

アルデプロ

東証マザーズ 8925
株価 372円
単位 1株 (26年1月29日より100株)

目標 650~870円
時期 5ヶ月

① 復活する「不動産再活事業」のリーディングカンパニー

不動産関連事業は、株式市場において他社との明確な差別化を投資家に認識してもらうのが困難な業種だ。しかし、同社が展開する「不動産再活事業」は、そのビジネスモデルに明らかな特徴がある。

「不動産再活事業」とは、中古不動産の1棟仕入をし、リフォーム・リノベーションなどによる入居率向上でバリューアップさせたものを、1棟販売する、というモデルだ。1件ごとのロットが大きくはないので、大手不動産事業者が参入せず、かつ、法的・技術的な専門性が高い分野であるために、中小の事業者は人材不足で参入しづらい分野である。また、同社のリフォーム・リノベーションは、仕入れから販売までの期間が短く、迅速なオペレーションにより早期のキャッシュ化ができることにも特長がある。一般的な事業者の場合で仕入れから販売まで24カ月かかるといわれるところを同社は平均4カ月で仕上げる。

② 抜群のタイミングで「復活」を迎える同社

もともと、前述のようなニッチな戦略を持った企業である同社は、不動産流動化の流れに乗り、2004年、東証マザーズに上場すると、2005年7月に135億円であった売り上げを、2007年7月には774億円、当期純利益で47億円にまで伸ばした。この頃には、同社は全国40拠点で事業を展開し、事業は絶頂期を迎えていたといえる。2007年8月、同社はゴールドマンサックスから新株とCBで300億円を調達し、さらなる事業の拡大に備えることに成功する。しかし、翌月、リーマンショックが業界を襲った。

その後の日本経済の凋落は周知の通りだが、その中心的な業界に位置する同社の業績は、瞬く間に落ちることになる。わずか2年後の2009年7月期には256億円の純損失、195億円の債務超過に陥ったのだ。その間、同社経営陣は、リストラクチャリングと再生のためのスキーム作りに心血を注いだ、と言ってよいだろう。売上高は2010年7月期には83

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

億円にまで落ち込むが、経営陣の粘りは、2010年、ついに事業再生ADR手続きを成立させ、金融機関に再生の道筋を了解させる、という神業につながることになる。

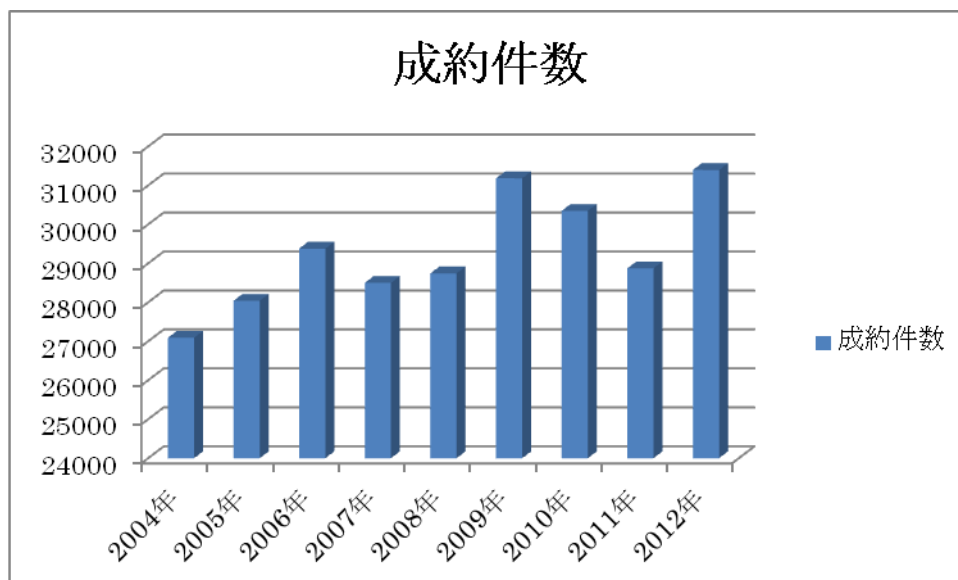
一方、2012年7月期の決算で、同社は2度目の債務超過に陥り、東京証券取引所から再度「上場廃止に係る猶予期間入り銘柄」とされた。しかし、臨時総会の決議によって第三者割当増資を実施し、ADR手続きも7月に終結する。このことによって、同社は奇跡ともいえる上場維持を成し遂げた。

おりしもこのタイミングは、黒田日銀による金融緩和下にあり、東京五輪の招致が決まっている。こうなると、これまで多くの事業者が姿を消した同業界において、上場を維持したことは、大きな意義を持つ。数年前とは対照的なほど好転する市場において、フレキシビリティがありかつ、上場企業である、というメリットが、これからどれほどのビジネスチャンスを得るかが、楽しみなところだ。

③ 市場環境

異次元緩和とも言われる超緩和政策と、2020年東京五輪開催の招致成功により、首都圏の不動産市場はかつてない期待値の上昇を見せている。その期待値を表す数値が、今後各政府系の統計数値から明らかになると思われるが、そのことで、同社の属する業界の株価は切りあがることが予想される。

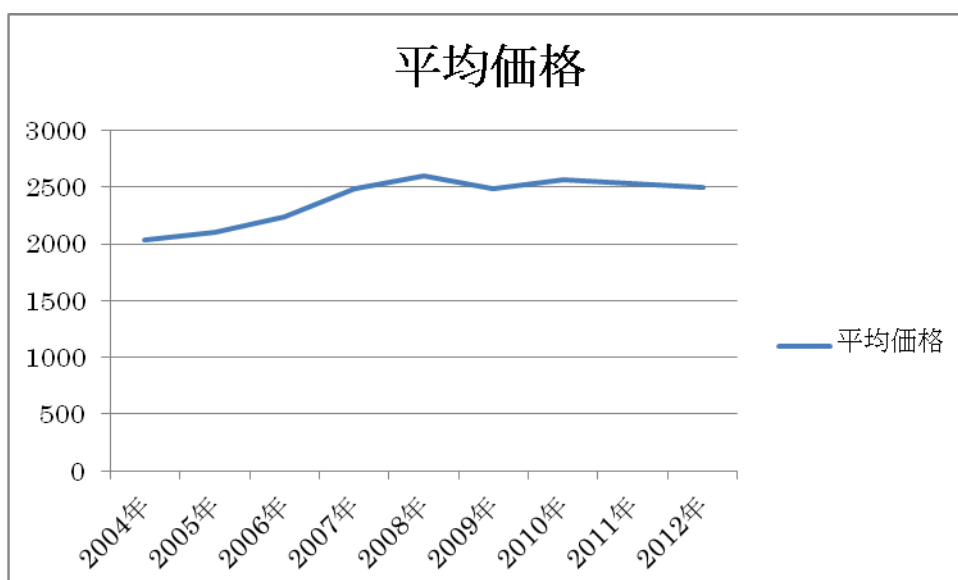
しかし、実のところ、それら特殊要因が顕在化する以前から、首都圏の中古マンションの市場は活況を取り戻しつつあった。グラフは、同社が上場した2004年以降の首都圏の中古マンション成約件数だ。2012年には、過去最高の成約件数を達成している。



首都圏中古マンション成約件数 出所：東急住生活研究所

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

次に、首都圏の中古マンション成約平均単価が、下のグラフ。2008年以降、単価は横ばいか、若干下落している。しかし、2007年リーマンショック時の水準とほぼ変わっていないのが、中古マンション市場の動向である。



首都圏成約平均単価 (単位：万円) 出所：東急住生活研究所

これらの状況から判断すると、中古マンション市場においては、2009年以降、すでに堅調な環境が整っているといえる。現在の金融緩和政策においても、いまだ個人所得の上昇にまで至るには若干の時間がかかることを考えれば、業界の中でも、中古市場は堅調な拡大が高い確率で期待できる分野だろう。

④ 人という無形資産とコスト

復活初期の企業が、一番早く成長ペースを取り戻すスタイルは、どんな経営体制だろうか。それは、ずばり「少数精鋭」だ。上場企業である以上内部統制が効き、かつ、スピード感のある経営決定を下し、問題が生じれば素早い解決をする。それらの一つ一つが重要な要素だろう。

幸い同社には3人の実力者がいて協力をしあっている。法務・会計など管理系の専門家を束ね、ADRなどこれまで誰も経験をしてこなかったスキルを持つ経営者が、社長の久保氏だ。また、自らも過去、上場企業の社長をしていた経験があり、底知れない人脈をもつ保坂氏は、同社の特徴でもある1棟ものの取り扱いのプロフェッショナルでもある。営業部長を兼ねる高橋氏は同社の前社長でもあり、この会社の強みも弱みもよくわかっている。

彼ら3人の経験値を生かし、この抜群のタイミングでの再出発をすれば、中期経営計画

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

の達成は、それほど大きい数値には見えない。

ただし、人については懸念材料もある。今年9月のゼネコンの決算において、ひとつのリスクが顕在化した。それは人件費の高騰だ。鹿島は、その2Qの決算で、2Q自体の数値は上方修正したものの通期の営業利益を130億円も下方修正する、という事態に陥った。このことは、東京五輪関連で無条件に浮かれている投資家たちの気持ちを冷やすには十分だった。

では同社のリノベーション事業における人員の確保などには問題はないのだろうか。あるいは人件費の高騰はどうか。

これに対しては興味深い反論がある。同社には、資本ではつながっていない人的なネットワークがあるというのだ。それは、同社がリストラを続けてきた過程で、独立をした社員たちとの共存共栄の姿だ。40か所の拠点、11社の子会社から整理された人員が独立し、同社の協力企業としてサポートをしてくれている、という。

こういった企業の在り方は、理想的なリストラの事例とも言えるだろう。このことによって、作業人員などの供給などが安定していることは大きなアドバンテージにもなる。

⑤ バリュエーション

株価 370 円とした場合

PBR 16.6 倍

PSR 2.5 倍

PER 36.28 倍（当期末予想 EPS）

13.1 倍（2年後 EPS）

8.54 倍（3年後 EPS）

配当利回り 0%

売上高成長率（2013to2014）6%（四季報予想ベース）

予想 ROE 45.8%

自己資本比率 32.0%

浮動株 16.2%

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

類似企業

インテリックス (8940 東証 2 部)

PBR 1.4 倍 PER 14.6 倍 ROE 4.03%

2013 年 10 月までの株価は、上場維持期待が先行して上昇したために、かえってバリュエーションの目処が立ちづらくなっていた。

しかし今回、会社側から中期事業計画が提示され、3 年後 EPS と事業の成長性が、数値として確認できたことで、定性的な上場プレミアムが、PER に置き換わり、成長性の議論につながる素地ができたといえる。一方で、現在の株価位置は、PBR の議論をするにはすでに BPS とは大きく乖離しており、そのことが、事業バリュエーションに投資家を向かわせることになる。

その前提で、PER を議論する場合、2014～2015 年はさておき、2016 年 7 月期の EPS に注目した株価形成がなされそうだ。市場環境の好転により、同業界の激しいバリュエーション変化に投資家はついていく必要がある。ただ、2016 年 7 月期決算については会社側の数値はまだ保守的であると思われる。一時的に「地獄を見た」経営陣だけに、業績予想に慎重になるのは理解できるが、市場とその成長性を考えた場合、ここ数年、とくに 2 年程度の成長の数値はさらに大きくてもよいだろう。2016 年 7 月期、会社側の営業利益予想は、切りの良い 10 億円程度。当期利益の予想数値はないが、約 6 億と仮定すると、現在の株価に対する PER は 13 倍だ。

一方、類似企業とされるインテリックス (東証 2 部) は、PER で 14 倍程度。この数値は今期末 (2014 年 5 月) 予想の数値なので、アルデプロの 2016 年 7 月期と比べるのは現実性とタイムバリューが違うという見方もあるが、インテリックスの前期末の当期純利益は 178 百万円であり今期末の予想は 508 百万円と、3 倍程度の利益増を 1 年で見込んでいる(会社予想)。

一方のアルデプロがどれだけのスピード感をもってしても、市場で再度以前のような力を復元させるには 2～3 年程度はかかる。したがって、アルデプロの評価対象の数値を 2016 年とし、インテリックスの今期末の大幅増益予想の利益と同等に比較することに、大きな齟齬はないだろう。

⑥ テクニカル



2013年3月から4月にかけて、市場全体の好転と上場維持への期待が高まり、それによる上場プレミアムの再評価がなされた。その後、上場が確実になってもそのプレミアムの価格が妥当か否かの評価が、まだ市場では固まりきっていない。

しかし、9月19日に中期計画が発表になり、市場はおおむねその内容・数値を評価している。株価は一時的に400円を超える場面もあった。

同社の成長性が正当な評価を受けるであろう来年4月までの間は600円から700円のゾーンへの挑戦を繰り返すと思われる。

需給関係は、決して軽いわけではなく、ただし、重すぎるわけでもない。おおむね3程度程度の出来高ピークをもって、700円を超過することになるだろう。

*チャートは野村ネット&コールより引用

⑦ 株価評価

★3月まで 650円

1. 前回高値近辺
2. 2017年想定の当期利益922百万円に対するPER15倍の水準
3. 2016年想定の当期利益601百万円に対してPER24倍

★4月以降 870円

1. 2017年想定の当期利益922百万円に対して PER20倍

同社株の場合、750円近辺を上に出されると、株価は1400円程度まで節目が作りにくいので常にこの水準ではオーバーシュートしやすいことに留意が必要。

■参考資料■

8925:アルデプロ

	2014	成長率	2015	成長率	2016	成長率	2017	成長率
売上	1,541		3,725	141.7%	6,820	83.1%	10,380	52.2%
		利益率		利益率		利益率		利益率
営業利益		0%		0%		0.0%		0.0%
経常利益	218	2%	513	5%	1,002	10.1%	1,537	14.9%
純利益	217	2%	500	5%	601	6.0%	922	8.9%
配当	0		0					
EPS	10		23		28		43	

*数値は中期計画を参考に策定 *単位は百万円

本レポートについて

1. 本レポートは、株式会社日本マネジコ（以下弊社）が、投資家への情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引に関する最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なってください。
2. 当資料に掲載されている内容の著作権は、原則として弊社に帰属いたします。本レポートにおいて提供される情報につきまして、弊社の承諾を得ずに当該資料の複製、販売、表示、配布、公表、頒布または営利目的の利用を行なう権利を有しません。
3. 本レポートは、弊社が信頼に足ると判断した資料、情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性、適時性などに、投資者が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害またはその他の損害について、弊社が責任を負うものではありませんのでご了承ください。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。