数は連結で53名（2012年3月期末）である。従業員の資格取得者は不動産鑑定士5名、1級建築士2名、2級建築士1名、宅地建物取引主任者30名であり、同社は少数精鋭の不動産のプロ集団となっている。



「収益不動産事業」

一棟300百万円前後のワンルームマンションを中心に自己勘定で取得後、建物管理状態の改善、用途変更、外装工事などの改装、テナント入れ替え、賃料改定、稼働率上昇などで収益性を高めた上で、個人富裕層投資家（金融資産100百万円以上）や資産保有を目的とした事業法人、ファンド等へ売却する。仕入は信託銀行や大手不動産仲介業者など独自の営業ルートによって行っている。2012年3月期の販売棟数は26棟であり、一棟当たりの平均価格は、261百万円であった。販売先は個人が7割、物件種類は一棟マンションが8割である。



出所：会社HP

■会社概要

「総合居住用不動産事業」

子会社を通じて新築戸建分譲とリモデリングを行っている。新築戸建分譲では、一次取得者層向けに東京の城北地区を中心として、戸建用地の仕入からプランニング・施工監理・販売・メンテナンスに至るまでを一貫して行っている。土地を有効的に使える木造3階建住宅が中心商品であり、シンプルで飽きのこない都市型モダン住宅となっている。玄関ドアにはカードキーシステムを標準装備するなど、装備を充実させた仕様である。延床面積は100㎡程度で、中心価格帯は4,000万円台～5,000万円台前半となっている。

リモデリングでは、首都圏を中心に好立地にある中古区分マンションや中古戸建住宅を仕入れ、必要に応じて内外装のリフォームなどを施しバリューアップを行った後、個人顧客へ新築に比べリーズナブルな価格で販売している。

新築戸建分譲事業の販売物件の例



出所：会社HP

リモデリング事業のリフォームの例



出所：会社HP

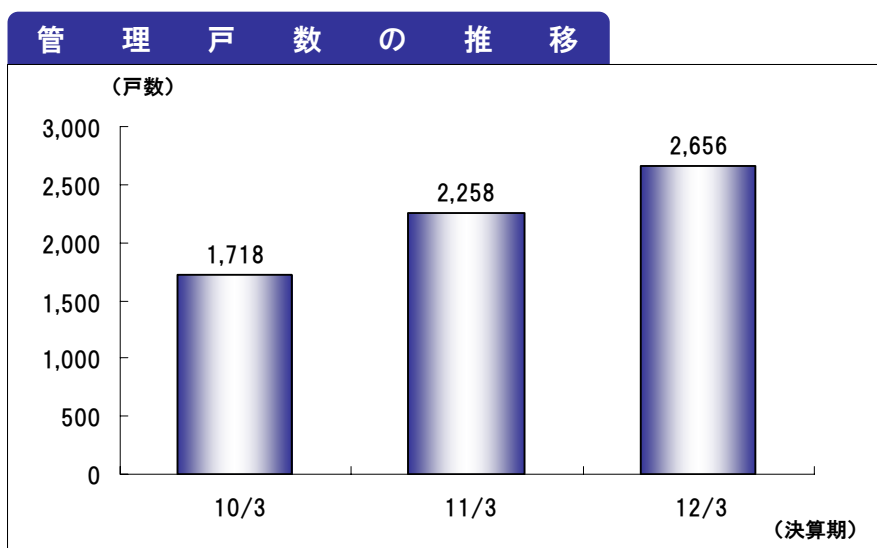
■会社概要

「ストック型フィービジネス」

同社が固定資産で保有する商業ビル（銀座に1棟）やワンルームマンション（川崎市に1棟）、「収益不動産事業」における未販売の販売用不動産（棚卸資産）からの賃料収入（2012年3月で約382百万円）を収益の柱としつつ、管理受託物件のプロパティマネジメント（同約343百万円）、さらに不動産の公的鑑定評価・一般鑑定評価・デューデリジェンス及び資産運用コンサルティングを含むフィービジネス（同約104百万円）を行っている。

管理受託物件のプロパティマネジメントとは同社が過去に販売した物件を主な対象として、物件の所有者に代わり、入居者募集、入退去手続、賃貸借条件の交渉、ニーズ対応、賃料滞納に伴う督促、及び建物管理を行う業務で、安定的な手数料収入の源となっている。2012年3月期末の管理戸数は前年比17%増の2,656戸である。

なお、公的鑑定評価とは財務省、農林水産省など公的機関依頼の鑑定評価業務、一般鑑定評価とは事業法人並びに個人の依頼による住宅・商業施設・オフィスビル等の鑑定評価業務、デューデリジェンスとは不動産を物理的・法的・経済的な角度から調査する業務、資産運用コンサルティングとは相続対策や不動産有効活用のためのアドバイザリー業務である。



■会社概要

「5：5の収益バランス」

コア事業である「収益不動産事業」はキャピタル・ゲイン型の事業であり、不動産市況に大きく影響を受けるビジネスモデルとなっている。収益構造のバランスを改善させることが同社の1つの課題となっているが、そのためには安定的な収入源である「ストック型フィービジネス」を拡大させることが重要だ。同社は賃料・手数料収入といったインカムによる経常利益の構成比率を5割、キャピタル・ゲインによる比率を5割にすることを理想としている。そのためには、長期自社所有物件を増やして賃料収入の絶対額を拡大させることや、プロパティマネジメント企業などのM&Aも行い管理受託戸数を増加させることが必要となっている。

同社は中長期自社所有物件の仕入れ強化のため、2012年4月1日に「投資開発事業部」を新設し、中長期自社所有の収益一棟マンションや商業ビル等の仕入活動に注力することで賃料収入という安定的なインカムの強化を図っている。

■業績動向

高い利益率を確保し、大幅な増益を達成

(1) 2013年3月期の第1四半期（4-6月期）決算

不動産市場においては中古住宅価格の下落や賃料水準全般の低迷などで事業環境が依然として厳しい状況にあったが、収益不動産市場では小型・高利回り物件の流通増で回復の兆しが見えてきた。2013年3月期の第1四半期（4-6月期）連結業績は売上高が1,525百万円（前年同期比24.6%減）、営業利益が108百万円（同96.0%増）、経常利益が80百万円（同315.0%増）、四半期純利益が48百万円（同449.6%増）と減収増益となった。

「収益不動産事業」セグメントにおいては、収益不動産の仕入、販売とも順調に増加したことに加え、震災前に仕入れた物件の売却とそれに変わる新規物件の仕入が2012年3月期で完了していたため、2013年3月期の第1四半期（4-6月期）からは本来あるべき高い利益率の確保が可能となり、大幅な増益となった。このセグメントの売上高は1,137百万円（前年同期比4.3%減）、営業利益は130百万円（同277.9%増）、経常利益は104百万円（同26,219.9%増）となった。

■業績動向

「総合居住用不動産事業」セグメントにおいては新築戸建分譲において、2012年3月期の好調な販売によって完成在庫が不足しており、2013年3月期の第1四半期（4-6月期）が今後の準備期間となったことで、売上高が大幅に減少した。リモデリングにおいては、中古戸建物件に注力して積極的な仕入活動を展開したことで、こちらも売上高を減少させた。このセグメントの売上高は200百万円（前年同期比66.9%減）、営業損失は4百万円（前期同期は営業利益12百万円）、経常損失は23百万円（前年同期は経常利益は5百万円）と減収減益になった。

「ストック型フィービジネス」セグメントは、減収減益となった。管理受託物件のプロパティマネジメント業務の管理受託戸数が増加して手数料収入が増加したものの、2012年3月期末に「収益不動産事業」において販売用不動産の保有残高が一時的に減少したことで賃料収入が減少したこと、コンサルティング収入が前年同期と比べ減少したこと等が要因。このセグメントの売上高は187百万円（前年同期比18.5%減）、営業利益は64百万円（前年同期比41.9%減）、経常利益は49百万円（前年同期比49.8%減）となった。

第1四半期の業績推移	（第1四半期、単位：百万円）			
	10/3	11/3	12/3	13/3
売上高	1,019	1,320	2,023	1,525
経常利益	106	128	19	80
四半期純利益	54	73	8	48
純資産額	1,647	1,647	2,051	2,224
総資産額	4,646	6,688	8,716	7,111

■業績動向

投資意欲の回復で不動産市場は回復傾向

(2) 2013年3月通期の業績計画

新築住宅着工戸数の増加や三大都市圏における地価の底打ち、並びに低金利による企業の収益用不動産への投資意欲の回復など、不動産市場においては明るい見通しが持てるようになって見込まれる。同社は2013年3月期の会社計画として、連結売上高10,000百万円（前期比1.6%減）、営業利益494百万円（同18.8%増）、経常利益350百万円（同20.7%増）、当期純利益214百万円（同52.9%増）を掲げている。

「収益不動産事業」セグメントにおいては、高利回りの中小型収益不動産の仕入活動に注力し、売上高6,750百万円（前期比1.0%減）、経常利益350百万円（同10.6%増）を目指す。

「総合居住用不動産事業」セグメントにおいては、新築戸建分譲でのブランドینگ強化、中古住宅のリモデリングでの戸建物件特化により、売上高2,400百万円（前期比4.5%減）、経常利益110百万円（同557.8%増）を計画している。

「ストック型フィービジネス」セグメントにおいては、自社保有物件の在庫増加に伴う賃料収入の増加、並びに管理戸数増加によるプロパティマネジメントフィーの増加を見込んでおり、売上高850百万円（前期比2.4%増）、経常利益350百万円（同3.5%増）となる計画である。

通期業績推移	（決算期、単位：百万円）			
	10/3	11/3	12/3	13/3予
売上高	6,258	9,328	10,159	10,000
経常利益	417	526	290	350
四半期純利益	220	300	140	214
純資産額	1,835	2,132	2,205	-
総資産額	6,666	8,537	6,258	-

■第3次中期経営計画

第3次中期経営計画は飛躍の準備期間

同社は2012年5月に第3次中期経営計画を発表し、飛躍への準備期間として以下のように「ADブランド・ADビジネスモデル確立」「事業規模の拡充」「機動的自己資本調達」を基本方針として挙げている。

「ADブランド・ADビジネスモデル確立」

商品価値向上による他社との差別化
収益不動産のトータルサービス
オーダーメイドフィービジネスの展開

「事業規模の拡充」

収益不動産残高の拡充
プロパティマネジメント事業の拡大
新しいビジネスモデルへの挑戦

「機動的自己資本調達」

事業規模の拡充にそった機動的資金調達
純資産の増加による財務構造の転換
さらなる成長ステージに向けての環境整備

「ADブランド・ADビジネスモデル確立」では、まず収益不動産事業において、物件の建物管理状態の改善、用途変更、外装工事などの改装、テナント入れ替え、賃料改定などの空室率の改善策・賃料水準の向上策を通じて商品価値の向上を図り、他社の同様の事業や商品との差別化を行う。次に販売した収益性不動産を管理受託し、プロパティマネジメントサービスを提供して、さらに将来的には相続対策や不動産有効活用のためのアドバイザー業務までつなげ、収益不動産のトータルサービスを提供していく。また、公的機関、事業法人並びに個人顧客それぞれ各様のニーズに則した鑑定評価、デューデリジェンス及び資産運用コンサルティングを含むフィービジネスをオーダーメイドで提供する業務も強化する。

「事業規模の拡充」では、まずは収益不動産残高の拡充を行い、収益性の向上につながるより良い在庫物件の積み増しを図る。また、プロパティマネジメント事業の拡大のためには、毎年、約500戸ほどの管理受託戸数を純増させるオーガニックな成長を継続することに加え、M&Aの手法も用いて管理受託戸数の大幅な拡大を目指す。さらに収益不動産として中古物件だけでなく小型賃貸マンションなどの開発物件や、ファンド形式の商品開発も新しいビジネスモデルへの挑戦として手掛けてゆく方針である。

「機動的自己資本調達」では、さらなる成長ステージに向けての環境整備となる収益不動産残高の拡充のためのバランスシート戦略として、事業規模の拡充にそった機動的資金調達及び純資産の増加による財務構造の転換を実現して行く。

■第3次中期経営計画

2015年3月期の数値目標

	数値目標	2012年3月期 増減比
連結経常利益	560	93%
連結純資産	3,000	36%
短期販売用収益不動産	3,350	215%
中期販売用収益不動産	4,200	53%
賃料収益額	610	60%

2015年3月期の重要業績評価指標

	評価指標	2012年3月期
収益不動産表面利回り	8%	7.40%
短期収益不動産保有期間	6ヶ月	5ヶ月
プロパティマネジメント管理戸数	5,000戸+α	2,656戸
新築戸建年間販売棟数	45棟	26棟
居住用不動産保有期間	6ヶ月	8ヶ月

一方、人的リソース面としては現在の連結60名体制から3年後には1.5倍の90名体制に向けて、新卒採用や有資格者の中途採用を通じ増員を行う。新卒採用に関しては継続を重視しており、採用者に対しては幹部社員への育成プランを用意していく。また、「会社と従業員のWin-Win関係の確立」ため、専門性強化へ向け各種支援制度のさらなる充実や、ストック・オプション、ESOP（従業員株式所有制度）といった株式による従業員インセンティブプランの導入や、役割別コース制度導入によるキャリアプランの形成を計画している。

最後に株式・資本政策としては、以下のポイントを挙げている。

「発行株式数の増加」 資本施策による資金調達の見直し 次のステージに向けての資本基盤整備
「株主絶対数の増加」 流動性の向上 時価総額向上に向けて環境整備
「株主還元」 一定の安定配当維持への経営努力 内部留保バランスを踏まえた還元

株式・資本政策においては、発行株式数と株主の絶対数を増加させ、株式の流動性も向上させ、さらには資金調達も行える資本政策を志向している。その政策の一つの結論が、今回の新株予約権無償割り当てによる資金調達であろう。

株主還元としては、一定の安定配当維持が経営の努力目標となっているが、成長過程・投資増加フェーズにある同社としては、当然のことであろう。

■ 配当政策

200円の安定配当は継続される見通し

同社は安定配当を志向しており、200円配当は維持されよう。収益不動産残高の拡充を基本方針とする2015年3月期までの第3次中期経営計画の期間中は、営業キャッシュフローの多くは収益不動産の仕入に充当される予定。増配や配当性向の向上は、第3次中期経営計画実現の成果が享受されてからとなるだろう。

決算期	EPS (円)	配当金 (円)	配当性向
08.3期	7271.17	500	7%
09.3期	661.52	500	76%
10.3期	3266.54	350	11%
11.3期	2189.4	250	11%
12.3期	1045.32	200	19%
13.3期(予)	1587.11	200	13%

注) 10.3期(2009年9月)に1:2、
11.3期(2010年6月)に1:2の株式分割を実施

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・大阪証券取引所・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、株式会社大阪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、企業との面会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