

イントランス (3237 東証マザーズ)

発行日:2011/9/28
調査日:2011/7/8
調査方法:企業訪問等

新経営陣で収益は改善方向に

> 要旨

◆ 中古ビル再生事業が主力

- ・個々の不動産の持つ価値を最大限に引き出す「ハンドメイド型不動産再事業」を主として東京 23 区を中心に展開している。
- ・事業セグメントは、①プリンシパルインベストメント事業と②ソリューション事業に分かれる。前期(2011/3期)の売上構成は、7対3となっているが、利益貢献はソリューション事業の方が大きい。
- ・昨年の第三者割当増資と在庫不動産の売却により借入金は大幅に圧縮され、財務体質は大幅に改善。「継続企業の前提に関する注記」が解消された。また昨年の株主総会では新社長が選任され、新たなスタートを切った。
- ・なお、新社長の麻生氏は上毛撚糸(株)(現: 価値開発(株))の元代表取締役で、現在は当社の株式の過半数を所有するオーナー経営者である。

◆ 新生イントランスとして収益成長軌道に乗せられるか

- ・当面は「プリンシパルインベストメント事業の黒字化」と「安定収益の確保」が課題であろう。会社は、今期のアクションプランとして3つの目標を掲げている。
- ・新経営体制での経営方針は、「流動化」「価値創造」「金融」の融合により利益を最大化させることで、これら3つのうち2つ以上が重なる難易度の高い案件に取り組むことを目指している。
- ・前期は、コンサルティング業務などフィービジネスの多角化に取り組み、今第一四半期でも安定的な収益をあげている。今後もコンサル事業が会社全体の収益を支えていけるのか注目される。

> 投資判断

◆ 今期業績予想は大幅増額修正へ

- ・昨年の第三者割当増資と既存販売用不動産の売却により借入金は 16 億円強減少、財務体質が大幅に改善された。累損は残るものの、これまで収益圧迫要因だった棚卸資産評価損の計上はない見通しで、高採算なソリューション事業の収益が全体の収益に反映される見込み。
- ・第1四半期の販売用不動産の仕入れ状況から、今期は売上高 18.86 億円(会社予想 13.86 億円)、営業利益 4.78 億円(同 2.8 億円)を予想する。

◆ 来期以降の業績は読みにくい

- ・来期以降は不動産市況の動向とソリューション事業の業績が鍵を握りそう。まずは、今期のプリンシパルインベストメント事業がどの程度の利益貢献を見せるか注目したい。
- ・来期も継続して今期予想並みの利益が確保できれば、税負担は正常化し、復配もありうる。

◆ 現在の株価に割安感はない

- ・2013 年 3 月期業績予想によれば、PER は7倍台(希薄化後)と一見割安に見えるが、税負担の正常化は 2015 年 3 月期以降と思われ、予想 PER での割安感には特に感じられない。
- ・今期・来期で期待できる経常利益が 4 億円程度であれば、税率を考慮した EPS に対して 7~10 倍程度の株価が妥当であり、理論株価は 10,000 円~15,000 円程度と考えられる。

業種:不動産業
アナリスト:松尾 十作
+81 (0)3-6858-3216
matsuo@holistic-r.org

【主要指標】

株価(円)	18,600
発行済株式数	144,305
時価総額(百万円)	2,684
上場日	2006/12/25
上場来パフォーマンス	-31.86%

	前期	今期
PER(倍)	174.5	6.7
PBR(倍)	3.5	2.3
配当利回り	0.0%	0.0%

	σ	β 値
リスク指標	77.5%	1.10

【主要 KPI(業績指標)】

決算期	コンサル等 売上高 (百万円)	前期比 伸長率
11.3 期 2Q	133	4.2 倍
11.3 期 3Q	31	1.1 倍
11.3 期 4Q	484	13.3 倍
12.3 期 1Q	190	4.8 倍

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	1.9	-6.2	30.2
対 TOPIX (%)	15.7	6.2	41.5

*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
審査委員会審査済20110922

イントランス (3237 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2010/3 期 実績	2011/3 期 実績	2012/3 期 会社予想	2012/3 期 予想	2013/3 期 予想	2014/3 期 予想	2015/3 期 予想
売上高	143	2,386	1,380	1,886	1,935	n.a.	n.a.
前年比	-96.2%	1566.3%	-42.2%	-21.0%	2.6%	n.a.	n.a.
営業利益	-353	53	280	479	498	n.a.	n.a.
前年比	-74.3%	-115.1%	424.2%	796.3%	4.0%	n.a.	n.a.
経常利益	-399	17	200	399	418	n.a.	n.a.
前年比	-72.9%	-104.2%	1093.3%	2279.5%	4.8%	n.a.	n.a.
当期純利益	-420	15	200	399	410	n.a.	n.a.
前年比	-74.3%	-103.7%	215.345	2498.9%	2.8%	n.a.	n.a.
期末株主資本	108,124	769,772	969,772	1,168,572	1,578,572	n.a.	n.a.
発行済株式数	70,403	144,003	144,003	144,003	144,003	n.a.	n.a.
EPS	-5,970	107	1,389	2,769	2,847	n.a.	n.a.
配当	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.
BPS	1,536	5,346	6,734	8,115	10,962	n.a.	n.a.
ROE	-151.2%	3.5%	23.0%	41.1%	29.8%	n.a.	n.a.
株価	7,800	17,910	18,600	18,600		n.a.	n.a.
PER	---	167.4	13.39	6.72	6.53	n.a.	n.a.
PER(完全希薄化)	---	---	15.43	7.74	7.53	n.a.	n.a.
PBR	5.08	3.35	2.76	2.29	1.70	n.a.	n.a.

(注) 将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。

> 株価パフォーマンス



会社の概要

> 事業内容

不動産再生事業は、物件価格3~20億円を対象で、購入後1年以内に売却方針。

当社は、個々の不動産の持つ価値を最大限に引き出す「ハンドメイド型不動産再生事業」を東京 23 区を中心に展開している。事業セグメントは、①プリンシパルインベストメント事業と②ソリューション事業に分かれる。前期 (2011/3 期) の売上構成は、7 対 3 となっているが、プリンシパルインベストメント事業は赤字であった。

プリンシパルインベストメント事業は、都内 23 区の商業ビル・オフィスビル・レジデンス等の 3~20 億円程度の物件で、当社のノウハウで不動産価値を高めることが可能と判断した物件を自己勘定により取得。リニューアル (建物の設備等の改修)、リノベーション (住宅の改造工事)、コンバージョン (オフィスを集住宅に、商業ビルをオフィスに等、建物の用途変更を伴うリニューアル) などを行い、物件から得られるキャッシュフローが改善されれば、当該不動産の価値を高めることができる。また、価値を高めた物件は、購入後 1 年以内を目処に売却する方針であり、不動産の価格変動リスクを負わないビジネスを目指している。

＜プリンシパルインベストメント事業の流れ(会社 HP より)＞



ソリューション事業は、入居者管理やコンサルティング事業が含まれる。

ソリューション事業は、賃貸管理事業とプロパティマネジメント事業、コンサルティング (コンサル) 事業を包含する。賃貸管理は、バリューアップ後に売却するまでの期間、当該物件の入居者から賃料を受領する。プロパティマネジメント (PM) 事業は、ビルオーナーの経営パートナーとして、建物管理・クレーム対応、清掃、巡回、検針、賃料回収等の入居者管理サービスを提供する。コンサル事業は様々なものがあり、地方都市再開発案件等に対する獲得提案なども行っている。賃貸仲介、売買仲介業務等の手数料収入もこれに含まれる。

> 経営陣

昨年の株主総会で、社長交代。同業態の未上場会社の社長も兼務している。

当社の取締役は社長の麻生氏以下3名(うち社外取締役1名)で構成され、監査役は3名(社外監査役3名)から成る。

麻生氏は1985年にオフィス・マンションなどの清掃・管理・ビルメンテナンスサービスを行う(株)アソー(現：(株)シルバーライフ)を設立し代表取締役に就任(現任)。一方で、2000年12月に上毛燃糸(株)(現：価値開発(株))の顧問となり、2001年1月に代表取締役に就任し、2007年6月に退任した。

当社は、2009/3期に大幅な赤字を計上したため、資本増強が必要になり、麻生氏の資産管理会社(株)ASOが2010年5月に第三者割当増資を受けるとともに、麻生氏自身が2010年6月に社長に就任した。

他の役員陣の顔ぶれは、取締役の濱谷氏は、2005年5月に入社し管理部門を担当。社外取締役の太田氏は税理士であり、複数の企業経営者として企業経営全般に関する知見を有している。常勤監査役は伊藤氏。社外監査役の山田氏は弁護士として企業法務及び税務に精通しており、青沼氏は金融機関における長年の経験から財務及び会計に関する知見を有している。

> 株主構成

2011年3月末株主数 2,104名。上位株主10名で発行済株式数の87.29%を占める。

<大株主上位>

株式会社 ASO	51.00%
上原規男	18.10%
有限会社レアリア・インベストメント	13.17%
ブイ・シー管理株式会社	0.95%
武田哲男	0.89%

2011年3月末

筆頭株主の(株)ASOは、2010年5月に発行済み株式数の過半となる第三者割当増資を引き受けて筆頭株主になった。また、発行済株式数の27.4%相当の新株予約権も保有する。2位株主は創業者の上島規男。麻生氏と交代するかたちで代表取締役を辞任した。現経営陣との関係は良好であり、創業者としての立場で意見を交換している模様。3位株主の(有)レアリア・インベストメントは上島氏の資産管理会社。

4位以下は1%未満の株主で、機関投資家の株主は少ない。金融機関、金融機関を除く法人、外国人等の持株比率はそれぞれ0.61%、66.65%、0.21%となっている。

<所有者別株式分布>

金融機関等を除く法人	66.65%
個人・その他	32.53%
金融機関等	0.61%
外国法人等	0.21%

2011年3月末

> 沿革・企業理念

大規模な第三者割当増資によって、財務体質は改善し、継続疑義の注記は解消。

◆ 沿革

前代表取締役の上島氏が、不動産の仲介及びコンサルティング事業を目的として 1998 年に当社を設立。2001 年には、プリンシパルインベストメント事業の第 1 号案件を売却した。2002 年にソリューション事業の賃貸管理事業を、2005 年にプロパティマネジメント事業を開始し、2006 年にコンサル事業を初成約している。

2006 年に東京証券取引所マザーズ市場に上場。2009 年 3 月期に大幅赤字を計上し、「継続企業の前提に関する注記」が記載された。2009 年 6 月、2010 年 5 月に資本増強のために第三者割当増資を行い、借入金の圧縮と営業キャッシュフローの改善により、2011 年 3 月期決算でその注記は解消された。

◆ 企業理念

当社の企業理念は 4 つある。①社会道徳・法律を守り、確固たる自己を確立しお客様の満足を追求します。②常に目標を高く掲げ、その達成に向け邁進します。③柔軟な発想で、社会と時代のニーズに応えます。④リスクを恐れず、常にチャレンジし続けます。なお、社名の由来は、知恵と信用、忍耐の英語を掛け合わせた造語である。

<当社の会社理念(会社 HP より作成)>

会社理念

c o r p o r a t e p h i l o s o p h y

イントランスの社名の由来は、Intelligence「知恵」Trust「信用」Perseverance「忍耐」を組み合わせた造語です。「会社がどんな困難に直面しても知恵を出して乗り越え、逆風が吹いたらじっと忍耐強く耐え、最後には必ず信用を勝ち取る。」との考えから名づけられました。

Mission 1

社会道徳・法律を守り、確固たる自己を確立し
お客さまの満足を追求します。

Mission 2

常に目標を高く掲げ、その達成に向け邁進します。

Mission 3

柔軟な発想で、社会と時代のニーズに応えます。

Mission 4

リスクを恐れず、常にチャレンジし続けます。

事業環境

> 業界環境・競合他社

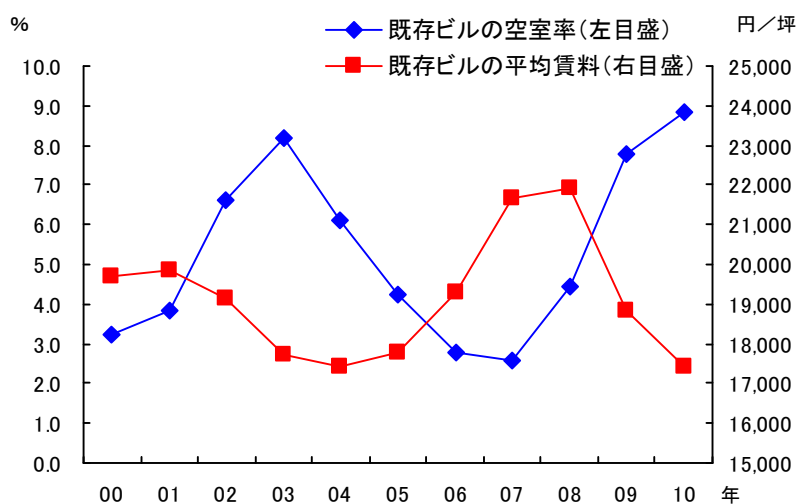
当社の主力事業は不動産の隙間ビジネス。もっとも、不動産市況の影響は避けられないため、事業運営にはタイミングも重要。

当社の属する不動産業界は、通常、オフィス、商業、住宅という3つの不動産物件を対象とした分野に大別されるが、事業内容からは、「開発型」「保有型」「管理型」「仲介型」に分類できる。当社が行う不動産再生ビジネスは、物件としてはオフィス、商業、住宅を対象とするものの、事業内容としては、伝統的な分類には属さず、隙間的な事業分野といえる。尤も保有型への出口（売却）が鍵となるため、景気変動による不動産市況からの影響は避けられない。したがって、伝統的な不動産事業と同様に空室率と賃料の動向は業績の鍵を握る。

東京地区・既存ビルの空室率（三鬼商事 HP より）は、2003年に8.17%まで上昇（市況が悪化）したものの、2006年には2.79%まで空室率が低下（市況が改善）した。その後はリーマンショックもあり空室率が上昇している。空室率に1年程度遅れて平均賃料の上昇・下落が見られ、今は調整局面が続いているようだ。したがって、当社の事業にとっては仕込み場が近づいているように思われる。

不動産業者の全国の業者数は25,424社（全日本不動産協会会員数）と多いが、当社のように不動産再生ビジネスをメインに手掛ける業者は少数派である。比較対象上場企業としては、サンフロンティア不動産（8634）、インテリックス（8940）、レーサム（8890）などがあるが、ビジネスモデルが近い会社としては、サンフロンティア不動産が挙げられる。

<東京地区・既存ビルの空室率と平均賃料の推移>



(出所)三鬼商事 HP より作成

> ビジネスサイクル

比較的短期勝負のビジネス
が中心。安定した基盤作り
にはPM事業が注目される。

当社のプリンシパルインベストメント事業は、物件購入から売却まで約1~2年という短期間で回収するモデルである。ソリューション事業のうち、賃貸管理事業は、売却用物件からの賃料収入であり、短期間のビジネスである。またPM事業は、比較的継続した契約が見込まれるが、オーナーチェンジによって解約になるケースも多いため、平均的な契約期間は2~5年程度と想定される。コンサル事業は、個性が強いため、アドホックなサービスであり、継続的な取引は期待しにくい。実績やノウハウが評価されれば、見込み顧客層に厚みを作ることが可能であろう。

> KPI(業績指標)

KPIを特定することは難しい
が、マクロ的には東京の不
動産市況が、ミクロでは、ソ
リューション事業の売上が
鍵を握りそうだ。

当社の事業は、プリンシパルインベストメント事業とソリューション事業とに大別されるが、最近ではプロパティマネジメント (PM) やコンサルティングなどソリューション事業の利益貢献が大きい。特に、新社長就任後の2011年3月期第2四半期(2010.2Q)以降、ソリューション事業は、売上・利益ともに拡大傾向にある。PM事業のセグメント利益率は25~30%程度あり、またコンサルタント事業は80%を超える粗利率となっている。そのため、ソリューション事業の売上高が増加すると、年度収益に好影響もたらされる。したがって、四半期毎のソリューション事業の売上は注目されよう。

また、主力のプリンシパルインベストメント事業は、景気変動による影響を受けやすいことから、マクロ指標としては先に挙げた「空室率と賃料の動向」が事業環境を予想する上での先行指標になる。経験的には、空室率のピークと賃料のボトムの時期が事業環境改善の転換点を形成することになる。

<ソリューション事業の四半期別業績の推移>

(単位:千円)	09.1Q	09.2Q	09.3Q	09.4Q	10.1Q	10.2Q	10.3Q	10.4Q
売上高	47,517	31,583	27,595	36,408	39,793	133,413	31,661	484,758
粗利	14,717	305	9,271	15,883	24,235	113,454	11,353	469,184
粗利率	31%	1%	34%	44%	61%	85%	36%	97%

(出所)会社公表資料より作成

経営戦略

> 現状の課題と戦略

現状の課題は、「プリンシパル
インベストメント事業の黒字
化」と「安定収益の確保」

現状の課題は「プリンシパルインベストメント事業の黒字化」と「安定収益の確保」であろう。会社は、今期のアクションプランとして、①財務の健全性に配慮したバリューアップ案件の発掘、②四半期ごとに利益を創出する営業体制の構築、③プロパティマネジメント事業を強化し、毎月の安定収入を獲得、という3つの目標を掲げている。

①のバリューアップ案件の発掘については、購入物件の厳選と他社との共同事業やコンサルティング・売買仲介によるリスクの低減を戦略としている。また、②の利益重視の営業体制構築に関しては、複数の販売案件・コンサル案件の同時進行と早期再生、早期販売の徹底を掲げている。さらに③のPM事業の強化に関しては、賃貸仲介業務の強化による空室率の改善、また売却物件、コンサル案件の買主から管理契約を承継することなどが施策として挙げられている。

> 中長期の課題と戦略

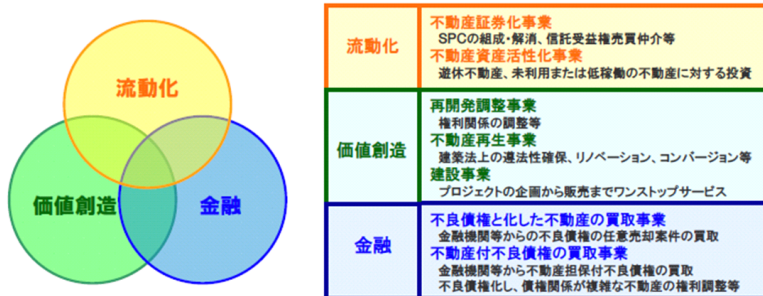
中長期の課題は、人材確保
とグループ化の進展か。

昨年の株主総会で新社長が就任し、新経営体制での経営方針は、「流動化」「価値創造」「金融」の融合により利益を最大化させることで、これら3つのうち2つ以上が重なる難易度の高い案件に取り組むことを挙げている。特に大量の不良債権と結びついた不動産を活性化することを目指し、サービスのグループ化も視野に入れている。

当社を客観的に見た場合、考えられる中長期の課題は、①人材確保、②グループ化の進展だろう。常勤従業員はわずかに10名(2011年3月末)で、営業活動は社外要員を活用している。外注の活用は、固定費負担が軽いもののノウハウが社内に蓄積されないデメリットもある。また、社長が代表を兼務する㈱シルバーライフは、東京多摩地区を事業基盤とし、ビルなどの清掃・管理・メンテナンスサービスを提供している。当社との重複事業であり、統合等による事業の一本化により効率性を高める必要がある。

<当社の経営戦略>

「流動化」「価値創造」「金融」の融合により、利益を最大化



「流動化」「価値創造」「金融」というファクターのうち2つ以上のファクター
が重なる難易度の高いバリューアップに挑戦し、利益を最大化

(出所)会社公表資料より

> アナリストの戦略評価

今期は、プリンシパルインベストメント事業の利益の改善とソリューション事業の収益貢献が継続するかが注目点

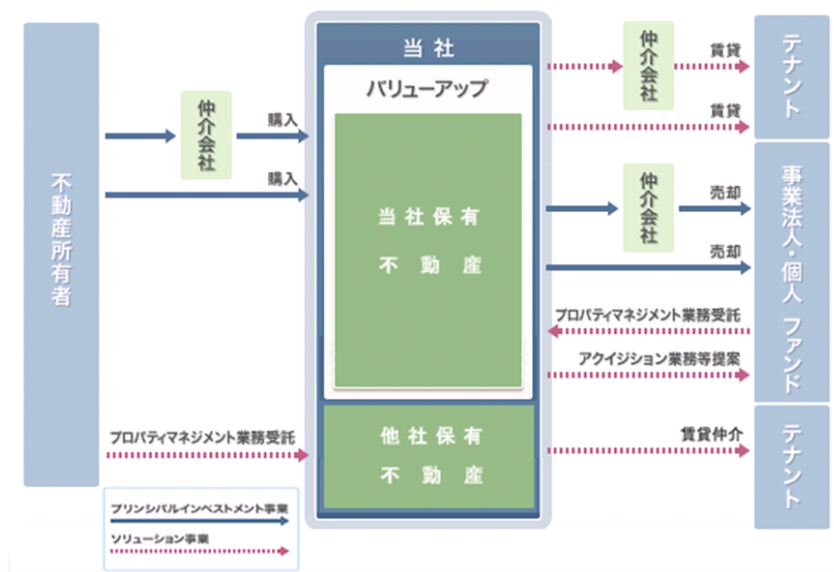
中長期の戦略に特徴は感じられない。実績を積み上げることで、実力を示すことが一番だろう。

◆ 短期の戦略評価はまず今期の実績を確認したい。
 前期において、原価の高い物件は全て売却し、負の資産は払拭した。新体制の下での企画力と営業力を活かしてソリューション事業を伸ばし、粗利益は 6.18 億円と、販売費及び一般管理費 (2.77 億円) を大きく上回った。特にコンサル事業の売上 (1 社に対して 5.5 億円) が目立っているが、今後の売上を予想する上でも、どのような付加価値のある案件であったのか興味が持たれる。

今期の戦略として挙げられた 3 つの計画のうち、①バリューアップ案件の発掘は、結果としてプリンシパルインベストメント事業の黒字化にいかに関与するかが注目される。なお、第 1 四半期には、区分所有マンション 3 戸を売却し、売上高 40 百万円、セグメント利益 4.7 百万円を計上している。また、②営業体制の構築、③PM事業の強化についても、四半期毎の収益の安定化が図れるか、実績を見た上で評価をしたい。

◆ 中長期の戦略は評価不能
 新経営体制での経営方針である「流動化」「価値創造」「金融」の融合とは、以下の図にある当社のビジネスモデルを具現化するためのキーワードである。しかし、多くの新興不動産系企業が掲げるテーマと類似しており、実際に利益に結びつけられるかは、未知数である。具体的な事例として、等価交換方式によるマンション建設 (小規模なマンションしか建設できないせまい敷地の隣接地を、複数の地権者を対象に権利調整を行うことで、大規模なマンションを建設し、施工後マンションの持分を地権者に分配) 等があるが、個別性が強い事例であり、かつ実現にあたって特別なノウハウは感じられない。

<当社の事業モデル(会社 HP より)>



麻生氏の(株)上毛時代の実績は、目立ったものとはいえないが、一定のプラス評価は可能。

いずれにせよ、当社の中長期の戦略の成功は、社長の麻生氏の力量によるところが大きく、その意味では、過去の上毛撚糸(株)での実績は同氏の力量を知る上での参考になる。麻生氏は、2001年1月に上毛撚糸(株)の社長に就任し、2007年6月に退任している。その間に不動産事業への業態変換を進めて、2005年3期から2008年3期にかけて業績を立て直しているが、この時期は同業他社(例えばサンフロンティア不動産)も業績を伸ばしており、戦略の成果というよりも、業界環境の好転に依拠するところが大きいものと考えられる。

<上毛撚糸(株)(現 価値開発(株))の業績推移>

<個別>	2001.3期	2002.3期	2003.3期	2004.3期	2005.3期	2006.3期	2007.3期	2008.3期	2009.3期
売上高	707	609	661	1,073	2,775	3,838	5,135	17,463	2,476
経常利益	-274	-479	-315	-9	146	527	136	937	-5,612
当期利益	-504	-503	-48	-109	190	406	167	777	-6,008
配当金/株	0	0	0	0	0	2	2	2	0
純資産	276	1,685	2,318	2,279	2,430	5,268	9,830	10,476	4,349
総資産	1,991	2,584	2,623	2,994	3,190	8,960	15,497	24,771	16,947
ROE	-	-	-	-	8.10%	10.50%	1.70%	7.70%	-
株価	558	180	122	158	280	276	224	124	18

(注1) 単位は、配当金、株価、ROE 以外は、百万円

(注2) 連結数値は、連単倍率が小さいため、割愛した。

(注3) 麻生氏の社長在任中の決算期は 2002.3 期から H.2007.3 期まで

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆ SWOT 分析

強み (Strength)	・麻生氏の過去の経験、知識、人脈に基づく企画力・情報収集力
弱み (Weakness)	・人材の層が薄いこと ・業界でのネームバリューがないこと
ビジネス機会 (Opportunity)	・不動産業界の非効率性と不良債権市場の存在 ・中堅プレイヤーの倒産等による競争環境の緩和
脅威 (Threat)	・景気・不動産市況の変動による保有資産の劣化 ・金融機関の貸出姿勢の消極化

◆ Porter's 5 Forces

新規参入、業界内競争は厳しいが、中堅プレイヤーが減少しており、上場企業として残存者メリットは享受できそう。また、仕入れ力は、情報収集力と資金調達力が競争上の優劣を決定するため、役職員の経験が活かされよう。買い手に対する価格決定力は、リーシング力とスピードが重要であり、営業力を持たない当社は外注先の活用が鍵を握る。代替リスクについては、特に問題にはならない。

> ESG活動・分析

◆ 環境対応 (Environment)

当社の主力事業であるリフォームやリノベーションは中古ビルの活性化という視点では、環境への負荷を増やすものではないが、不動産再生事業の中で、特段環境配慮などの方針は定めていない。

◆ 社会的責任 (Society)

不動産オーナーの満足度向上のみならず、購入した不動産の周辺地域も活性化するバリューアッププランの実行、さらにはリーマンショック以降に大量に不良債権となった不動産を再生し、不動産市場に戻すという事業は、社会的な意義を持つものと考えられる。しかし、企業及び役職員の行動規範としての社会的責任、社会的利益へ貢献については、特に理念、方針などを定めていない。

◆ 企業統治 (Governance)

筆頭株主は現社長の資産管理会社である(株)ASOであり、支配株主と代表取締役が一致する典型的な「オーナー企業」である。上場企業として、一般株主に対する責任を果たすためには、取締役会や監査役会における監視機能が期待されるが、特に社外取締役である太田氏の役割は重要であろう。当面は、麻生氏との利害関係が適切に管理されているか、という点が重要なポイントと思われ、とりわけ社長を兼務する(株)シルバーライフとの関係などが問題となろう。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

今期予想業績は、売上・利益ともに会社予想を大きく上回る見込み。

◆ 現段階では今期予想は上ブレを予想する。

担当アナリストは、今期(2012年3月期)の連結業績予想につき、会社予想よりも増額している。会社予想⇒担当者予想(単位:百万円)を示せば、売上高 1,386⇒1,886(前期比 21.0%減)、営業利益 280⇒478(同 9.0倍)、経常利益 200⇒398(同 23.8倍)、純利益 200⇒398(同 23.8倍)となる。なお、繰越欠損金があるため、前期同様に今期も税負担がない見通し。

会社予想では事業別売上高予想は公表されていない。担当アナリストが、会社予想に対して増額を見込むのは、第1四半期に新たに収益物件3棟を取得し、物件購入後1年以内を目処に売却する経営方針を考慮したため。今・来期中に半分ずつ売却すると想定した。またPM事業での管理棟数が積み上がることに加え、第一四半期はコンサル事業も堅調な収益を上げているため、ソリューション事業全体では、886百万円と前期比+28.5%の伸長を見込んだ。

なお、コンサル事業については、その中身について十分な開示がないため、今期以降どのような案件についてどのような収益・利益が期待できるのか、さらに見極める必要がある。したがって、コンサル事業の見通しの前提が崩れれば、収益予想に変更が必要になるものと思われる。

> 来期以降の業績

来期は今期を若干上回る業績を見込むが、中期的な予想は立てづらい。

◆ 来期以降の業績は読みにくい

当社は、過去の負の資産を整理し、資本増強も完了したため、今後の不動産市場の改善が進めば、残存者としての恩恵を受けることが考えられる。しかしながら、東京のオフィス市場は2012年ショックと呼ばれる供給過剰が予想されており、マクロ面からは当社の事業環境はなお予断を許さない。したがって、今後3期間の予想を行うのは困難と考え、来期(2013/3期)までの予想にとどめた。

来期の業績については、当社の主力事業であるプリンシパルインベストメントは、トップセールスを含めた営業担当の人員に限りがあるため、今期予想から横ばいを想定。PM事業とコンサル事業は5~10%程度の成長を見込んだ。2013年3月期から一部税負担が発生し、2014年3月期から正常な税負担となる見通し。したがって、復配は2014年3月期以降になりそうだ。また2014年3月期以降は、現社長が経営している(株)シルバーライフをグループ化する動きがでるかもしれない。

投資判断

> 上場来パフォーマンス

2006年12月15日、当社は公募価格110,000円に対して初値250,000円、期待先行の上場となった。2007年1月に上場来高値433,000円を付けたがその後は調整。昨年の第三者割当前後に8,000円から22,000円まで上昇、12,000円程度まで押した後、今年5月に31,050円まで上昇し、現在は凡そ18,000円から20,000円のゾーンで推移している。

したがって、上場来パフォーマンスは▲30.4%（年率）と低調になっている。

> 株主還元

累損解消後の配当性向は2割を公言。

上場直後は配当を行っていたものの、2009年3月期純損益赤字転落後から無配を継続している。今後は累損解消を目途に、配当性向は2割を公言している。

2010年5月発行の新株予約権（新株式39,500株）は発行済株式総数の27.4%に相当し、行使された場合は一時的に希薄化が生じる。ただし、新株予約権の保有者は筆頭株主であり、会社の財務体質強化や収益向上に向けた戦略的な投資の観点から権利行使をする模様。したがって、株価を下げるような権利行使は避けることが想定される。

> 今後の株価見通し

事業環境、経営方針などが不透明であり、妥当株価は評価できない。

担当アナリストの2013年3月期業績予想によれば、PERは7倍台（希薄化後）と一見割安にみえるが、税負担が正常化するのには2015年3月期以降と思われる、予想PERでの割安感には感じられない。

不動産業界での株価評価を考えると、事業基盤の安定性が増すか、何らかの持続的な成長性が見えなければ、10倍以上のPER評価は難しいと思われる。したがって、今期・来期で期待できる経常利益が4億円程度であれば、税率を考慮したEPSに対して7~10倍程度の株価が妥当であり、理論株価は10,000円~15,000円程度と評価せざるを得ない。

なお、今後経営陣が株主からの信頼を獲得するためには、業績の回復基調を持続させることに加えて、会社の中期的な業績見通し及び新株予約権の行使や配当性政策など資本政策について、明確な方針を示す必要がある。そのような明確な方針や目標が示されない現状では、株価評価をすることは難しく、現時点では目標株価を明示することは差し控えたい。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本(隠れた強み)を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートは、株式会社アクセルが企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用しております。これに基づき、企業の分析・評価にあたっては、SWOT分析やM. Porterの競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、また企業の知的資本の視点からも評価を行います。さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標(KPI)を掲載することで、広く投資判断の情報を提供します。

指標・分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス(年率複利換算)を示すものです

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ σ (標準偏差)

リターンのばらつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べ大きい小さいかを示す指標です。ベータ値(β 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きく、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ SWOT分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会(Opportunity)、脅威(Threat)の全体的な評価をSWOT分析と言います

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標(ものさし)のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、インテリジェンシャル・キャピタル・インターナショナルの知的資本評価手法を活用しております。

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
 ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
 ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
 ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
 ・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
 ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます