

8890

レーサム

当レポートは、掲載企業のご依頼により株式会社シェアードリサーチが作成したものです。投資家用の各企業の『取扱説明書』を提供することを目的としています。正確で客観性・中立性を重視した分析を行うべく、弊社ではあらゆる努力を尽くしています。中立的でない見解の場合は、その見解の出所を常に明示します。例えば、経営側により示された見解は常に企業の見解として、弊社による見解は弊社見解として提示されます。弊社の目的は情報を提供することであり、何かについて説得したり影響を与えたりする意図は持ち合わせておりません。ご意見等がございましたら、sr_inquiries@sharedresearch.jp までメールをお寄せください。



目次

要約	3
主要経営指標の推移	5
直近更新内容	6
業績動向	7
四半期実績推移	7
事業内容	13
概要	13
不動産市場の動向	23
同業他社	26
SW (Strengths, Weaknesses) 分析	26
過去の業績と財務諸表	29
損益計算書	29
貸借対照表	29
キャッシュフロー計算書	30
過去の業績	30
その他の情報	38
企業概要	41

要約

概要

株式会社レーサム（東証STD・8890、以下同社）は、主に中古の不動産を国内富裕層向け中心に販売する企業である。1992年に設立された。同社はオフィスビルを中心に様々なタイプの物件を売買しており、対象地域も東京都心5区を中心に広範である。取り扱う物件の規模は1棟数億円から100億円以上まで幅広い。同社は物件を仕入れてからその価値を高めた上で、国内外の個人と法人に販売している。同社の特徴は、築古の物件、権利関係の調整やテナントの立ち退きが必要な物件等、一般的には不動産会社が手掛けにくいとされる案件を事業の対象としている点にある。同社には、不良債権の処理から中古不動産の再生事業を本格化してきた経緯がある。なお2022年11月には、株式投資を事業とするオアシスが議決権所有割合で60%以上を占める同社の筆頭株主となり、今もその地位にある。

同社の2023年3月期の業績は、売上高67,906百万円（前期比0.7%減）、営業利益14,371百万円（同26.5%増）、経常利益12,851百万円（同23.0%増）、親会社株主に帰属する当期純利益8,376百万円（同26.3%増）であった。事業別では、不動産の価値を高めて顧客へ販売する資産価値創造事業の売上高構成比が90.4%で営業利益構成比が110.2%（営業利益率27.1%）、顧客へ販売した不動産の管理を行う資産価値向上事業がそれぞれ6.5%と5.1%（営業利益率17.3%）、宿泊施設の運営等を行う未来価値創造事業の売上高構成比が3.0%で営業損失2,302百万円であった。

同社は主力の資産価値創造事業では、2023年3月期までの5年度間で101物件を顧客に販売してきた。その内訳（販売金額ベース、以下同様）は、用途別ではオフィスビルが40%、商業施設が32%、住宅が13%等であった。地域別では、東京都心5区が40%でそれを含む東京都内が69%を占め、その他は東京近郊県や関西圏、福岡等であった。1物件当たりの規模は100億円以上が24%、50億円以上100億円未満が21%で、10億円未満は7%であった。近年の同社では売買物件が大型化している。その同社の販売先顧客の内訳としては、国内法人が55%、国内個人が29%を占めた。

同社の特徴は、何らかの要因によって競争力を発揮できていない不動産を売買の対象にすることである。同社が2023年3月期までの5年度間で販売した101物件の築年数別の内訳を見ると、築40年以上が26%、築30年以上40年未満が15%を占めた。中古不動産の再生経験を豊富に持つ同社の不動産の価値向上手法は多様である。同101物件で用いた手法別の内訳は、NOI向上が26%、権利関係の調整・整備、開発土地創出がいずれも17%他であった。こうした手法で不動産の価値を高めて顧客に販売した結果、同社は同101物件の販売で平均27.6%の売上総利益率を実現した。またIRR（投資期間を考慮した収益率）の中央値は、借入金を活用したレバレッジ効果を考慮したベースで79.7%、考慮しないベースで53.2%であった。築古物件等でも借入金を調達できる金融機関との信頼関係も、同社の特徴である。

同社は資産価値向上事業では、顧客に販売した不動産の管理を行っている。物件を販売した後も顧客との関係を維持することで信頼を獲得し、当該顧客の追加物件購入や他の顧客の紹介等の成果を追求するのが同社のスタイルである。管理料金は、標準的に管理対象物件の月額家賃収入×5%程度と見られる。なお同事業では、資産価値創造事業の在庫物件から生じる賃料収入も売上高として計上される。一方で同社は未来価値創造事業では、宿泊施設やパン店の運営、非常用発電機の製造と販売、医療施設の開業・運営支援等の事業を行っている。将来的な需要増加が見込まれる分野を中心に同社自身が経験を積み、主力事業に生かすことが考えられている。同社は時に顧客へ販売した不動産をテナントとして使うこともあり、その点では資産価値創造事業や資産価値向上事業とのシナジーがあると言える。

同社の費用構造について、2023年3月期は売上原価率が70.0%、販管費率が8.8%であった（営業利益率は21.2%）。同社の売上原価は、資産価値創造事業の不動産販売原価が大半である。一方、販管費は人件費が中心である。なお財務に関して、同社は原則として自己資本比率を50%以上としつつ、事業拡大期には40%以上を目安に機動的に対応する方針としている。2023年3月期末は49.4%であった。また同期末時点でD/Eレシオは0.8倍であった。

同社と同じく中古不動産の再生を手掛ける企業としては、トーセイ株式会社（東証PRM・8923）、いちご株式会社（東証PRM・2337）、サンフロンティア不動産株式会社（東証PRM・8934）、サムティ株式会社（東証PRM・3244）等がある。但しそれぞれ取り扱う不動産の内容や物件に用いる価値向上手法、販売先顧客の属性等には違いもある。

業績動向

2023年3月期の業績は、売上高67,906百万円（前期比0.7%減）、営業利益14,371百万円（同26.5%増）、経常利益12,851百万円（同23.0%増）、親会社株主に帰属する当期純利益8,376百万円（同26.3%増）。主力の資産価値創造事業で大型物件を含めて高利益率での物件売却が進展し、同事業の営業利益が16,653百万円と前期比28.5%増加した。

2024年3月期の会社業績計画は、売上高90,000百万円（前期比32.5%増）、営業利益18,000百万円（同25.3%増）、経常利益16,800百万円（同30.7%増）、親会社株主に帰属する当期純利益11,000百万円（同31.3%増）。主力の資産価値創造事業の売上高が前期比34.3%増、営業利益が同14.1%増と計画されており、全社業績伸長を牽引する構図である。

なお同社は2024年3月期と2025年3月期には配当性向40%を目安に配当を行う方針である。その方針の下、2024年3月期の1株当たり配当金は175円、配当性向は45.5%が計画されている（前期はそれぞれ55円、20.4%）。

同社の中期経営計画では、計画期間の最終年度に当たる2025年3月期の業績が売上高115,000百万円（2023年3月期実績比69.4%増）、営業利益23,000百万円（同60.0%増）と計画されている。業績計画の達成に向けて、同社は主力の資産価値創造事業においては国内超富裕層との取引機会拡大と取引の深耕、国内外法人及び海外超富裕層との大型案件取引推進、不動産小口商品の拡販を含む国内個人富裕層との取引拡大等に取り組む。

同社の強みと弱み

SR社が考える同社の強みは、次の3点である。

- 1) 中古不動産再生の豊富な経験、知見に基づき不動産の価値を高めるための豊かな構想力を持ち、それを実現するための実務遂行力も有している
- 2) 物件の販売後も顧客との関係を長期間維持するスタイルで信頼を獲得し、ビジネスの拡大に繋げている
- 3) 借入金調達先の金融機関との間で信頼関係を構築することができている

一方でSR社が考える同社の弱みは、次の3点である。

- 1) 市況変動や事業環境変化によるリスクが大きい不動産事業で、フロービジネス偏重型の事業構成となっている
- 2) 同社がイメージする成長に必要なだけの人材の獲得と組織の整備が、必ずしも十分ではないと見える
- 3) 未来価値創造事業の意義は認められるものの、営業損失の計上が続いている

主要経営指標の推移

損益計算書 (百万円)	16年3月期	17年3月期	18年3月期	19年3月期	20年3月期	21年3月期	22年3月期	23年3月期	24年3月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結会予
売上高	27,846	33,774	44,274	58,547	54,938	32,219	68,402	67,906	90,000
前年比	-9.9%	21.3%	31.1%	32.2%	-6.2%	-41.4%	112.3%	-0.7%	32.5%
売上総利益	8,595	10,294	15,072	15,679	16,747	6,239	16,444	20,368	-
前年比	-1.0%	19.8%	46.4%	4.0%	6.8%	-62.7%	163.6%	23.9%	-
売上総利益率	30.9%	30.5%	34.0%	26.8%	30.5%	19.4%	24.0%	30.0%	-
営業利益	5,606	6,963	11,309	10,990	12,242	1,643	11,363	14,371	18,000
前年比	-6.0%	24.2%	62.4%	-2.8%	11.4%	-86.6%	591.6%	26.5%	25.3%
営業利益率	20.1%	20.6%	25.5%	18.8%	22.3%	5.1%	16.6%	21.2%	20.0%
経常利益	5,291	6,715	10,953	10,904	11,962	1,351	10,445	12,851	16,800
前年比	-12.0%	26.9%	63.1%	-0.4%	9.7%	-88.7%	673.1%	23.0%	30.7%
経常利益率	19.0%	19.9%	24.7%	18.6%	21.8%	4.2%	15.3%	18.9%	18.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	4,975	6,523	9,234	7,894	7,939	663	6,630	8,376	11,000
前年比	-15.7%	31.1%	41.6%	-14.5%	0.6%	-91.6%	900.0%	26.3%	31.3%
純利益率	17.9%	19.3%	20.9%	13.5%	14.5%	2.1%	9.7%	12.3%	12.2%
一株当たりデータ									
期末発行済株式数(千株)	46,081	46,081	46,081	46,081	46,081	46,081	37,081	29,081	-
EPS	105.3	135.1	200.6	188.1	207.9	18.1	181.0	269.7	384.6
EPS(潜在株式調整後)	105.2	-	-	-	-	-	-	-	-
DPS	22.0	29.0	40.0	45.0	45.0	4.0	37.0	55.0	175.0
BPS	653.6	766.7	1,056.5	1,126.7	1,291.2	1,278.5	1,459.6	1,842.4	-
貸借対照表 (百万円)									
現金及び預金	12,298	17,225	20,634	22,075	29,325	19,922	28,222	27,524	-
流動資産合計	49,626	59,275	69,417	66,669	81,207	92,140	96,322	96,216	-
有形固定資産	1,414	1,909	2,242	3,968	4,483	7,355	7,843	4,314	-
無形固定資産	309	376	516	462	411	344	259	214	-
投資その他の資産	2,654	3,706	5,706	5,298	5,399	5,021	5,421	6,005	-
資産合計	54,005	65,267	76,469	76,398	91,502	104,861	109,847	106,752	-
短期有利子負債	892	814	1,352	2,084	1,071	1,493	1,361	1,359	-
流動負債合計	2,200	2,527	3,128	6,743	8,346	8,997	10,372	8,230	-
長期有利子負債	13,761	18,696	20,937	21,420	30,106	45,437	41,910	41,397	-
固定負債合計	16,256	21,837	25,129	26,333	34,115	49,001	46,041	45,803	-
負債合計	18,457	24,364	28,257	33,076	42,461	57,999	56,413	54,033	-
負債純資産合計	54,005	65,267	76,469	76,398	91,502	104,861	109,847	106,752	-
有利子負債(短期及び長期)	14,653	19,510	22,289	23,504	31,177	46,930	43,271	42,756	-
キャッシュフロー計算書 (百万円)									
営業活動によるキャッシュフロー	3,807	2,106	4,349	9,710	3,516	-19,103	15,440	8,706	-
投資活動によるキャッシュフロー	-1,185	-700	-1,569	-2,977	-1,575	-3,164	-3,243	193	-
財務活動によるキャッシュフロー	-2,044	3,745	765	-11,318	5,210	12,857	-3,946	-9,666	-
財務指標									
総資産経常利益率(ROA)	10.1%	11.3%	15.5%	14.3%	14.2%	1.4%	9.7%	11.9%	-
自己資本利益率(ROE)	14.9%	17.1%	20.7%	17.2%	17.2%	1.4%	13.2%	15.8%	-
自己資本比率	65.8%	62.7%	63.0%	56.7%	53.6%	44.7%	48.6%	49.4%	-

出所：会社資料よりSR社作成、一株当たりデータは分割調整済

セグメント別業績推移

セグメント別業績推移 (百万円)	16年3月期	17年3月期	18年3月期	19年3月期	20年3月期	21年3月期	22年3月期	23年3月期	24年3月期
	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績
売上高	27,846	33,774	44,274	58,547	54,938	32,219	68,402	67,906	90,000
前年比	-9.9%	21.3%	31.1%	32.2%	-6.2%	-41.4%	112.3%	-0.7%	32.5%
資産価値創造事業	24,194	28,670	37,641	51,884	47,621	26,520	61,893	61,419	-
前年比	-11.4%	18.5%	31.3%	37.8%	-8.2%	-44.3%	133.4%	-0.8%	-
構成比	85.9%	84.7%	84.8%	88.6%	86.7%	82.3%	90.5%	90.4%	-
資産価値向上事業	1,905	2,110	3,244	4,570	5,041	4,482	4,964	4,416	-
前年比	52.8%	10.8%	53.7%	40.9%	10.3%	-11.1%	10.8%	-11.0%	-
構成比	6.8%	6.2%	7.3%	7.8%	9.2%	13.9%	7.3%	6.5%	-
未来価値創造事業	750	817	1,118	1,711	2,275	1,215	1,544	2,071	-
前年比	19.6%	8.9%	36.8%	53.0%	33.0%	-46.6%	27.1%	34.1%	-
構成比	2.7%	2.4%	2.5%	2.9%	4.1%	3.8%	2.3%	3.0%	-
サービング事業	996	2,176	2,269	381	-	-	-	-	-
前年比	-43.0%	118.5%	4.3%	-83.2%	-	-	-	-	-
構成比	3.5%	6.4%	5.1%	0.7%	-	-	-	-	-
営業利益	5,606	6,963	11,309	10,990	12,242	1,643	11,363	14,371	-
前年比	-6.0%	24.2%	62.4%	-2.8%	11.4%	-86.6%	591.6%	26.5%	-
営業利益率	20.1%	20.6%	25.5%	18.8%	22.3%	5.1%	16.6%	21.2%	-
資産価値創造事業	4,900	6,121	10,513	10,791	12,221	3,152	12,955	16,653	-
前年比	-8.8%	24.9%	71.8%	2.6%	13.3%	-74.2%	311.0%	28.5%	-
営業利益率	20.3%	21.3%	27.9%	20.8%	25.7%	11.9%	20.9%	27.1%	-
構成比	80.0%	82.2%	88.7%	93.0%	95.3%	142.5%	108.0%	110.2%	-
資産価値向上事業	749	679	1,109	1,144	1,250	1,032	1,104	765	-
前年比	245.2%	-9.3%	63.3%	3.2%	9.3%	-17.4%	7.0%	-30.7%	-
営業利益率	39.3%	32.2%	34.2%	25.0%	24.8%	23.0%	22.2%	17.3%	-
構成比	12.2%	9.1%	9.4%	9.9%	9.7%	46.7%	9.2%	5.1%	-
未来価値創造事業	126	30	-	-336	-645	-1,971	-2,059	-2,302	-
前年比	334.5%	-76.2%	-	-	-	-	-	-	-
営業利益率	16.8%	3.7%	-	-	-	-	-	-	-
構成比	2.1%	0.4%	-	-	-	-	-	-	-
サービング事業	349	620	234	2	-	-	-	-	-
前年比	-54.9%	77.7%	-62.3%	-99.1%	-	-	-	-	-
営業利益率	35.0%	28.5%	10.3%	0.5%	-	-	-	-	-
構成比	5.7%	8.3%	2.0%	0.0%	-	-	-	-	-
調整額	-520	-488	-548	-610	-583	-569	-636	-745	-

出所：会社資料よりSR社作成

直近更新内容

2023年3月期 通期連結業績予想及び配当予想の修正（増配）

2023年3月28日

株式会社レーサムは2023年3月期の連結業績予想及び配当予想を、次の通り修正した。

（リリースへのリンクは[こちら](#)）

<2023年3月期連結業績予想及び配当予想の修正内容>

- 売上高：80,000百万円→67,500百万円（従来予想比15.6%減）
- 営業利益：12,500百万円→13,800百万円（同10.4%増）
- 経常利益：11,600百万円→13,300百万円（同14.7%増）
- 親会社株主に帰属する当期純利益：7,500百万円→8,400百万円（同12.0%増）
- 1株当たり当期純利益：204.91円→270.48円（同32.0%増）
- 1株当たり配当金：期末配当50円（年間配当50円）→期末配当55円（年間配当55円）（同10.0%増）

同社は今回の連結業績予想修正について、売上高は従来予想を下回る見込みであるものの、主力の資産価値創造事業において大型物件の売却が実現したこと、並びに当初想定よりも高い利益率での物件売却が実現したことにより、営業利益以下の各段階利益をいずれも従来予想から増額修正したとしている。

また同社は配当予想の修正については、配当原資となる当期純利益の従来予想比増額修正を踏まえ、同社の利益配分の基本方針である連結配当性向20%以上に則り、増額修正したとしている。

なお同社は中期経営計画の初年度に当たる2023年3月期の順調な業績見通しを踏まえ、中期経営計画並びに配当計画（2024年3月期と2025年3月期）について検討を開始したとしている。

業績動向

四半期実績推移

四半期業績推移

四半期業績推移 (累計)	22年3月期				23年3月期				23年3月期	
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	(達成率)	通期会予
(百万円)										
売上高	4,197	19,937	45,811	68,402	6,959	18,888	23,361	67,906	100.6%	67,500
前年同期比	29.5%	189.7%	165.2%	112.3%	65.8%	-5.3%	-49.0%	-0.7%		-1.3%
売上総利益	1,112	5,295	12,007	16,444	1,945	6,526	7,381	20,368		
前年同期比	98.9%	251.8%	177.2%	163.6%	74.9%	23.2%	-38.5%	23.9%		
売上総利益率	26.5%	26.6%	26.2%	24.0%	27.9%	34.6%	31.6%	30.0%		
販管費	1,179	2,526	3,775	5,080	1,209	3,412	4,492	5,996		
前年同期比	24.0%	27.6%	16.3%	10.6%	2.5%	35.1%	19.0%	18.0%		
販管費率	28.1%	12.7%	8.2%	7.4%	17.4%	18.1%	19.2%	8.8%		
営業利益	-67	2,769	8,231	11,363	736	3,113	2,889	14,371	104.1%	13,800
前年同期比	-	-	657.9%	591.6%	-	12.4%	-64.9%	26.5%		21.4%
営業利益率	-	13.9%	18.0%	16.6%	10.6%	16.5%	12.4%	21.2%		20.4%
経常利益	-187	2,542	7,888	10,445	841	3,188	2,685	12,851	96.6%	13,300
前年同期比	-	-	881.1%	673.1%	-	25.4%	-66.0%	23.0%		27.3%
経常利益率	-	12.8%	17.2%	15.3%	12.1%	16.9%	11.5%	18.9%		19.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	-81	1,599	5,033	6,630	506	2,233	1,872	8,376	99.7%	8,400
前年同期比	-	-	786.1%	900.0%	-	39.6%	-62.8%	26.3%		26.7%
純利益率	-	8.0%	11.0%	9.7%	7.3%	11.8%	8.0%	12.3%		12.4%
四半期業績推移 (3カ月間)	22年3月期				23年3月期					
(百万円)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
売上高	4,197	15,740	25,874	22,591	6,959	11,929	4,473	44,545		
前年同期比	29.5%	332.4%	148.9%	51.2%	65.8%	-24.2%	-82.7%	97.2%		
売上総利益	1,112	4,183	6,712	4,437	1,945	4,581	855	12,987		
前年同期比	98.9%	342.2%	137.5%	132.5%	74.9%	9.5%	-87.3%	192.7%		
売上総利益率	26.5%	26.6%	25.9%	19.6%	27.9%	38.4%	19.1%	29.2%		
販管費	1,179	1,347	1,249	1,305	1,209	2,203	1,080	1,504		
前年同期比	24.0%	30.9%	-1.3%	-3.3%	2.5%	63.5%	-13.5%	15.2%		
販管費率	28.1%	8.6%	4.8%	5.8%	17.4%	18.5%	24.1%	3.4%		
営業利益	-67	2,836	5,462	3,132	736	2,377	-224	11,482		
前年同期比	-	-	250.1%	462.3%	-	-16.2%	-	266.6%		
営業利益率	-	18.0%	21.1%	13.9%	10.6%	19.9%	-	25.8%		
経常利益	-187	2,729	5,346	2,557	841	2,347	-503	10,166		
前年同期比	-	-	277.3%	367.5%	-	-14.0%	-	297.6%		
経常利益率	-	17.3%	20.7%	11.3%	12.1%	19.7%	-	22.8%		
親会社株主に帰属する当期純利益	-81	1,680	3,434	1,597	506	1,727	-361	6,504		
前年同期比	-	-	397.9%	1,581.1%	-	102.8%	-	307.3%		
純利益率	-	10.7%	13.3%	7.1%	7.3%	14.5%	-	14.6%		

出所：会社資料よりSR社作成

セグメント別四半期業績推移

四半期業績推移 (累計) (百万円)	22年3月期				23年3月期				23年3月期	
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	(達成率)	通期会予
売上高	4,197	19,937	45,811	68,402	6,959	18,888	23,361	67,906	100.6%	67,500
前年比	29.5%	189.7%	165.2%	112.3%	65.8%	-5.3%	-49.0%	-0.7%		-1.3%
資産価値創造事業	2,600	16,752	40,946	61,893	5,338	15,629	18,541	61,419		
前年比	35.6%	309.1%	214.2%	133.4%	105.3%	-6.7%	-54.7%	-0.8%		
資産価値向上事業	1,254	2,481	3,696	4,964	1,100	2,141	3,209	4,416		
前年比	10.9%	10.8%	10.3%	10.8%	-12.3%	-13.7%	-13.2%	-11.0%		
未来価値創造事業	343	703	1,169	1,544	520	1,117	1,609	2,071		
前年比	78.6%	28.8%	30.9%	27.1%	51.6%	58.9%	37.6%	34.1%		
営業利益	-67	2,769	8,231	11,363	736	3,113	2,889	14,371	104.1%	13,800
前年比	-	-	657.9%	591.6%	-	12.4%	-64.9%	26.5%		21.4%
営業利益率	-	13.9%	18.0%	16.6%	10.6%	16.5%	12.4%	21.2%		20.4%
資産価値創造事業	292	3,597	9,313	12,955	1,116	4,840	4,886	16,653		
前年比	-	-	481.8%	311.0%	282.2%	34.6%	-47.5%	28.5%		
営業利益率	11.2%	21.5%	22.7%	20.9%	20.9%	31.0%	26.4%	27.1%		
資産価値向上事業	350	628	948	1,104	206	344	508	765		
前年比	19.9%	16.1%	20.8%	7.0%	-41.1%	-45.2%	-46.4%	-30.7%		
営業利益率	27.9%	25.3%	25.6%	22.2%	18.7%	16.1%	15.8%	17.3%		
未来価値創造事業	-557	-1,149	-1,561	-2,059	-374	-1,672	-1,941	-2,302		
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-		
営業利益率	-	-	-	-	-	-	-	-		
調整額	-153	-307	-468	-636	-211	-399	-564	-745		
四半期業績推移 (3カ月間) (百万円)	22年3月期				23年3月期					
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
売上高	4,197	15,740	25,874	22,591	6,959	11,929	4,473	44,545		
前年比	29.5%	332.4%	148.9%	51.2%	65.8%	-24.2%	-82.7%	97.2%		
資産価値創造事業	2,600	14,152	24,194	20,947	5,338	10,291	2,912	42,878		
前年比	35.6%	550.1%	170.7%	55.3%	105.3%	-27.3%	-88.0%	104.7%		
資産価値向上事業	1,254	1,227	1,215	1,268	1,100	1,041	1,068	1,207		
前年比	10.9%	10.6%	9.5%	12.0%	-12.3%	-15.2%	-12.1%	-4.8%		
未来価値創造事業	343	360	466	375	520	597	492	462		
前年比	78.6%	1.7%	34.3%	16.5%	51.6%	65.8%	5.6%	23.2%		
営業利益	-67	2,836	5,462	3,132	736	2,377	-224	11,482		
前年比	-	-	250.1%	462.3%	-	-16.2%	-	266.6%		
営業利益率	-	18.0%	21.1%	13.9%	10.6%	19.9%	-	25.8%		
資産価値創造事業	292	3,305	5,716	3,642	1,116	3,724	46	11,767		
前年比	-	-	306.5%	198.8%	282.2%	12.7%	-99.2%	223.1%		
営業利益率	11.2%	23.4%	23.6%	17.4%	20.9%	36.2%	1.6%	27.4%		
資産価値向上事業	350	278	320	156	206	138	164	257		
前年比	19.9%	11.6%	31.1%	-36.8%	-41.1%	-50.4%	-48.8%	64.7%		
営業利益率	27.9%	22.7%	26.3%	12.3%	18.7%	13.3%	15.4%	21.3%		
未来価値創造事業	-557	-592	-412	-498	-374	-1,298	-269	-361		
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-		
営業利益率	-	-	-	-	-	-	-	-		
調整額	-153	-154	-161	-168	-211	-188	-165	-181		

出所：会社資料よりSR社作成

2023年3月期通期実績

業績概要

- 売上高：67,906百万円（前期比0.7%減）（通期会社計画に対する達成率100.6%）
- 営業利益：14,371百万円（同26.5%増）（同104.1%）
- 経常利益：12,851百万円（同23.0%増）（同96.6%）
- 親会社株主に帰属する当期純利益：8,376百万円（同26.3%増）（同99.7%）

前期比微減収ながらも、同増益となった。主力の資産価値創造事業が前期比微減収、同増益であった。一方、資産価値向上事業は前期比減収減益で、未来価値創造事業は前期比増収ながらも営業損失が前期比拡大した。全社売上総利益率は30.0%で前期比6.0%ポイント上昇、販管費率は8.8%で同1.4%ポイント上昇し、営業利益率は21.2%で同4.6%ポイント上昇した。

会社業績予想に対する達成率は、売上高が100.6%、営業利益が104.1%となった。同社は2023年3月28日付で、従前の売上高の予想を引き下げた一方、各段階利益の予想を引き上げる内容の業績予想修正を行った経緯がある。

なお同社は当期の決算発表と同時に、2022年5月13日付で公表した中期経営計画で掲げていた今後2期の業績目標を上方修正した。営業利益の目標は、2024年3月期が従来の13,500百万円から18,000百万円に、2025年3月期は同17,000百万円から23,000百万円に引き上げられた。更に同社はそうした業績目標の上方修正と合わせて、増配を発表した。2024年3月期と2025年3月期の配当性向はこれまでいずれも20%と計画されていたが、それぞれ45.5%、40.0%の計画に引き上げられた。こうした株主還元の拡充は、同社が「PBR1倍割れへの対策」の一環として行うものである。同社は今回、上場企業として将来の成長のための資金の蓄積と株主還元のバランスを改めて検討した上で、配当性向を引き上げる判断に至った。

セグメント別状況

資産価値創造事業

- 売上高：61,419百万円（前期比0.8%減）
- 営業利益：16,653百万円（同28.5%増）

前期比微減収ながらも同増益となった。同社は当期には、博多駅前の新築オフィスビル、さいたま市の産婦人科新築ビル、神奈川県の高付加価値レジデンス用地、都内湾岸地区の高い潜在力を秘めた商業物流用地、渋谷区代々木の富裕層向け高級邸宅等、バラエティに富んだ多くの物件を顧客に販売した。更に第4四半期には、新宿靖国通りの商業施設、渋谷区神宮前の環境配慮型新築オフィスという2件の大型物件を販売した。

当期の当事業の営業利益率は27.1%と、前期比6.2%ポイント上昇した。事業効率が高い大型物件の売買ウエイトが増加したことが背景にある。また同社によれば、希少価値がより高い大型物件の方が粗利率も高くなる。同社が過去5年間に販売した物件の平均粗利率は、販売金額ベースで27.6%であった。それに対して、物件の販売価格帯別では最も粗利率が高かったのが50億円以上100億円未満の29.7%で、最も粗利率が低かったのは10億円未満の22.1%であった。物件が大きくなるほど売上総利益率が高くなる傾向を読み取ることができる。

同社は当期に、主に国内投資家に対して物件を販売した。なお同社が過去5年間に販売した物件のうち、販売金額ベースで国内の法人と個人を合わせた国内投資家への販売割合が84%を占めた（うち法人が55%、個人が29%）。

当期には不動産小口商品の販売も進んだ。現在販売中の小口商品第2弾（資産規模約100億円、販売対象の投資口約50億円、運用期間中の目標利回り約5.0～5.5%（税引前））は、同社によれば完売に近い。小口商品は、外部と連携した販売活動が順調に行われている。そうした中、同社は既に小口商品第3弾（資産規模は第2弾と同程度の見込み）の組成のための物件を手配済みである。第3弾は、2024年3月期の第2四半期を目安に発売される予定である。

同社は物件の仕入れも順調に進めている。同社は現行の中期経営計画の残り期間である2024年3月期と2025年3月期を合わせて、資産価値創造事業で約1,900～2,000億円の売上高を計上する方針である。それに対して、同社が確保している在庫は約1,411億円であり、同社は中期経営計画を達成するためには、2025年3月期の上期頃まで（今から約1年半後まで）に残り約589億円分の在庫を仕入れる必要があるとしている。それに対して、同社の過去5年における年間平均仕入れ額は約574億円であり、同社は十分に達成可能な仕入れ目標であるとしている。同社は今後、これまで以上に物件の仕入れ活動に人的リソースを投入するとしている。そして大手信託銀行との取引拡大により、大型物件の仕入れ機会が増加する展開に期待したいとしている。

同社は仕入れ面における同社の強みの1つとして、他社を圧倒するスピード感を挙げている。同社にはいわゆる中間管理職的な立場の社員が存在せず、その分意思決定や業務遂行が速いとしている。また同社は自らの強みとして、通常資金調達難しい築古物件等でも資金を調達できる金融機関との信頼関係があることも挙げている。同社が過去5年間に販売した物件のうち、販売金額ベースで築30年以上40年未満の物件の割合が15%、築40年以上の物件の割合が26%を占めた。

なお同社は「PBR1倍割れへの対策」として、（1）株主還元を大幅に改善すること、（2）業績の波を小さくして安定化させること、を打ち出している。まず（1）について、同社は元々2024年3月期と2025年3月期の配当性向を20%と計画していたのに対し、今回の中期経営計画見直しに合わせて各期の配当性向をそれぞれ45.5%、40%の計画に引き上げた。また（2）について、同社は業績計画の進捗状況に関してその時々で投資家に安心感を持ってもらえるよう、今後はできれば半期ベースでは通期業績計画に対する進捗率を意識していきたいとしている。

資産価値向上事業

- 売上高：4,416百万円（前期比11.0%減）
- 営業利益：765百万円（同30.7%減）

前期比減収減益となった。同社は当事業では顧客に販売した不動産を対象に、その価値を維持向上させるための賃貸管理、建物管理業務等を行っている。当期には同社が前期に保有していた物件群がその後順調に販売されて当該物件群に係る受取賃料が減少したこと等により、当事業は前期比減収減益となった。

当期の当事業の営業利益率は17.3%と、前期比4.9%ポイント低下した。同社の在庫物件の中で一定期間は賃料を生まない開発案件の割合が増加したことも、利益率の低下要因となった。

未来価値創造事業

- 売上高：2,071百万円（前期比34.1%増）
- 営業損失：2,302百万円（前期は営業損失2,059百万円）

前期比増収も、営業損失が前期比拡大した。同社は当事業では主にコミュニティホテル、超高齢化社会に必須の高度医療専門施設、多発する自然災害に備えた非常用電源開発等、将来の社会的課題に対応した事業を自社事業として行っている。当期には新型コロナ禍の影響が徐々に収束し、前期と比較して国内の人流が回復したこともあり、宿泊事業は前期比で回復基調となった。また目黒の「Medock総合健診クリニック」では、医師・スタッフ等の健診体制の強化と各方面の事業会社・健康保険組合との連携により、受診者の数を増加させた。更に株式会社レイパワーでは、顧客に販売した非常用ガスエンジン発電機が災害時の停電に際して有効に能力を発揮した。一方、当期に売却したゴルフ場事業に係る営業損失1,056百万円等もあり、当期の当事業は前期比増収ながらも営業損失が拡大した。

同社はレイパワーで製造販売している非常用ガスエンジン発電機について、2024年3月期を目処に生産体制を拡大したいとしている。その上で、ロスの発生をできるだけ抑制すべく、受注生産の形にすることを検討している。受注先の顧客としては、鉄道会社や公共機関等を想定している。同社によれば非常用ガスエンジン発電機の購入需要は強く、生産の拡大体制を整えることさえできれば、有望なビジネスになるとしている。

当期に当事業で発生したゴルフ場事業に係る損失（1,056百万円）は、2024年3月期にはなくなる。そして当セグメントの中で展開されている宿泊施設運営事業の収益も、新型コロナ禍の落ち着きを受けて改善基調にあると見られる。それでも当事業の2024年3月期は、1,000百万円の営業損失が計画されている。但し同社はこの計画を保守的なものであるとしており、2025年3月期には当事業の営業損益をゼロ近辺のところまで改善させたいとしている。

同社は当事業では、継続すべき事業とそうでない事業との見極めを引き続き行う方針である。一方で新たな事業展開として、パンの販売店であるリベルテ（現状は吉祥寺と京都2店舗の計3店舗）のFC展開を検討している。

2024年3月期会社計画

2024年3月期会社業績計画

(百万円)	22年3月期			23年3月期			24年3月期
	上期実績	下期実績	通期実績	上期実績	下期実績	通期実績	通期会予
売上高	19,937	48,465	68,402	18,888	49,018	67,906	90,000
前年同期比	189.7%	91.3%	112.3%	-5.3%	1.1%	-0.7%	32.5%
営業利益	2,769	8,594	11,363	3,113	11,258	14,371	18,000
前年同期比	-684.2%	306.0%	591.6%	12.4%	31.0%	26.5%	25.3%
営業利益率	13.9%	17.7%	16.6%	16.5%	23.0%	21.2%	20.0%
経常利益	2,542	7,903	10,445	3,188	9,663	12,851	16,800
前年同期比	-514.7%	302.4%	673.1%	25.4%	22.3%	23.0%	30.7%
経常利益率	12.8%	16.3%	15.3%	16.9%	19.7%	18.9%	18.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	1,599	5,031	6,630	2,233	6,143	8,376	11,000
前年同期比	-642.0%	425.2%	900.0%	39.6%	22.1%	26.3%	31.3%
純利益率	8.0%	10.4%	9.7%	11.8%	12.5%	12.3%	12.2%

出所：会社資料よりSR社作成

2024年3月期セグメント別会社業績計画

セグメント別業績計画 (百万円)	22年3月期			23年3月期			24年3月期
	上期実績	下期実績	通期実績	上期実績	下期実績	通期実績	通期会予
売上高	19,937	48,465	68,402	18,888	49,018	67,906	90,000
前年比	189.7%	91.3%	112.3%	-5.3%	1.1%	-0.7%	32.5%
資産価値創造事業	16,752	45,141	61,893	15,629	45,790	61,419	82,500
前年比	309.1%	101.3%	133.4%	-6.7%	1.4%	-0.8%	34.3%
資産価値向上事業	2,481	2,483	4,964	2,141	2,275	4,416	4,500
前年比	10.8%	10.7%	10.8%	-13.7%	-8.4%	-11.0%	1.9%
未来価値創造事業	703	841	1,544	1,117	954	2,071	3,000
前年比	28.8%	25.7%	27.1%	58.9%	13.4%	34.1%	44.9%
営業利益	2,769	8,594	11,363	3,113	11,258	14,371	18,000
前年比	-684.2%	306.0%	591.6%	12.4%	31.0%	26.5%	25.3%
営業利益率	13.9%	17.7%	16.6%	16.5%	23.0%	21.2%	20.0%
資産価値創造事業	3,597	9,358	12,955	4,840	11,813	16,653	19,000
前年比	5,189.7%	203.4%	311.0%	34.6%	26.2%	28.5%	14.1%
営業利益率	21.5%	20.7%	20.9%	31.0%	25.8%	27.1%	21.1%
資産価値向上事業	628	476	1,104	344	421	765	900
前年比	16.1%	-3.1%	7.0%	-45.2%	-11.6%	-30.7%	17.6%
営業利益率	25.3%	19.2%	22.2%	16.1%	18.5%	17.3%	1.0%
未来価値創造事業	-1,149	-910	-2,059	-1,672	-630	-2,302	-1,000
前年比	-	-	-	-	-	-	-
営業利益率	-	-	-	-	-	-	-
調整額	-307	-329	-636	-399	-346	-745	-900

出所：会社資料よりSR社作成

2024年3月期会社業績計画

2024年3月期の会社業績計画は、売上高90,000百万円（前期比32.5%増）、営業利益18,000百万円（同25.3%増）、経常利益16,800百万円（同30.7%増）、親会社株主に帰属する当期純利益11,000百万円（同31.3%増）。主力の資産価値創造事業の売上高が前期比34.3%増、営業利益が同14.1%増と計画されており、全社業績伸長を牽引する構図である。

なお同社は従来から配当については、配当性向20%以上を原則とした上で、今後の事業展開等も考慮して決定している。一方で2024年3月期と2025年3月期には、1株当たり配当金の下限を175円とした上で、配当性向40%を目安に配当を行う方針である。その方針の下、2024年3月期の1株当たり配当金は175円、配当性向は45.5%が計画されている（前期の1株当たり配当金は55円、配当性向は20.4%）。

中期経営計画

同社は2022年5月13日に、2023年3月期から2025年3月期までを対象とする中期経営計画を発表した。そしてそれを発表してから1年後の2023年5月12日に、中期経営計画の中で掲げる定量目標を上方修正した。

同社が中期経営で掲げる定量目標

同社は2022年5月13日に公表した中期経営計画で掲げた定量目標を、2023年5月12日に上方修正した。その上方修正後の定量目標は、次表の通りである。

同社が中期経営計画で掲げる定量目標

(百万円)	22年3月期 実績	23年3月期 実績	24年3月期 中計	25年3月期 中計
売上高	68,402	67,906	90,000	115,000
前年比 (%)	112.3	-0.7	32.5	27.8
営業利益	11,363	14,371	18,000	23,000
前年比 (%)	591.6	26.5	25.3	27.8
営業利益率 (%)	16.6	21.2	20.0	20.0
経常利益	10,445	12,851	16,800	21,500
前年比 (%)	673.1	23.0	30.7	28.0
経常利益率 (%)	15.3	18.9	18.7	18.7
親会社株主に帰属する当期純利益	6,630	8,376	11,000	14,000
前年比 (%)	900.0	26.3	31.3	27.3
純利益率 (%)	9.7	12.3	12.2	12.2
1株当たり年間配当金 (円)	37.0	55.0	175.0	196.0
配当性向	20.5%	20.4%	45.5%	40.0%

出所：会社資料よりSR社作成

主力事業の資産価値創造事業における主な事業戦略

[営業面]

同社は資産価値創造事業において、主に次の①～③に取り組み、国内外の個人及び法人それぞれとの取引から得られる知見や資金を循環的に活用することで、新規顧客獲得の拡大循環を実現することを中期経営計画における重要戦略としている。

①国内富裕層の深耕

- ・国内の個人富裕層の顧客は同社の強みであり引き続き主軸
- ・富裕層～超富裕層（総資産数百億クラス）へ裾野を拡大、引き続き取引機会の拡大と深掘りを進める

②国内法人、海外顧客の拡大

- ・不動産価値向上の実績が積み上がったことに伴い、国内事業法人や機関投資家からの引き合いが増加
- ・海外顧客との取引も増加傾向であり、国内法人、海外顧客と数十億円～百億円超の大型案件の取引を拡大

③戦略商品の拡大

- ・複数の不動産を100億円規模の不動産投資商品として組成、一口50百万円からの投資を可能に
- ・不動産小口商品の第一弾（資産規模約60億円）を2022年3月期に完売し、第二弾（同約100億円）の販売を進め、その後第三弾（同約100億円の想定）を組成へ
- ・国内の多くの顧客に長期に価値向上を進める不動産への投資体験を提供、顧客基盤の裾野を拡大

[仕入れ面]

レーサム 8890



Research Coverage Report by Shared Research Inc. | <https://sharedresearch.jp> | 登録無料

・潜在価値を秘めた不動産の仕入れに積極的に取り組んできた結果、販売可能な商品在庫は潤沢な状況

基本戦略

同社が基本とする戦略は、不動産の価値向上力の進化と、顧客層の裾野の拡大である。

不動産の価値向上力の進化

同社は事業の対象とする不動産について、時代が変化する中で物件の特性とテナントとのミスマッチが発生しがちなことに着目している。同社はテナントの入れ替えによってそのミスマッチの解消を試み、時には同社自身がテナントとして当該不動産を生かした事業を展開することで、物件の価値向上を図っている。

同社による不動産の価値向上手法には、基本的にはそれぞれの物件の状況に合わせてリノベーション、用途変更、テナント創造の3つがある。まずリノベーションについては、物件の経年劣化によって競争力が低下した部分を改修工事によって回復させる。但し改修工事そのものはそれほど難易度が高いものではなく、それによって他社との差別化を実現するのは容易ではない。一方で同社は新たなテナント需要を創出するため、数億円から数十億円に及ぶ改修工事を適宜行っている。

また用途変更について、同社は例えば元々オフィスビルであった不動産を保育園に転換したり、高齢者施設を訪日外国人客向けの宿泊施設にコンバージョンする等、大胆な策も講じている。こうした用途変更は、シンプルなリノベーションとは異なり効果的に実現しようと思えば難易度は高いが、物件の価値向上を追求する同社は、適宜用途変更を行っている。

更にテナントの創造について、同社は事業対象不動産の価値を最大限発揮するためのテナントを誘致することに努めている他、時には同社自身がテナントとなって当該不動産を生かすための事業を展開している。その例が、高度医療専門クリニックやコミュニティ型ホテル等である。不動産の売買や管理、運営のみならず、未来価値創造事業において同社自身が不動産を利用した事業者となることができる点も、同社の特徴である。

顧客層の裾野の拡大

同社は創業以来、国内の個人富裕層を主な顧客としてきた。一方で業歴が長くなる中で、同社の顧客層は国内の法人、海外の個人や法人へと裾野が広がった。同社が様々な物件の売買や管理、運営を行う中で経験を積み、多様な顧客層のニーズに応えられるだけの商品を提供できるようになったことが背景にある。

同社の顧客層拡大に関して、同社の売買対象エリアが各地方都市圏へも広がった結果、同社では地域金融機関との関係強化が進んできた。その効果として、同社では主な事業対象である東京都内の不動産を、地方都市圏の富裕層へ紹介することも可能になった。

不動産小口商品の販売

更に同社は、顧客が保有期間中に物件の価値向上を体験できる機会を提供すべく（同社の表現で「育成型不動産」）、不動産の小口商品「RAYEX（レイエックス）」の販売を2021年12月から始めた。2023年3月期末の時点で、第二弾を販売中である。「RAYEX」は同社が複数の物件を組み合わせた上でエクイティ部分を小口化し、1口50百万円から個人顧客等へ販売している商品である。同社は大きな不動産を購入するほどの資金力は持たないものの、小口商品であれば購入することが可能な顧客層を取り込むため、小口商品の販売を始めた。既に小口商品の第一弾、第二弾において物件の価値向上の実績がトラックレコードとして積み上がっており、その実績を基に、同社はこれまで以上に顧客層を拡大することができるとしている。

事業内容

概要

事業構成

同社は、1992年の設立時から国内の個人富裕層向けに不動産を販売してきた独立系の企業である。同社は主力の資産価値創造事業では、既存の不動産を外部から仕入れて、あるいは自ら開発して、価値を高めた上で顧客へ販売している。また同社は顧客へ販売した不動産を管理する資産価値向上事業、将来を見据えた上で同社自身が様々な事業のオペレーションを行う未来価値創造事業も行っている。同社の2023年3月期の事業構成は、下表の通りであった。

同社の事業構成（2023年3月期）

セグメント	事業の性質	事業概要	2023年3月期				
			売上高 (百万円)	構成比 (%)	営業 利益 (百万円)	構成比 (%)	営業 利益率 (%)
資産価値創造事業	不動産の売買	不動産の価値を高めた上で富裕層等の顧客へ販売	61,419	90.4	16,653	110.2	27.1
資産価値向上事業	不動産の賃貸・管理	資産価値創造事業で顧客へ販売した物件を管理	4,416	6.5	765	5.1	17.3
未来価値創造事業	事業オペレーション	宿泊施設の運営、パンの製造・販売、 ガスエンジン発電機の製造・販売、医療施設の支援事業等	2,071	3.0	-2,302	-15.2	-
合計			67,906	100.0	14,371	100.0	21.2

出所：会社資料よりSR社作成

資産価値創造事業（売上高構成比90.4%、営業利益構成比110.2%〈2023年3月期〉）

同社は主力の資産価値創造事業では、中古の不動産を仕入れてその価値を高め、あるいは新築の物件を自ら開発して、顧客へ販売している。同社のその資産価値創造事業のビジネスモデル等を、以下で整理する。

事業の概要

同社は資産価値創造事業では、多様な用途、地域、規模の物件を取り扱っている。同社は物件を仕入れた後に様々な手法によってその価値を高め、顧客に販売している。同社の主な顧客は国内の個人富裕層であるが、近年は国内の法人、海外の個人と法人への販売割合も増加している。

取り扱い物件の概要

同社は不動産の用途や地域等に縛られず、多様な特性を持つ物件を売買の対象としている。同社が2023年3月期までの5年度間で販売してきた101物件の概要は、次表の通りである。一般的に資金調達やテナント誘致等の難易度が高いとされる築古物件等を手掛けている点も、同社の特徴である。

同社が2023年3月期までの5年度間で販売してきた物件の内訳（販売金額ベース）

	オフィス	商業施設	住宅	倉庫 (物流施設)	ホテル
用途	40%	32%	13%	8%	7%
地域	東京都心5区	東京都 (都心5区以外)	埼玉県・ 神奈川県	大阪府・ 京都府	福岡県 その他
築年数	40年以上	30年以上 40年未満	20年以上 30年未満	10年以上 20年未満	10年未満
1物件当たりの 販売金額	100億円以上	50億円以上 100億円未満	20億円以上 50億円未満	10億円以上 20億円未満	10億円未満

出所：会社資料よりSR社作成

物件の仕入れ

同社は主に信託銀行や不動産仲介会社、不動産投資家等から物件情報を入手している。同社は、全取締役が参加する仕入れ検討会議を毎週開催している。同社の仕入れ検討会議には、営業、テナント誘致、物件管理、建築エンジニア等の主要メンバーが参加し、対象物件の仕入れの可否や価値向上策について議論している。最適な価値向上策を講じ

た場合にその物件の価値（販売価格）をどの程度まで上げられるかを検討した上で、そこから仕入れに費やせるコストを逆算し、そのコストで仕入れることが可能であれば仕入れを行う。同社の物件仕入れの担当者には、物件を厳しく（正しく）選別する眼、各方面との交渉力、物件の仕入れから販売後の管理に至るまでの構想力やそれを実現するためのリーダーシップ等が求められる。

同社は物件の仕入れ面における同社の強みや特徴を、次の通りとしている。

- 他社を圧倒するスピード感
- 幅広い用途（アセットクラス）への対応
- リピーターからの案件紹介比率の高さ（難しい案件でも、同社であれば対応できるのではないかと信頼感）
- 築古物件等、通常であれば資金調達難しい案件でも、資金を調達することができる金融機関との信頼関係

このうち「他社を圧倒するスピード感」について、同社ではいわゆる中間管理職のポジションにある社員が存在しないため、組織としての意思決定が速い。また同社では、各部門の従業員が一体となって顧客への価値提供に取り組むことができるよう、オフィスのレイアウトも工夫されている。各部門を分ける部屋や壁は設けられておらず、経営陣を中心に円状に座席を配置し、案件の関係者がすぐに集まって議論を行いやすいレイアウトになっている。

物件の価値向上手法

同社では仕入れた物件の価値を、主にリノベーション（改修）やコンバージョン（用途変更）等によって高めている。また仕入れた物件に複雑な権利関係がある場合には、法務部門が中心になって調整している。その場合、自治体等との連携や折衝が必要になることもある。

同社は仕入れた物件の価値向上手法に関する同社の特徴や強みを、次の通りとしている。

- 低水準にある賃料の引き上げによるキャッシュフローの増加
- 既存の用途、賃料相場等に縛られない柔軟な発想
- 築古物件のリノベーション、建て替えに関する豊富な知見
- 新たなニーズを捕捉するクリエイティブなテナント誘致
- 物件運営コストの見直し

なお同社が2023年3月期までの5年度間で販売してきた101物件で施してきた価値向上（バリューアップ）手法は、次表の通りである（複数の手法を重複して用いるケースがあるため、合計は101物件にはならない点に注意）。一般的に難易度が高いとされるテナントの立ち退きによる入れ替え（それに伴う賃料の引き上げ）や、権利関係の調整等を行う点に同社の特徴がある。

同社が2023年3月期までの5年度間で販売してきた物件の価値向上手法別の内訳

(件)	NOI向上	大規模 リノベーション	権利関係の 調整・整備	開発土地創出	新築開発	用途変更、 容積率向上
価値向上策 (重複カウント)	62	33	23	16	14	8

出所：会社資料よりSR社作成

なお同社が不動産の価値向上策の1つとして行うことがある用途変更について、物件の用途変更には関連法令を熟知していること等が求められるため、実行する上での難易度が高い。

同社が物件を仕入れてから何らかの価値向上策を施して商品化し、顧客に販売するまでの期間は物件によって異なる。大規模な物件で当該物件に最適なテナントを一から連れてくる必要がある場合等では、事業期間が1年以上に及ぶこともある。なお同社の近年の在庫回転率は、平均1.0回/年前後で推移している。

在庫回転率等の推移

	18年3月期	19年3月期	20年3月期	21年3月期	22年3月期	23年3月期
在庫回転率 (回/年)	1.1	1.4	1.2	0.6	1.0	1.1
自己資本比率 (%)	63.0	56.7	53.6	44.7	48.6	49.4
D/Eレシオ (倍)	0.5	0.5	0.6	1.0	0.8	0.8
ネットD/Eレシオ (倍)	0.03	0.03	0.04	0.6	0.3	0.3
売上高純金利負担率 (%)	0.4	0.3	0.5	1.1	0.7	0.7
ROE (%)	20.7	17.2	17.2	1.4	13.2	15.8
ROA (%)	15.5	14.3	14.3	1.4	9.7	11.9

出所：会社資料よりSR社作成

物件の販売

同社は物件の販売面における同社の特徴や強みを、次の通りとしている。

- 国内の個人富裕層と機関投資家、海外の投資家との強い関係を持つ
- 物件毎に最適な販売先を見付ける能力を持つ
- 一時期からは1口50百万円から不動産小口商品販売することで、投資家層の裾野を広げている

物件販売先顧客の属性

同社は物件の販売先となる顧客を、信託銀行、税理士、既存顧客からの紹介等によって獲得している。同社が2023年3月期までの5年度間で販売してきた101物件の販売先顧客の属性は、次表の通りであった。

同社が2023年3月期までの5年度間で販売してきた物件の顧客属性（金額ベース）

	国内法人	国内個人	海外個人	海外法人
顧客の属性	55%	29%	13%	3%

出所：会社資料よりSR社作成

物件販売の営業体制

同社では、営業担当部門が営業第一本部から第三本部までの3つに分かれている。そのうち営業第一本部は、国内の個人富裕層を担当している。また営業第二本部は、国内外の法人や海外の富裕層を担当している。そして営業第三部は、小口商品の販売対象となる個人顧客を担当している。

1物件当たり数十億円規模の不動産を購入することもある富裕層を相手にする同社の営業担当者には、不動産のみならず財務、税務、歴史等に関する知識が求められる。また社内の人員を的確に動員するプロデュース力やリーダーシップ、顧客やその家族、税理士、金融機関等との間で信頼関係を構築する上での粘り強さ等も必要になる。

不動産小口商品の販売

同社は、顧客が保有期間中に物件の価値向上を体験できる機会を提供すべく（同社の表現で「育成型不動産」）、不動産の小口商品「RAYEX（レイエックス）」の販売を2021年12月から始めた。2023年3月期末の時点で、第二弾の販売中である。「RAYEX」は同社が複数の物件を組み合わせた上でエクイティ部分を小口化し、1口50百万円から個人顧客等へ販売している商品である。同社は大きな不動産を購入するほどの資金力は持たないものの、小口商品であれば購入することが可能な顧客層を取り込むため、小口商品の販売を始めた。既に小口商品の第一弾、第二弾において物件の価値向上の実績がトラックレコードとして積み上がっており、その実績を基に、同社はこれまで以上に顧客層を拡大することができるとしている。

販売物件の収益率

売上総利益率

同社が2023年3月期までの5年度間で販売してきた101物件の売上総利益率の平均は、27.6%であった。売上総利益率帯別の内訳は、次表の通りである。同社にとっては、規模が大きな物件ほど付加価値を創出し易いこともあり、大型物件ほど売上総利益率が高い傾向にある。

同社が2023年3月期までの5年度間で販売してきた物件の売上総利益率

(件)	30%以上	25%以上 30%未満	20%以上 25%未満	15%以上 20%未満	10%以上 15%未満	10%未満	合計
売上総利益率	29	23	18	19	7	5	101
	100億円以上	50億円以上 100億円未満	20億円以上 50億円未満	10億円以上 20億円未満	10億円未満	平均	
1物件当たりの規模別 売上総利益率平均	29.1%	29.7%	27.7%	25.3%	22.1%	27.6%	

出所：会社資料よりSR社作成

IRR

IRRはInternal Rate of Returnの略で、内部流収益率を意味する。端的には、投資を行う者が投資期間中に得られる利回りである。単に投資によるリターンを計算するのではなく、投資を開始してから資金回収を完了するまでの時間的価値を考慮して計算する指標である点に特徴がある。

同社が2023年3月期までの5年度間で販売してきた101物件のIRRの中央値は、借入金によるレバレッジ効果を考慮しないベース（Unlevered IRR）で53.2%、レバレッジ効果を考慮したベース（Levered IRR）で79.7%であった。同社は、小規模な物件ほど回転率が高いことからUnlevered IRRが高くなる傾向にあり、一方で大規模な物件ほど自己資本を抑えた投資の効果が大きくなることから、Levered IRRが高くなる傾向にあるとしている。同社が直近5年度間で販売してきた物件のIRR帯別の内訳は、次表の通りであった。

同社が2023年3月期までの5年度間で販売してきた物件のIRR

(件)	100%以上	80%以上 100%未満	60%以上 80%未満	40%以上 60%未満	20%以上 40%未満	20%未満	合計
Unlevered IRR	28	4	13	15	17	24	101
(件)	100%以上	80%以上 100%未満	60%以上 80%未満	40%以上 60%未満	20%以上 40%未満	20%未満	合計
Levered IRR	46	3	16	13	11	12	101

出所：会社資料よりSR社作成

物件販売後のサービス提供

同社では顧客に不動産を販売した後も、同社のプロパティマネジメント部門がテナントの誘致や建物の管理、資産価値向上策のアドバイス等で継続的に顧客をサポートする（当該サポートを行う事業セグメントは「資産価値向上事業」）。また同社自らが、顧客に販売した不動産をテナントとして使うこともある（「未来価値創造事業」）。同社は物件を販売した後も顧客との関係を続けることで、当該顧客による追加的な物件購入等のビジネスを獲得したり、また他の顧客を紹介してもらう等のメリットを享受している。

資産価値創造事業の業績推移

同社の資産価値創造事業の業績の推移は、次表の通りである。

資産価値創造事業の業績推移

	18年3月期	19年3月期	20年3月期	21年3月期	22年3月期	23年3月期
売上高（百万円）	37,641	51,884	47,621	26,520	61,893	61,419
前年比	31.3%	37.8%	-8.2%	-44.3%	133.4%	-0.8%
営業利益（百万円）	10,513	10,791	12,221	3,152	12,955	16,653
前年比	71.8%	2.6%	13.3%	-74.2%	311.0%	28.5%
営業利益率	27.9%	20.8%	25.7%	11.9%	20.9%	27.1%

出所：会社資料よりSR社作成

従業員1人当たり売上高と同営業利益の推移

なお同社全体及び資産価値創造事業の従業員1人当たり売上高と営業利益の推移は、次表の通りである。同表の更新時点で2023年3月期末の従業員数は未公表であったため、2022年3月期末と同数と仮定して、あくまで参考値として試算した。

従業員1人当たり売上高と同営業利益の推移

	18年3月期	19年3月期	20年3月期	21年3月期	22年3月期	23年3月期
全社						
従業員数（人）	193	203	208	220	222	222
前年比（%）	9.7	5.2	2.5	5.8	0.9	0.0
1人当たり売上高（百万円）	240.0	295.7	267.3	150.6	309.5	305.9
前年比（%）	19.7	23.2	-9.6	-43.7	105.6	-1.2
1人当たり営業利益（百万円）	61.3	55.5	59.6	7.7	51.4	64.7
前年比（%）	48.3	-9.4	7.3	-87.1	569.7	25.9
資産価値創造事業						
従業員数（人）	74	68	67	72	65	65
前年比（%）	12.1	-8.1	-1.5	7.5	-9.7	0.0
1人当たり売上高（百万円）	537.7	730.8	705.5	381.6	903.5	944.9
前年比（%）	29.4	35.9	-3.5	-45.9	1.0	4.6
1人当たり営業利益（百万円）	150.2	152.0	181.1	45.4	189.1	256.2
前年比（%）	69.3	1.2	19.1	-75.0	317.0	35.5

出所：会社資料よりSR社作成

同社の資産価値創造事業における不動産の商品化事例

緑豊かな都心立地の長期運用資産、ZEB ready構造のグリーンビルディングを創出

神宮前二丁目プロジェクト(新築オフィスビル)

構造: 鉄骨・鉄筋コンクリート造、地下1階付地上6階建

敷地面積: 約2,295m²/約694坪

延床面積: 約8,017m²/約2,425坪

竣工: 2023年1月

設計・施工: 清水建設

出所: 会社資料よりSR社作成



神宮前二丁目プロジェクト

当該物件は、気候変動やエネルギー情勢を考慮し、ZEB ready (※) の構造を織り込んだグリーンビルディングとして、オーナーにとって中長期的な価値の維持を期待できる新築オフィスビルである。明治神宮、新宿御苑、神宮外苑、そして表参道という都心の緑豊かなエリアの中心地に立地し、地域と融合して働く人々が気持ち良く自然と繋がり、創造力を触発される空間のあり方を目指した物件である。同社がこれまでに手掛けてきた新築物件の中でも最大規模(延床面積約2,400坪、鉄骨・鉄筋コンクリート造地下1階付6階建)のフラッグシップ物件として、パートナーである清水建設との間で約2年間にわたる協議を経て2020年末に着工し、2023年1月に竣工した。

ZEB ready: 省エネにより基準一次エネルギー消費量から50%以上の一次エネルギー消費量の削減を実現している建築物(再生可能エネルギーを除く)に与えられる認証。

東京都心「白金長者丸」のマンションを一新するフルリノベーションを実施

プレミアムレジデンス白金長者丸

構造: 鉄筋コンクリート造、地上3階建

全7戸: 1戸当たり平均300m²クラスの高級賃貸住宅

敷地面積: 約1,277m²/約386坪

延床面積: 約2,135m²/約646坪

出所: 会社資料よりSR社作成



プレミアムレジデンス白金長者丸

当該物件は、目黒と広尾の間の小高い丘、白金長者丸の頂点に佇む高級賃貸住宅である。その立地は、緑豊かな国立自然教育園に隣接し、かつては広大な庭園を擁する大名屋敷が点在した格式ある都心の高台にある。同社は、この立地の潜在力を引き出すために、全17戸、1戸当たり平均約100m²の新築マンションを2020年に取得し、同年秋から2021年の年明けに掛けて大規模改修を実施した。取得時に17戸あった各住戸間の壁を撤去し、内装も自然の樹木と石材を用いた仕様に一新し、最終的には全7戸、1戸当たり平均300m²と都心では希少性の高い賃貸住宅に仕上げた。改修終了後には多くの内覧者が来場し、特に20~30代の富裕層を中心に月額数百万円の家賃で契約を結び、2021年5月には満室稼働となり、商品性は格段に向上した。

西麻布の事務所及び展示場施設を、バスク料理を提供するハウスウェディングの館へ

TOKI-ON西麻布

構造: 鉄筋コンクリート造、地下1階地上4階建

低層階(地下1階、1階、2階): レストランウェディング「ENEKO Tokyo」

上層階(3階、4階): 高級賃貸住宅

敷地面積: 863m²/約261坪

延床面積: 3,220m²/約974坪

出所: 会社資料よりSR社作成



レーサム 8890



Research Coverage Report by Shared Research Inc. | <https://sharedresearch.jp> | 登録無料

TOKION西麻布

当該物件は、東京都港区の六本木ヒルズ近くの閑静な高級住宅街で、各国大使館も点在している港区西麻布にある。同社は旧オーナーが使用していた築10年の事務所及び展示場施設（敷地面積863㎡、約261坪）に対して、用途変更を伴うフルリノベーションを2017年に実施した。テナントオーナーの考え方を徹底的に汲み取った上で、低層階部分（地下1階、1階、2階）には主力テナントとして、日本初進出となるバスク料理の三ツ星シェフによるレストランウェディング「ENEKO Tokyo」を誘致した。また旧オーナーの自宅部分であった上層階（3階、4階）には、思い切ったリノベーションを施すことで、高級賃貸住宅に転換し、周辺地域の標準的な家賃水準を上回る賃貸収入を短期間で実現し、その後も満室稼働を続けた。

サービスオフィスは大改修し、全住戸が豊かな面前の借景（日本庭園の造園技法）を楽しめる高級レジデンスへ

ザ・スケープ

構造: 鉄筋コンクリート造、地上5階建

敷地面積: 571㎡/約173坪

延床面積: 1,075㎡/約325坪

運営: レーサム



出所: 会社資料よりSR社作成

ザ・スケープ

当該物件は、都心の高台となる渋谷区広尾にある隈研吾氏設計のサービスオフィス（敷地面積571㎡、173坪）を、高級賃貸マンションに改修した案件である。眼前には旧薩摩藩下屋敷（現宮家）の緑豊かな庭園が広がっている。同社は建物を取得後、眼前の庭園を全住戸で堪能できる仕様にフルリノベーションした。また室内リビングのガラス面には前面の植栽の緑が映り込むような建具を採用することで、森の中に存在するような高級賃貸マンションとして再生した。顧客に引き渡した後も高稼働率が続き、管理サービスに当たっている同社はテナントが入れ替わる度にバリューアップを図ってきた。

約110年、国の登録有形文化財ビルの潜在価値を発掘

神戸「海岸ビルヂング」

構造: 鉄筋コンクリート造、3階建

敷地面積: 約842㎡/約255坪

延床面積: 約2,047㎡/約619坪

運営: レーサム

原建物竣工: 1911年



出所: 会社資料よりSR社作成

海岸ビルヂング

当該物件は、海運隆盛の面影を残す神戸市の中心部にある。明治時代に羊毛貿易で一時代を築いた総合商社のレンガ造の本社ビルで、神戸大空襲や阪神淡路大震災での被害を免れ、築110年の歴史を刻んだ国の有形登録文化財である。同社はこの建築物が今後数十年にわたる新たな歴史を刻めるよう屋上、外壁、窓枠の補修や防水処理を施し、ビル設備の電気系統や排水管を交換し、共有部のスタンドガラスのLED化による節電の推進を進め、神戸市と調整しながらビル正面のライトアップも更新した。

また同社が取得した2020年秋の時点で過半が空室であったことを踏まえ、上記の大規模改修工事と並行して居室の内装や空調の刷新を行いながら、同社のマーケティングチームがテナント誘致活動を全国的なレベルで進めた。その結果、当初は空室が半分以上だった同ビルに全国各地や海外テナントの入居が決まり、2021年6月にはほぼ満室稼働となり、入居に至らなかったテナントが将来の空室を待機する状況になった。。

レーサム 8890

築約90年、京都市の登録有形文化財ビルの進化に挑戦

京都三条プロジェクト

構造: 鉄筋コンクリート造、地下1階付5階建

敷地面積: 約330m²/約100坪

延床面積: 約1,000m²/約320坪

運営: レーサム

原建物竣工: 1928年



出所: 会社資料よりSR社作成

京都三条プロジェクト

当該物件が立地する京都三条通りには、戦災を免れた近代建築が集中している。その京都の中心部である「田の字」地区の中でも、国内外の観光客が回遊を楽しめる通りの角地にある、築約90年の旧新聞社事務所ビルを活性化したプロジェクトである。登録有形文化財である建物の造形と、旧来から受け継がれる建具の質感を引き出すため細部にわたる改修を施し、耐震補強も行った。また各階テナント間の調整も進め、グローバルな文化情報発信基地としての魅力を高めることで資産価値の継続的な向上を図った。

築44年の寄宿舍にリファイニング工事を実施、約90戸の最新賃貸マンションに再生

レスピール三鷹

所在地: 東京都三鷹市下連雀

用途地域等: 近隣商業地域、建蔽率80%、容積率300%

第一種低層住居専用地域、建蔽率40%・容積率80%

総戸数: 86戸(1R・1DK 14.58m²~29.19m²)

構造: 鉄筋コンクリート造地上9階建

面積: 敷地面積482m²/146坪(登記簿面積)

延床面積: 2,478.32m²/約750坪

竣工: 2017年3月



出所: 会社資料よりSR社作成

レスピール三鷹

当該物件は、築44年の寄宿舍を最先端の手法で大幅に刷新し、その資産価値を中長期にわたり安定させるべく取り組んだ物件である。同社はこの物件では、「リファイニング」と呼ばれる手法(※)を導入した。構造躯体の信頼性と遵法性を明確にした上で検査済証を取得し、最新設備の賃貸マンションとして竣工させ、耐用年数長期化のメリットを実現した。従来は当然のように行われてきた「解体して新築」という取り組みが今後経済的にも環境負荷的にも立ち行かなくなる可能性がある中、「リファイニング」手法はその一つの解決策として、建築関係者の間でも注目されている。工事中に実施した工事内覧会には、百数十名の見学者が訪れた。

(※) リファイニング: 老朽化した建物の大部分を再利用しての意匠転換や用途変更、耐震補強を可能にする建物再生技術である。既存の骨格(構造)だけを残し、既存の建物に大規模な工事を行うことで、性能を向上させたり価値を高める。既存建築物の現状調査、復元図の作成、既存不適格でないことの証明や、建築基準法、都市計画法、消防法等の現行法規に適合する確認申請書の取得、構造躯体の補強等が必要で、完成後に検査済証を取得する。その結果、建物の実耐用年数が新築建物と同等になる。

高度医療専門施設の展開

同社は「顧客にとって長期に安定し、社会においても輝きを放つ意味のある投資とは何か」という視点から、高齢化社会に必要なとされる不動産資産を創出する試みとして「高度医療専門施設プロジェクト」に着手し、2016年9月に開院した「東京ハートリズムクリニック」(東京・世田谷区)等、高度医療に特化したクリニックを展開している。

レーサム 8890



Research Coverage Report by Shared Research Inc. | <https://sharedresearch.jp> | 登録無料

19

高度医療専門クリニックの展開例

medock総合健診クリニック

所在地：東京都品川区上大崎3-11-18

診療科目：人間ドック、生活習慣病予防健診、法定健診

院長：須磨 久善（すま ひさよし）氏

（専門は心臓血管外科と循環器内科、心臓血管外科医として30年余りの間に5千例を超える心臓手術の実績）

構造：鉄筋コンクリート造地下2階地上2階建

面積：敷地面積約596㎡/約180坪

延床面積：約1,340㎡/約405坪

開院：2021年5月10日

出所：会社資料よりSR社作成



medock総合健診クリニック

同社は2021年5月、東京の目黒に当該物件を立ち上げた。健康であることの大切さ、それがために真に精度の高い健診の重要性が再認識される時代を迎えているとの認識に立ち、心臓外科医として活躍してきた須磨久善氏を院長に迎え、心筋梗塞、脳梗塞等の元となる循環器と心臓分野に強みをもつ健診クリニックとした。当初礼拝堂であった築50年のビルの躯体を生かすために、再生建築工法のリファイニング（同社としては2件目の取り組み）によって新築同様のビルに蘇生させた。

大手資本テナント支配の街並みに挑戦、「リベルテ東京」を東京・吉祥寺にオープン

リベルテ東京

所在地：東京都武蔵野市吉祥寺

構造：鉄骨造、一部鉄筋コンクリート造（地下1階地上3階建）

面積：敷地面積223.02㎡/約67.6坪

延床面積634.53㎡/約192.3坪

用途：店舗・事務所

用途地域等：近隣商業地域（建蔽率 80% 容積率 指定300%）

店名：リベルテ・パティスリー・ブーランジェリー
（LIBERTÉ PATISSERIE BOULANGERIE）

竣工・開業：2018年3月

運営：レーサム

出所：会社資料よりSR社作成



リベルテ東京

当該物件は、「LIBERTÉ」パリ本店の創設者であるミカエル・ベニシュー氏が、由緒ある住宅街を背に、老舗飲食店や潇洒なカフェが混在し、多様な魅力を有する吉祥寺で「パリ同様、吉祥寺の皆様にあわれ、日常の生活に根差した店にしていきたい」として取り組んだ。店舗スタッフも、国籍、年齢、性別、担当分野を超えて協力し合うチームリベルテを目指した。2018年10月には2店舗目として京都市中京区にリベルテ京都をオープンした。吉祥寺駅前の商店街から住宅街への入口に立地しているリベルテ東京は、地元への浸透が進んでいる。

資産価値向上事業（売上高構成比6.5%、営業利益構成比5.1%〈2023年3月期〉）

事業の概要

同社は資産価値向上事業では、資産価値創造事業で顧客に販売した不動産の管理を行っている。同社が資産価値向上事業で管理しているのは、約180物件、約1,800部屋（2023年3月期末時点）である。管理対象物件に対して同社が行うのは、テナント誘致、既存テナントとの折衝、建物の管理等である。また同社は物件の価値を向上させるための施策等をオーナーにアドバイスすることも行っている。

レーサム 8890



Research Coverage Report by Shared Research Inc. | <https://sharedresearch.jp> | 登録無料

20

事業の意義

同社は資産価値創造事業と資産価値向上事業、未来価値創造事業を一連のものとして捉えている。同社は物件販売先の顧客から信頼を得るには、顧客が満足する内容の不動産を販売するだけでなく、販売後の継続的なサポートまでを含めた一連の対応が重要と考えている。顧客に対して物件を販売して終わりではなく、その後もサポートを続けることで、当該顧客が物件の入れ替えや他の物件の追加購入を検討する時に、同社はそのビジネスを取り込むことができる。なお同社が資産価値向上事業で管理対象物件のオーナーから物件の入れ替えや物件の追加購入等のニーズを聞き出した場合、それは資産価値創造事業に共有される仕組みになっている。

収益

資産価値向上事業の主な収益は、管理対象物件からもたらされる管理料収入と、同社が資産価値創造事業で在庫として保有している物件から生じる賃料収入である。前者について、同社は管理対象物件のオーナーから、標準的に当該物件の月間賃料収入×5%程度の手数料を受け取っていると見られる。

資産価値向上事業の業績

資産価値向上事業の業績の推移は、次表の通りである。同事業の主な売上高は、同社が資産価値創造事業で在庫として保有している物件から生じる賃料収入である。そのため、資産価値向上事業の業績は、同社が資産価値創造事業で抱える在庫物件の量に応じて変動する。なお一見在庫金額が大きいつても、在庫の中に賃料収入を生まない開発案件が多く含まれる場合には、資産価値向上事業の売上高は増加しない。

資産価値向上事業の業績推移

	18年3月期	19年3月期	20年3月期	21年3月期	22年3月期	23年3月期
売上高 (百万円)	3,244	4,570	5,041	4,482	4,964	4,416
前年比	53.7%	40.9%	10.3%	-11.1%	10.8%	-11.0%
営業利益 (百万円)	1,109	1,144	1,250	1,032	1,104	765
前年比	63.3%	3.2%	9.3%	-17.4%	7.0%	-30.7%
営業利益率	34.2%	25.0%	24.8%	23.0%	22.2%	17.3%

出所：会社資料よりSR社作成

未来価値創造事業（売上高構成比3.0%、営業損失2,302百万円（2023年3月期））

事業の概要

同社は未来価値創造事業では、いずれも同社が議決権を100%持つグループ会社各社を通じて、下表の通り様々な事業を行っている。

同社が未来価値創造事業で行っている事業

会社名	同社の議決権所有割合	事業内容	事業の概要
株式会社We Base	100%	宿泊施設の運営	・7つの宿泊施設を運営 ・土地建物は自社で保有していないものが中心
株式会社レイパワー	100%	非常用発電機の製造、販売	・3kVA及び50kVAの非常用発電機を製造、販売 ・ファブレス体制で運営
株式会社ベストメディカル	100%	医療施設の開業・運営支援	・ハイクラス層向けの人間ドック、健康診断 ・ストレスフリーの内視鏡検査に特徴
株式会社LIBERTE JAPON	100%	パンの製造、販売	・吉祥寺、京都2店舗の計3店舗でフランス発のパン屋を運営

出所：会社資料よりSR社作成

事業の意義

同社は不動産の価値を高める上で有効と判断した場合には、同社自身がテナントとして当該物件を利用した事業を営むことがある。物件の価値向上による資産価値創造事業への貢献が、同社の未来価値創造事業の意義の1つである。そして同社は将来的に需要の増加が見込まれるような分野を中心に自らが事業を行い、培った経験や知見を資産価値創造事業や資産価値向上事業に生かすことも意識している。

未来価値創造事業の業績

同社の未来価値創造事業の業績の推移は、次表の通りである。未来価値創造事業では先行投資が発生しがちなこともあり、近年は営業損失を計上する状態が続いている。同事業には、将来の需要増加が見込まれる分野を中心に同社自身が事業を行って経験を積み、主力事業に生かせるビジネスの種を発掘する役割もある。

未来価値創造事業の業績推移

	18年3月期	19年3月期	20年3月期	21年3月期	22年3月期	23年3月期
売上高 (百万円)	1,118	1,711	2,275	1,215	1,544	2,071
前年比	36.8%	53.0%	33.0%	-46.6%	27.1%	34.1%
営業利益 (百万円)	0	-336	-645	-1,971	-2,059	-2,302
前年比	-	-	-	-	-	-
営業利益率	0.0%	-	-	-	-	-

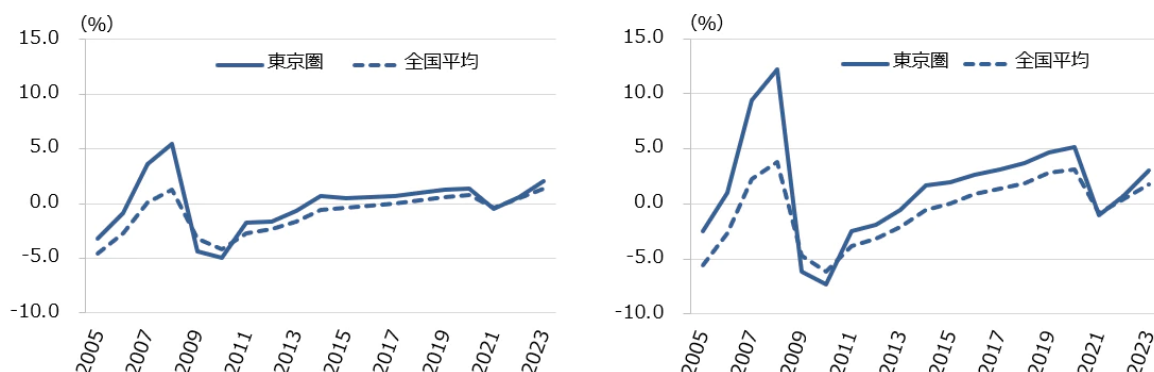
出所：会社資料よりSR社作成

不動産市場の動向

地価の動向

昨今国内の不動産価格は依然として上昇基調を辿っている。低金利が長引く中、運用難に直面する法人と個人の資金が不動産市場へ流入している。また物価が上昇する中で諸々のコスト増加も、不動産の価格上昇に反映されていると考えられる。こうした中、新型コロナ禍の広がりを受けて2021年に一時弱含んだ地価は、2022年以降は再び上昇基調に転じている。

地価公示の対前年比変動率：住宅地（左）、商業地（右）

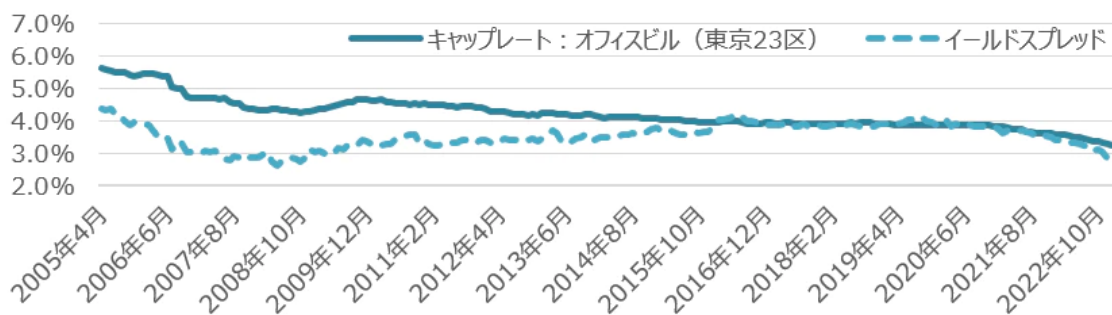


出所：国土交通省資料よりSR社作成

キャップレートの動向

低金利が長引く中で運用難に直面する法人や個人の資金が不動産市場に流入している中、不動産のキャップレートは依然として低下基調にある。なお一時期から長期金利が強含みの様相を見せているが、それでもキャップレートから長期金利を差し引いたイールドスプレッドは依然としてポジティブな状態にある。

オフィスビルのキャップレートとイールドスプレッドの推移

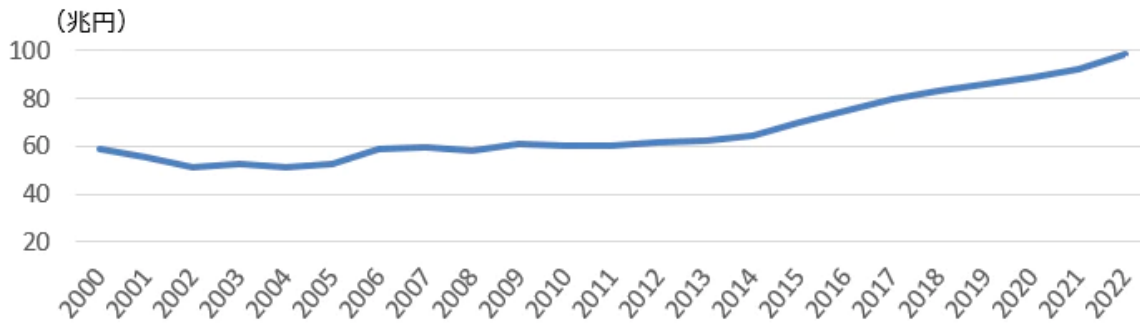


出所：ARES資料、財務資料資料よりSR社作成

国内銀行の不動産業向け貸出残高の推移

国内銀行の不動産業向け貸出残高は、依然として増加を続けている。2022年度末には不動産業向け貸出残高が98.3兆円に達する等、過去最高の更新が続いている。資金運用難に喘ぐ国内銀行にとって、コンスタントに資金需要がある不動産業は良い貸出先である。2022年度末時点で、国内銀行の全産業向け貸出残高577.1兆円に占める不動産業向けの比率は17.0%と、産業別で最大であった。

国内銀行の不動産業向け貸出残高の推移



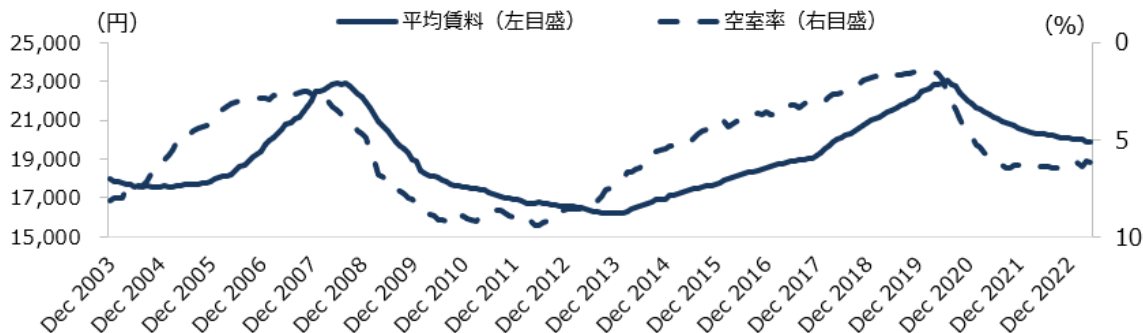
出所：日銀資料よりSR社作成

東京の賃貸オフィス市況

オフィス仲介会社の三鬼商事によれば、東京都心5区（千代田、中央、港、新宿、渋谷区）の賃貸オフィス市場の空室率は、2020年2月には月次調査開始以降で最低となる1.49%まで低下した。当時、東京を中心とする全国オフィス市場ではいずれも需給が非常にタイトであった。一方で新型コロナ禍の広がりを受け、2020年3月以降は全国的にオフィス市場で需給緩和が進んだ。東京都心5区のオフィス空室率は、2023年5月末には6.16%まで上昇している。そして空室率の上昇に伴い、オフィスの平均賃料は下落基調を辿っている。

こうして最近のオフィス市場では、空室率の上昇と賃料の下落傾向が見られる。一方で同社が主な事業対象とする中小規模のオフィスビルは、大規模な高グレードビルと比べて元々賃料水準が高くない。また同社は新築の物件ではなく、主に中古の物件を仕入れてリノベーション、用途変更、権利関係の調整等によって物件の競争力を高め、テナントの入れ替え等によって物件のキャッシュフローを増大させるビジネスモデルを採用している。そうしたことから、オフィス市場の需給緩和による悪影響は直接的には受けにくいと考えられる。

東京都心5区：オフィス空室率と賃料（月・坪）の推移



出所：三鬼商事資料よりSR社作成

中古不動産流通分野の将来性

同社が主な事業対象とするのは、中古の不動産である。不動産に関する各ビジネスの中でも、中古不動産の流通ビジネスは有望視されている。その背景として、人口減少や高齢化が進む中、不動産を新たに開発するのではなく既存の不動産を有効に活用することを検討すべきとの声が高まっていることがある。そうした状況下、環境面への影響等を踏まえても、今後不動産会社にとっては中古不動産を活用したビジネスが一層重要になると考えられる。中古の不動産を上手く事業に活用できる不動産会社とそうでない不動産会社とで、経営状況にいずれは差が出る可能性もあると考えられる。

築年数が経過した中小規模オフィスビルのストック状況

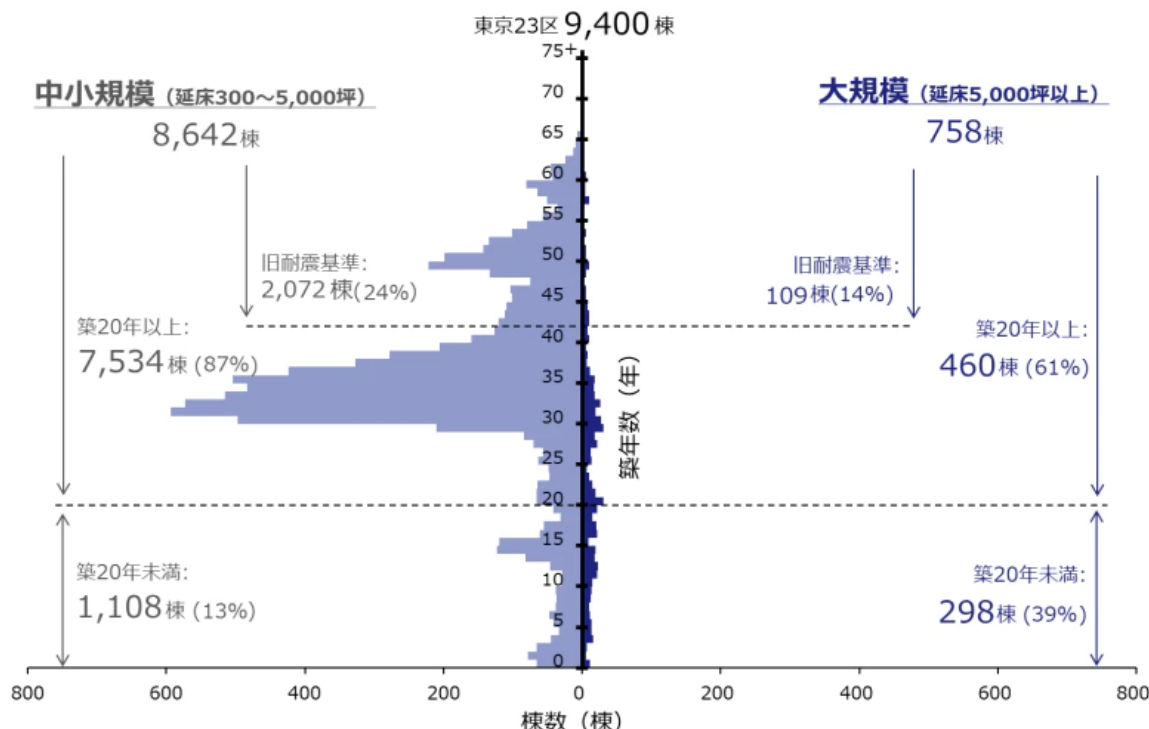
同社は様々な不動産を事業の対象としているが、扱うケースが最も多いのは築古のオフィスビルである。同社が2023年3月期までの5年度間で顧客に販売した物件のうち、金額ベースでオフィスビルが40%と最大を占めた。そして同じく同社が当該5年度間で販売した物件のうち、金額ベースで築20年以上の物件が67%を占めた。

不動産系の調査会社であるザイマックス不動産総合研究所によれば、2023年現在、東京23区にはオフィスビルが9,400棟ある。そしてそのうち棟数ベースで92%が中小規模オフィスビルである。更に同研究所によれば、中小規模オフィスビルのうち、棟数ベースで87%は築20年以上のビルである。東京23区のオフィスビルの築年数は、賃貸面積ベースで全体平均が33.4年、大規模オフィスビルの平均が25.0年であったのに対し、中小規模オフィスビルの平均は34.2年であった。中規模オフィスビルは不動産投資が活発だったバブル期前後に竣工した物件が多く、築古物件の割合が大きくなっている。

こうして不動産市場で築古物件のストックが積み上がっている中、同社は築古の中小規模不動産を対象としたビジネスは、不動産業界の急成長領域であるとしている。一般的に中規模オフィスビルの売買価格は、概ね50～300億円である。こうした規模の物件について、同社は昨今資本効率の改善意識を高めている国内法人による資産の入れ替えや、海外個人富裕層によるグローバルな所有資産の見直しといったニーズに対応できるものであるとしている。

そして同社はその成長市場において最も強みを発揮できるプレーヤーであり、過去の案件実績の蓄積から、他の追随を許さない知見による収益獲得機会を生かせるポジションにあると説明している。

東京23区のオフィスピラミッド（2023年、棟数ベース）



出所：ザイマックス不動産総合研究所資料

中古不動産の潜在的な買い手：相続税額から見る国内富裕層

同社の主要顧客であり相続税対策等が必要となる国内の富裕層は、同社の主な売買物件の規模からして、課税価格500百万円以上の被相続人が主に該当すると考えられる。

国税庁による相続税の申告状況調査によれば、2021年には相続税の課税価格が合計18.6兆円（2020年は16.4兆円）、相続税が課税された被相続人は合計134,275人（同120,372人）であった。

2021年に相続税が課税された被相続人数134,275人のうち、地域別では東京が42,881人と最大であった。一方で課税価格の階級別では、相続税の課税価格が500百万円超となった対象者は全国で3,834人と全体の2.9%を占めた。

課税価格階級別の被相続人数（2021年）

課税価格 (百万円)	50以下	50超	100超	200超	300超	500超	合計
合計人数	13,496 10.1%	68,078 50.7%	34,382 25.6%	9,049 6.7%	5,436 4.0%	3,834 2.9%	134,275 100.0%
東京	4,363	20,359	11,135	3,189	2,096	1,739	42,881
名古屋	1,715	10,012	5,132	1,284	823	393	19,359
大阪	2,142	10,933	5,694	1,641	924	651	21,985
その他	5,276	26,774	12,421	2,935	1,593	1,051	50,050

出所：国税庁資料よりSR社作成

同業他社

同社は、通常の不動産と比べて一般的に事業化の難易度が高いとされる築年数が古い物件を主に取り扱っている。また用途変更やテナントの立ち退き、権利関係の調整を要する等、何らかの手を加えなければ事業化するのが難しい物件を中心に取り扱っている。更に時には同社自身がテナントとして、事業化する不動産を活用している。

同社はこうして何らかの困難を抱えた不動産の価値を高めた上で、国内外の個人富裕層や法人へ販売している。こうしたビジネスモデルを採用している不動産会社は、必ずしも多くない。一方で同社とはビジネスモデルを異にしながらも、中古の不動産を売買している不動産会社はそれなりに存在する。中古の不動産を売買の対象としつつ、直近決算期の売上高が200億円を超える企業は、次表の通りである。

同社と同業他社とを比較すると、同社は直近決算期において、営業利益率、ROE、自己資本比率でいずれも同業他社の平均を上回った。また同社の営業利益率は、どの同業他社よりも高い。その点に、同社の付加価値創出力の高さが表れていると言える。

中古不動産を事業の対象としている同社の同業他社

コード	企業名	決算期	売上高	営業利益	営業利益率	ROE	自己資本比率
			(百万円)	(%)	(%)	(%)	
8890	レーサム	2023.3	67,906	14,371	21.2	15.8	49.4
3244	サムティ	2022.11	128,470	14,083	11.0	11.3	23.9
8934	サンフロンティア不動産	2023.3	82,777	14,905	18.0	15.3	52.9
8923	トーセイ	2022.11	70,953	13,514	19.0	12.5	34.3
2337	いちご	2023.2	68,093	12,492	18.3	9.2	30.4
2975	スター・マイカ・ホールディングス	2022.11	48,211	6,098	12.6	17.5	23.5
8940	インテリックス	2022.5	36,139	1,364	3.8	5.5	29.2
8929	青山財産ネットワークス	2022.12	35,952	2,629	7.3	22.0	38.0
3299	ムゲンエステート	2022.12	31,242	2,976	9.5	6.5	31.6
2982	ADワークスグループ	2022.12	27,856	1,376	4.9	3.4	29.6
3294	イーグランド	2023.3	25,785	2,644	10.3	17.9	37.4
	同業他社平均		55,548	7,208	11.5	12.1	33.1

出所：各社資料よりSR社作成

SW (Strengths, Weaknesses) 分析

強み (Strengths)

中古不動産再生の豊富な経験、知見に基づき不動産の価値を高めるための豊かな構想力を持ち、それを実現するための実務遂行力も有している

同社は主力の資産価値創造事業で、2023年3月期までの5年度間に101物件を販売してきた。販売した物件の用途はオフィスビルの40%を筆頭に分散しており、地域も東京都心5区の40%を中心に多様であった。販売した物件の規模は1物件当たり数億円から100億円以上まで幅広く、また築年数では築30年以上の物件が41%を占めた（比率はいずれも販売金額ベース）。こうして様々な物件を顧客へ販売してきた同社は、2023年3月期までの5年度間に販売した101物件で、平均27.6%の売上総利益率を実現した。その同社は、2023年3月期の営業利益率、ROE、自己資本比率でいずれも同業他社の平均を上回った。

同社の強みは、過去から培ってきた経験や知見に基づき事業対象不動産の価値を高めるための豊かな構想力を持ち、またそれを実現できるだけの実務遂行力を有することである。同社が2023年3月期までに販売した101物件で用いたバリューアップ手法の内訳は、販売金額ベースでNOI向上が26%、権利関係の調整・整備、開発土地創出がいずれも17%、新築開発が16%であった。同社は様々な手法によって物件の価値を高めて顧客のニーズを充足し、その見返りとして同社自身も高い売上総利益率を実現してきた。

同社では、全取締役が参加する仕入れ検討会議が毎週開催されている。仕入れ検討会議には、営業、テナント誘致、物件管理、建築エンジニア等のメンバーが参加し、対象物件の仕入れの可否や価値向上策について議論している。その中で、事業対象不動産の価値をどのようにして高めるかの構想が膨らんでいる。中古不動産再生の豊富な経験、知見を有する同社ならではの構想が生まれることもある。また同社には、そうした構想を実現するための実務遂行力が備わっている。そのことは、同社が権利関係の調整やテナントの立ち退きが必要な物件、築年数が極端に古い物件等を事業の対象としていることからわかる。不動産の価値を高めるための豊かな構想力や、それを実現するための実務遂行力を有していることは、同社の強みである。

物件の販売後も顧客との関係を長期間維持するスタイルで信頼を獲得し、ビジネスの拡大に繋がっている

同社は資産価値創造事業と資産価値向上事業、そして未来価値創造事業を一連のものとして展開している。同社は資産価値創造事業では、リノベーションや用途変更、権利関係の調整等によって事業対象不動産の価値を高め、顧客に販売している。そして同社は物件を販売した段階で顧客との関係を終わりにするのではなく、資産価値向上事業で販売した物件の管理を行っている。また同社は時には顧客に販売した物件のテナントに自らがなり、未来価値創造事業の中で事業を展開している。

こうして同社が顧客に物件を販売した後も長期間、責任を持って顧客との関係を続けるスタイルは、同社が従来から重視してきたビジネスモデルである。これによって同社は顧客から信頼を得て、当該顧客が追加の物件購入等を検討する際にそのビジネスを獲得している。また既存の顧客から、他の顧客を紹介されることもある。同社では顧客の物件を管理する資産価値向上事業で顧客のニーズを把握した場合、資産価値創造事業へ共有される仕組みになっている。主力の資産価値創造事業で顧客に物件を販売してそこで顧客との関係を終わりにせず、物件の販売後も資産価値向上事業や未来価値創造事業を通じて顧客との関係を継続し、更なるビジネスの獲得、拡大に繋げることができている点は、同社の特長と言える。

借入金調達先の金融機関との間で信頼関係を構築することができている

同社はリーマン・ショック直後の2009年8月期に、267億円の当期純損失を計上した。それでも、当時多くの不動産会社が経営破綻に追い込まれた一方で、同社は経営破綻を免れた。その背景には、言うまでもなく銀行の支えがあった。当時多くの不動産会社は、既存の取引銀行から融資を止められた中で代わりに融資してくれる銀行も見付からず、経営破綻に陥った。

同社はリーマン・ショック後の信用収縮局面を乗り越え、その後も堅実に事業を展開していった。その同社が2023年3月期までの5年度間で販売した101物件のIRR（Internal Rate of Return：投資期間中の収益率）の中央値は、借入金によるレバレッジ効果を考慮しないベースで53.2%、同考慮したベースで79.7%であった。レバレッジ効果を考慮しないベースでも収益率は高いと言えるが、レバレッジ効果を活用することで同社は一層投資リターンを高めている。

同社は物件仕入れ面での自身の強みの1つとして、通常は借入金の調達が難しい築古等の案件でも借入金を調達することができる金融機関との信頼関係を挙げている。同社の付加価値の源泉は、何らかの困難を抱えており競争力を十分に発揮できていない不動産の価値を高めることにある。そして同社が何らかの困難を抱える物件を事業の対象とすることができる背景には、その案件に融資を行う金融機関の存在がある。過去からの取引実績等に基づき金融機関との間で信頼関係を構築できている点は、同社の強みと言える。なお同社と金融機関との関係について、同社は20行以上の地方銀行と提携しており、各地域の富裕層等の顧客紹介を受けている。

弱み（Weaknesses）

市況変動や事業環境変化によるリスクが大きい不動産事業で、フロービジネス偏重型の事業構成となっている

同社の2023年3月期は、主力の資産価値創造事業が売上高構成比で90.4%、営業利益構成比で110.2%を占めた。同社は資産価値創造事業では、中古不動産の売買や新規の不動産開発を行っている。同社は2023年3月期の営業利益率やROE、自己資本比率等で同業他社の平均を上回っており、そのことから同社の付加価値創出力の高さは認められるところである。

一方で過去から振り返ると、不動産事業は市況の変動によるリスクを比較的大きく抱えた業種と言える。今後短期的には考えにくいものの、例えば金利の大幅な上昇や金融機関の不動産業向け融資姿勢の厳格化等が起こったりすれば、不動産市場全体で市況が悪化する可能性も否定はできない。市況が悪化して収益不動産の買い手の資金調達力が大幅に低下すると、同社が資産価値創造事業で取り扱っている不動産の売買流動性も大きく低下すると考えられる。

一方、顧客に販売した物件の管理を行う同社の資産価値向上事業は一見ストックビジネスと捉えられがちであるが、同事業の主な収益は、同社の資産価値創造事業の在庫物件から生じる賃料収入である。つまり同社がいずれは顧客に販売する前提で保有している不動産からの賃料収入が中心であり、それを安定収益源とは見なしにくい。また同社の未来価値創造事業は、将来的に需要の増加が見込まれる分野を中心に同社自身が事業を展開して経験を積み、主力事業のビジネスの種を発掘する役割を有している。それもあり、先行投資負担が発生しがちな状況にある。

一般的に市況変動や事業環境変化によるリスクが大きい不動産事業で、フロービジネス偏重型の事業構成となっている点は同社の弱みと言える。

同社がイメージする成長に必要なだけの人材の獲得と組織の整備が、必ずしも十分ではないと見える

近年の同社では売買対象物件の大型化と多様化が進んでおり、顧客層の裾野も拡大している。一方、従来から少数精鋭体制で事業を展開してきた同社では、同社がイメージするだけの今後の成長に必要な人材の獲得と組織の整備が必ずしも十分ではないとも見える。同社では連結従業員数が2005年8月期末には394名まで増加したものの、2022年3月期末には222名まで減少した。同社の従業員に求められる業務遂行レベルは高く、入社に当たってのハードルはそれなりに高いと考えられる上、入社後も十分な戦力となるまでにはある程度の時間が必要になると見られる。同社が現実の成長スピードに合わせて十分な人材を確保し、組織を整備することができるかが注視される。

未来価値創造事業の意義は認められるものの、営業損失の計上が続いている

同社は未来価値創造事業では、将来の需要増加が見込まれる分野を中心に自らが事業を行うことで経験と知見を蓄え、それを主力事業に生かすことを考えている。その未来価値創造事業において、同社は宿泊施設の運営、非常用発電機の製造と販売、医療施設の運営支援、パン店の運営等を行っている。

同社は時に主力の資産価値創造事業で扱う物件で自らがテナントとなり、未来価値創造事業の中で当該物件を使った事業を展開している。それを踏まえると、未来価値創造事業は資産価値創造事業、そして顧客に販売した物件のテナント誘致等を担当する資産価値向上事業とのシナジーを生んでいると言える。しかしながら未来価値創造事業は2019年3月期から2023年3月期まで続けて営業損失を計上しており、2024年3月期も営業損失の計上が計画されている。

未来価値創造事業には同社の他の事業とのシナジーがあり、また同社が社会の潮流に先んじて経験と知見を得るべく事業を展開していることの意義は認められる。更に事業の性質上、先行投資負担が生じがちであることも理解はできるものの、営業損失の計上が常態化してしまっているように見える現状からの改善は必要と考えられる。

これら中規模物件の販売価格帯は約50億円~300億円クラスであり、昨今の資本効率への課題意識を高める国内法人による資産入替ニーズや、グローバルな資産保有の見直しを進める海外個人富裕層の需要に対応する商品群の源泉となる。

過去の業績と財務諸表

損益計算書

損益計算書 (百万円)	16年3月期	17年3月期	18年3月期	19年3月期	20年3月期	21年3月期	22年3月期	23年3月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
売上高	27,846	33,774	44,274	58,547	54,938	32,219	68,402	67,906
前相比	-9.9%	21.3%	31.1%	32.2%	-6.2%	-41.4%	112.3%	-0.7%
売上原価	19,251	23,480	29,901	42,868	38,190	25,979	51,958	47,538
売上総利益	8,595	10,294	15,072	15,679	16,747	6,239	16,444	20,368
前相比	-1.0%	19.8%	46.4%	4.0%	6.8%	-62.7%	163.6%	23.9%
売上総利益率	30.9%	30.5%	34.0%	26.8%	30.5%	19.4%	24.0%	30.0%
販売費及び一般管理費	2,988	3,330	3,763	4,688	4,504	4,595	5,080	5,996
販管費率	10.7%	9.9%	8.5%	8.0%	8.2%	14.3%	7.4%	8.8%
営業利益	5,606	6,963	11,309	10,990	12,242	1,643	11,363	14,371
前相比	-6.0%	24.2%	62.4%	-2.8%	11.4%	-86.6%	591.6%	26.5%
営業利益率	20.1%	20.6%	25.5%	18.8%	22.3%	5.1%	16.6%	21.2%
営業外収益	18	19	16	145	43	142	292	206
営業外費用	333	268	372	231	323	434	1,211	1,726
経常利益	5,291	6,715	10,953	10,904	11,962	1,351	10,445	12,851
前相比	-12.0%	26.9%	63.1%	-0.4%	9.7%	-88.7%	673.1%	23.0%
経常利益率	19.0%	19.9%	24.7%	18.6%	21.8%	4.2%	15.3%	18.9%
特別利益	15	22	-	218	244	4	26	14
特別損失	26	1	209	40	206	121	67	271
親会社株主に帰属する当期純利益	4,975	6,523	9,234	7,894	7,939	663	6,630	8,376
前相比	-15.7%	31.1%	41.6%	-14.5%	0.6%	-91.6%	900.0%	26.3%
純利益率	17.9%	19.3%	20.9%	13.5%	14.5%	2.1%	9.7%	12.3%

出所：会社資料よりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

貸借対照表

貸借対照表 (百万円)	16年3月期	17年3月期	18年3月期	19年3月期	20年3月期	21年3月期	22年3月期	23年3月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
資産								
現金及び預金	12,298	17,225	20,634	22,075	29,325	19,922	28,222	27,524
営業未収入金	220	181	261	299	335	318	310	377
営業投資有価証券	236	168	159	-	-	-	-	-
販売用不動産	20,192	21,163	36,769	34,342	30,496	40,862	24,573	45,167
仕掛販売用不動産	9,597	13,031	2,240	7,346	17,894	27,292	38,560	17,079
買取債権	3,688	4,711	5,887	-	-	-	-	-
前渡金	698	750	269	1,201	1,171	1,033	902	1,155
繰延税金資産	2,785	2,475	1,407	-	-	-	-	-
未収還付法人税等	24	13	1,198	58	48	395	36	35
その他の流動資産	550	256	1,247	1,359	1,947	2,325	3,727	4,889
貸倒引当金	-666	-701	-657	-13	-13	-11	-11	-10
流動資産合計	49,626	59,275	69,417	66,669	81,207	92,140	96,322	96,216
建物及び構築物	615	653	607	2,106	1,973	2,527	4,643	2,710
土地	656	1,058	1,131	1,131	1,176	1,412	1,616	490
その他の固定資産	142	197	502	730	1,333	3,414	1,582	1,113
有形固定資産合計	1,414	1,909	2,242	3,968	4,483	7,355	7,843	4,314
無形固定資産合計	309	376	516	462	411	344	259	214
投資有価証券	1,786	2,984	3,495	3,306	2,469	2,166	1,954	1,915
繰延税金資産	263	423	1,369	723	1,116	653	1,153	1,365
出資金	10	10	5	13	80	145	546	1,118
長期貸付金	-	-	-	-	988	1,374	1,536	2,094
その他	594	287	830	1,255	744	882	709	1,148
貸倒引当金	-	-	-	-	-	-200	-478	-1,636
投資その他の資産合計	2,654	3,706	5,700	5,298	5,399	5,021	5,421	6,005
固定資産合計	4,379	5,992	8,459	9,729	10,294	12,721	13,524	10,535
資産合計	54,005	65,267	76,469	76,398	91,502	104,861	109,847	106,752
負債								
短期借入金	300	300	300	1,000	-	-	-	-
1年内返済予定の長期借入金	592	514	1,052	1,084	1,071	1,493	1,361	1,359
1年内償還予定の社債	-	-	-	-	-	-	-	-
未払法人税等	5	49	5	2,255	3,414	3,087	5,493	4,052
前受金	143	280	330	443	939	570	559	652
賞与引当金	11	12	15	9	10	6	4	-
関係会社整理損失引当金	-	-	123	123	123	123	123	123
その他の流動負債	1,147	1,369	1,300	1,825	2,788	3,715	2,829	2,044
流動負債合計	2,200	2,527	3,128	6,743	8,346	8,997	10,372	8,230
社債	800	800	-	-	-	-	-	-
長期借入金	12,961	17,896	20,937	21,420	30,106	45,437	41,910	41,397
流動化調整引当金	14	1	1	-	-	-	-	-
資産除去債務	4	4	4	4	-	-	-	-
預り敷金	2,476	3,134	4,167	4,781	3,915	2,993	3,678	4,067
繰延税金負債	-	-	18	-	-	-	-	-
その他	1	2	-	126	93	571	452	337
固定負債合計	16,256	21,837	25,129	26,333	34,115	49,001	46,041	45,803
負債合計	18,457	24,364	28,257	33,076	42,461	57,999	56,413	54,033
純資産								
資本金	100	100	100	100	100	100	100	100
資本剰余金	12,253	12,253	12,253	12,253	12,160	12,054	6,899	6,899
利益剰余金	22,867	28,376	36,275	42,344	48,553	47,507	46,942	45,964
自己株式	-	-	-679	-11,379	-11,817	-12,853	-649	-473
株主資本合計	35,220	40,729	47,948	43,317	48,996	46,808	53,292	52,490

その他包括利益累計額合計	206	173	261	5	44	53	129	200
その他	22	-	-	-	-	-	11	27
少数株主持分	99	-	-	-	-	-	-	-
純資産合計	35,548	40,903	48,211	43,322	49,040	46,861	53,433	52,718
負債純資産合計	54,005	65,267	76,469	76,398	91,502	104,861	109,847	106,752

出所：会社資料よりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

キャッシュフロー計算書

キャッシュフロー計算書 (百万円)	16年3月期	17年3月期	18年3月期	19年3月期	20年3月期	21年3月期	22年3月期	23年3月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
営業活動によるキャッシュフロー(1)	3,807	2,106	4,349	9,710	3,516	-19,103	15,440	8,706
投資活動によるキャッシュフロー(2)	-1,185	-700	-1,569	2,977	-1,575	-3,164	-3,243	193
FCF(1+2)	2,622	1,406	2,780	12,687	1,941	-22,267	12,197	8,899
財務活動によるキャッシュフロー	-2,044	3,745	765	-11,318	5,210	12,857	-3,946	-9,666
現金及び現金同等物の増減額	523	5,152	3,508	1,441	7,146	-9,403	8,300	-710
現金及び現金同等物の期首残高	11,449	11,972	17,125	20,634	22,075	29,325	19,922	28,222
現金及び現金同等物の期末残高	11,972	17,125	20,634	22,075	29,325	19,922	28,222	27,511

出所：会社資料よりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

過去の業績

2023年3月期第3四半期実績（累計期間）

業績概要

- 売上高：23,361百万円（前年同期比49.0%減）（通期会社計画に対する進捗率34.6%）
- 営業利益：2,889百万円（同64.9%減）（同20.9%）
- 経常利益：2,685百万円（同66.0%減）（同20.2%）
- 親会社株主に帰属する四半期純利益：1,872百万円（同62.8%減）（同22.3%）

前年同期比減収減益となった。主力の資産価値創造事業が前年同期比減収減益であった。また資産価値向上事業も前年同期比減収減益で、未来価値創造事業は前年同期比増収ながらも前年同期に続き営業損失を計上した。全社売上総利益率は31.6%で前年同期比5.4%ポイント上昇したものの、販管費率は19.2%で同11.0%ポイント上昇し、営業利益率は12.4%で同5.6%ポイント低下した。営業外損益や特別損益で業績に大きく影響するものは発生しなかった。

通期会社業績計画に対する進捗率は、売上高が34.6%、営業利益は20.9%となった。但し同社は当第3四半期決算公表と同時に、東京都新宿区と渋谷区の大規模物件販売を発表した。同社はそれ以外の在庫物件の販売見込みも含め、通期業績計画の達成に向けて状況は順調に推移していると説明している。

セグメント別

資産価値創造事業

- 売上高：18,541百万円（前年同期比54.7%減）
- 営業利益：4,886百万円（同47.5%減）

前年同期比減収減益となった。同社は当第3四半期累計期間には、利益率が高い販売価格20億円以上の複数の大型物件を含む不動産を顧客に販売した。また同社が資産価値向上を進める大型物件を複数組み合わせ合わせた100億円規模の運用資産に、顧客が数千万円単位から投資できる新たな不動産投資商品（小口商品）の第2弾を組成し、販売を進めた。更に同社は通期業績計画の達成に向けて、売買対象不動産に必要な改修工事、用途変更準備、テナントリーシングや営業活動を進めるとともに、来期以降の売上に繋がる大型物件等の仕入れに精力的に取り組んだ。

当第3四半期の時点で、当事業の通期計画に対する売上高と営業利益の進捗率はそれぞれ29.2%、36.2%にとどまっている。一方で同社は当第3四半期決算発表と同時に、東京都新宿区と渋谷区の大規模物件の販売を公表した。同社はまだ販売が実現していない在庫物件の販売見込みも含め、当事業の状況は順調としている。

同社は引き続き不動産小口商品の販売も進めた。当第3四半期累計期間で、販売対象50億円のうち20億円（1口50百万円×40口）程度を販売したと見られる。販売先には新規顧客に加え、同社から不動産を購入した実績がある既存顧客も含まれている。同社は顧客層拡大の観点から重要な位置付けとしている小口商品の販売力を高めるため、地銀や税理士法人等との関係強化に取り組んでいる他、銀行出身者等を販売担当者として採用することも行っている。同社が現

在販売しているのは、同社にとって第2弾となる小口商品である。同社は来期に小口商品の第3弾を組成すべく、既に組入物件の選定と資金調達の手配を進めていると見られる。第3弾の規模は第2弾と同程度（組入物件の総額で100億円程度）になる見通しである。

なお同社によれば、現物の不動産の販売と比べて小口商品は顧客の出口時点で売却益の成果配分の仕組みを組み込んでいるため、小口商品の販売時点の営業利益率は相対的に低い。特に販売体制や販売手法の確立を進めている現状では、小口商品の販売ビジネスは利益率が低くなる傾向がある。それでも当セグメントの当第3四半期累計期間の営業利益率は26.4%と、前年同期比3.7%ポイント上昇した。国内外の不動産投資家の物件ニーズに的確に応えながら販売できていることが背景にあると見られる。

一方で物件の仕入れについて、同社は2022年5月に中期経営計画を公表した時点では、中計期間の2023年3月期から2025年3月期までの業績計画を達成するために必要な物件の仕入れ額を900億円と説明していた。当該3年度の資産価値創造事業の売上高計画累計約2,400億円のうち、1,500億円は調達済みとの計算であった。しかし同社が当時仕入れを見込んでいた一部大型物件の仕入れが実現しない見込みとなり、実際には900億円を上回る規模の仕入れが必要になったと見られる。但し同社は現時点で既に、過去数年度と同程度となる売値ベースで600億円程度の仕入れを2023年3月期中に実行できる見通しが立っており、更なる上積みを目指すとしている。なお同社によれば、既存テナントとの厳しい交渉を進める等、開発環境を整える難易度の高い案件の仕入れでは優位性を発揮できている。

当事業では、仕入れた不動産の価値を持続的に向上させる条件を整えることに力を注ぐ。例えば既存テナントの賃料引き上げや、既存テナントを定期借家契約に切り替える等、開発用地としての条件を整える。築年数が古い物件等も事業の対象とする。一方で財務運営面について、同社は自己資本比率を50%以上で維持することを基本方針としているが（但し事業拡大期には40%以上を目安に機動的に対応する方針）、今後は状況に応じてレバレッジを掛け、その結果当第3四半期末時点で48.1%の自己資本比率が低下する可能性もあると考えられる。

なお2023年1月には、Oasis Management Company Ltd.（Oasis社）に在籍する2名が同社の取締役に着任した。Oasis社は当第3四半期に、同社の議決権の64.21%を所有する筆頭株主になった経緯がある。同社によればOasis社が筆頭株主になったことで、銀行からの借入金の調達や各事業での人材採用等の面で好影響が生じているとのことである。同社は今後Oasis社の顧客基盤や新たに取締役として着任した2名の人脈が、同社の資産価値創造事業に生かされていく展開にも期待している。

資産価値向上事業

- 売上高：3,209百万円（前年同期比13.2%減）
- 営業利益：508百万円（同46.4%減）

前年同期比減収減益となった。同社は当事業では顧客に販売した不動産を対象に、その価値を維持向上させるための賃貸管理、建物管理業務等を行っている。当第3四半期累計期間には同社が前年同期に保有していた物件がその後順調に販売されて当該物件に係る受取賃料が減少したこと等により、当事業は前年同期比減収減益となった。

当第3四半期累計期間の当事業の営業利益率は15.8%と、前年同期比9.8%ポイント低下した。同社によれば、在庫に占める開発物件（竣工してテナントが入居するまでは賃料が発生しない）のウェイトが上昇していること等が背景にある。

未来価値創造事業

- 売上高：1,609百万円（前年同期比37.6%増）
- 営業損失：1,941百万円（前年同期は営業損失1,561百万円）

前年同期比増収も、営業損失は前年同期から拡大した。同社は当事業では主に交流型宿泊施設、超高齢化社会に必須の高度医療専門施設、多発する自然災害に備えた非常用電源開発等、将来の社会的課題に対応した事業を自社事業として行っている。当第3四半期累計期間には新型コロナ禍の影響が残りつつ、前年と比べて国内の人流が回復したこともあり、宿泊事業が前年同期と比較して回復基調となった。また目黒の「Medock総合健診クリニック」では、各方面の事業会社や健康保険組合との連携を深め、受診者数を増加させた。更に株式会社レイパワーでは、顧客に販売した非常用ガスエンジン発電機が2022年夏の大雨災害時の停電に際し有効に能力を発揮した。一方で当セグメントでは、新たに開業したサウナ施設「SAUNA RESET Pint」の初期投資等もあり、営業損失が前年同期比拡大した。

当第3四半期累計期間の当事業の前年同期比増収要因としては、人々の新型コロナに対する警戒心が薄れる中で宿泊施設の収益が増加したことが大きかった。一方で「SAUNA RESET Pint」に係る初期投資の他、同社が当第3四半期累計期間中に他社へ譲渡したゴルフ場運営事業に係る費用等も影響し、当事業の営業損失は前年同期比拡大した。

他方で同社は非常用ガスエンジン発電機について、生産台数の増加に向けた取り組みを進めている。同社は今後1~2年程度を目処に、非常用ガスエンジン発電機を生産台数と販売台数を増加した上での事業体制構築を実現させたい意向である。なお当セグメントの通期計画の営業損失1,100百万円に対し、当第3四半期累計期間で営業損失は1,941百万円となっている。ゴルフ場運営事業に係る費用の影響が大きいと見られる。同社は来期以降いずれは当セグメントの営業利益を黒字化したいとし、それを見据えて当セグメントで手掛ける事業の取捨選択や、事業毎に適切な運営体制等を検討している模様である。

2023年3月期第2四半期実績

業績概要

- 売上高：18,888百万円（前年同期比5.3%減）（通期会社計画に対する進捗率23.6%）
- 営業利益：3,113百万円（同12.4%増）（同24.9%）
- 経常利益：3,188百万円（同25.4%増）（同27.5%）
- 親会社株主に帰属する四半期純利益：2,233百万円（同39.6%増）（同29.8%）

前年同期比減収も、同増益となった。主力の資産価値創造事業が全社業績と同様前年同期比減収増益であった。資産価値向上事業は前年同期比減収減益、未来価値創造事業は前年同期比増収ながらも前年同期に続き営業損失を計上した。全社売上総利益率は34.6%で前年同期比8.0%ポイント上昇、販管費率は18.1%で同5.4%ポイント上昇し、営業利益率は16.5%で同2.6%ポイント上昇した。営業外損益や特別損益で業績に大きく影響するものは発生しなかった。

通期会社計画に対する進捗率は、売上高から当期純利益に至るまで20%台となった。但し2023年3月期は元々大型物件の販売が下期に偏る計画であり、同社は当第2四半期終了時点での進捗率としては想定通りとしている。

セグメント別状況

資産価値創造事業

- 売上高：15,629百万円（前年同期比6.7%減）
- 営業利益：4,840百万円（同34.6%増）

前年同期比減収も、同増益となった。同社は当第2四半期累計期間には、利益率が高い販売価格20億円以上の複数の大型物件を含む不動産を顧客に販売した。また同社が資産価値向上を進める大型物件を複数組み合わせた100億円規模の運用資産に顧客が数千万円単位から投資できる新たな不動産投資商品の第2弾を組成し、販売を進めた。更に同社は当事業の通期売上高目標（71,000百万円）の達成に向け、販売対象の不動産に必要な改修工事、用途変更準備、テナントリーシングや営業活動を進めると共に、来期以降の売上に繋がる大型物件の仕入れにも取り組んだ。

当第2四半期累計期間における物件販売件数は14件で、ここ5年間の上半期では最高の件数となった。同社は2023年3月期通期では30物件程度を販売する計画で、そのうち概ね3分の1は販売価格が20億円以上の大型物件になる見通しとしている。また同社は物件の仕入れについては、2023年3月期に例年通り物件の売値ベースで500~600億円を仕入れたとしている。それに向けて当第2四半期累計期間における仕入活動は、複数の大型物件の仕入れを念頭に置いたものを含めて概ね順調だったと見られる。

同社は当第2四半期累計期間に、不動産小口商品の販売も進めた。同社は小口商品の第2弾として、「京都・大阪・福岡の都心三都物語」を2022年5月より販売している。当該小口商品の規模は総額約100億円、LTV50%で、同社はエクイティ部分50億円を1口50百万円として100口の販売を進めている。そのうち当第2四半期累計期間には、15口の販売が実現した。販売先はいずれも国内の投資家で、全て同社にとっての新規顧客であった模様である。

一方で同社は小口商品について、元々は2023年3月期中に第2弾と第3弾の2本を組成して販売する計画であったのに対し、第2弾の販売状況を踏まえて現時点では第3弾の当期中の組成・販売は見送る見通しになったとしている。但し小口商品の販売による成果は生まれている。同社のこれまでの個人富裕層との取引件数は、年間平均20件強であった。それに対して小口商品の販売だけで当第2四半期累計期間に15件を販売したことを踏まえ、同社は小口商品の販売は国内個人富裕層の顧客の裾野拡大に有効との思いを改めて持っている。また同社は小口商品を国内個人富裕層に販売する過程で、顧客をサポートしている税理士や銀行等との接点を強化できることも、今後の同社の事業展開に生きる可能性があるとしている。更に同社では、若手社員が小口商品の組成や販売に関わり成長機会が得られる効果も大きいとしている。

なお同社は2022年5月に中期経営計画を発表した際、資産価値創造事業の営業体制を3本部体制に移行することを決めた。具体的には、国内（超）富裕層を担当する営業第一本部、海外の（超）富裕層や法人、国内法人を担当する営業第二本部、小口商品の販売を行う営業第三本部の3本部体制である。その上で同社は2023年3月期におけるそれぞれの部門売上高の目標を、営業第一本部200億円、営業第二本部300億円、営業第三本部200億円に設定した。それに対し

て、営業第三本部は小口商品の組成・販売計画の変更による影響を受ける可能性があると思われる一方、後述する通り海外投資家との好調な取引状況を受け、営業第二本部の業績が計画を上回る水準で推移していると思われる。

当第2四半期累計期間の資産価値創造事業の営業利益率は31.0%と、前年同期比9.5%ポイント上昇した。同社によれば、付加価値の高い複数案件の販売が寄与したと言う。

同社は今後の資産価値創造事業について、最近好調な状況にある海外投資家との取引が特に重要になるとしている。同社によれば、当第2四半期累計期間における資産価値創造事業の物件販売額全体の過半は、海外富裕層や海外法人を担当する営業第二本部が実行した。同社は営業第二本部は、2023年3月期の部門売上高目標300億円+αの達成に向けて着実に進んでいるとしている。同社は重視する海外投資家との取引拡大について、オアシス社（香港をベースとする投資機関）が同社の筆頭株主になったことの効果にも期待している。オアシス社はTOBにより、2022年11月に同社の議決権の64.21%を所有する同社の筆頭株主になった。同社はそのオアシス社から海外顧客を紹介される展開に期待している。また同社は海外投資家のみならず、引続き新規先を含む国内投資家との取引拡大も重要としている。

資産価値向上事業

- 売上高：2,141百万円（前年同期比13.7%減）
- 営業利益：344百万円（同45.2%減）

前年同期比減収減益となった。同社は当事業では顧客に販売した不動産を対象に、その価値を維持向上させるための賃貸管理、建物管理業務等を行っている。当第2四半期累計期間には同社が前年同期に保有していた物件がその後順調に販売されて当該物件に係る受取賃料が減少したこと等により、当事業は前年同期比減収減益となった。

未来価値創造事業

- 売上高：1,117百万円（前年同期比58.9%増）
- 営業損失：1,672百万円（前年同期は営業損失1,149百万円）

前年同期比増収も、営業損失は前年同期から拡大した。同社は当事業では主にコミュニティホステル、超高齢化社会に必須の高度医療専門施設、多発する自然災害に備えた非常用電源開発等、将来の社会的課題に対応した事業を自社事業として行っている。当第2四半期累計期間には新型コロナ禍の影響が残りつつ、前年と比べて国内の人流が回復したこともあり、宿泊事業が前年同期と比べて回復基調となった。また目黒の「Medock総合健診クリニック」では、各方面の事業会社や健康保険組合との連携を深め、受診者の数を増加させた。更に株式会社レイパワーでは、顧客に販売した非常用ガス発電機が2022年夏の大雨災害時の停電に際して有効に能力を発揮した。一方で当セグメントでは新たに立ち上げたサウナ施設「SAUNA RESET Pint」の初期投資等もあり、営業損失は前年同期比拡大した。

当第2四半期累計期間の未来価値創造事業では、宿泊施設1件が新たに開業した。また全体的に人流が回復したことで、既存の宿泊施設の業績も上向いたと見られる。更にレイパワー社が製造する非常用ガス発電機の販売も好調であった。当該非常用ガス発電機について、既に量産体制が確立されている3キロボルトアンペアの発電機については、既に複数の利用者から好ましいフィードバックが届いている。そうした中で同社は、より引き合いが強い50キロボルトアンペアの非常用ガス発電機についても量産体制を確立しつつあるとしている。同社は非常用ガス発電機の製造・販売事業について、同社の事業の次なる柱と見込んでいる。

一方、当第2四半期累計期間の未来価値創造事業は営業損失額が前年同期比拡大した。新たに立ち上げたサウナ施設の初期投資負担や、ゴルフ場事業譲渡に係るコスト等が影響したと見られる。

2023年3月期第1四半期実績

業績概要

- 売上高：6,959百万円（前年同期比65.8%増）（通期会社計画に対する進捗率8.7%）
- 営業利益：736百万円（前年同期は営業損失67百万円）（同5.9%）
- 経常利益：841百万円（同経常損失187百万円）（同7.3%）
- 親会社株主に帰属する四半期純利益：506百万円（同四半期純損失81百万円）（同6.7%）

前年同期比増収、営業利益以下の各段階利益は黒字に転換した。主力の資産価値創造事業の前年同期比増収増益が全社業績伸長を牽引する構図であった。全社売上総利益率は27.9%で前年同期比1.4%ポイント上昇、販管費率は17.4%で同10.7%ポイント低下し、営業利益率は10.6%となった（前年同期は営業損失を計上）。業績に大きく影響する特別利益や特別損失等の計上は無かった。当第1四半期の時点で通期会社計画に対する進捗率は売上高が8.7%、営業利益が5.9%等の状況になっているが、同社によれば想定通りである。

セグメント別

資産価値創造事業

- 売上高：5,338百万円（前年同期比105.3%増）
- 営業利益：1,116百万円（同282.2%増）

前年同期比増収増益となった。同社は当事業では、顧客毎の目的に応じて個々の不動産資産の潜在価値を追求している。同社自らが不動産のオーナーとなって用途変更や大規模改修、新たなテナント誘致等を行い、顧客にとって意味のある不動産資産を創出して提供している。

当第1四半期に同社は販売価格10億円規模の中型物件を複数（10物件未満）、顧客に販売した。販売した物件の内容はオフィスビルや物流倉庫、病院、底地等多様であった模様である。同社は今期通期では25～30物件程度（そのうち20億円以上の大型物件は10物件程度）の販売を計画していると見られる。

また同社は当第1四半期に、不動産信託受益権の小口商品「RAYEX（レイエックス）」の第二弾として「京都・大阪・福岡の都心三都物語」を組成し、販売を開始した。当該商品は3物件で約100億円の規模、LTVは50%で、投資家には約50億円を販売することになる。投資家が1口50百万円からと実物不動産と比べ少額から投資できる小口商品「RAYEX」について、同社は顧客層を拡大するための戦略商品と位置付けている。既に小口商品の販売ルート構築を役割とする営業第三本部を中心に（同社は当第1四半期に営業体制の再構築を実施）、提携済みの地銀や税理士法人からの顧客紹介、商品セミナーの開催等により第二弾の販売も進んでいる模様である。同社は第二弾の完売後には、今期中に小口商品の第三弾を第二弾と同様100億円程度の規模で組成し、販売したい計画を持つと見られる。

一方で物件の仕入面について、同社は当第1四半期には成約そのものは多くなかったものの、第2四半期以降の成約を見据えて優先交渉権の獲得等を進めたとしている。同社は足元の仕入環境も踏まえ、今期通期では例年通り物件の想定販売価格ベースで500～600億円程度の仕入れを行う意向と見られる。そのうち20億円以上の大型物件が過半になる見通しであり、100億円規模の物件も含まれる可能性がある模様である。同社は引き続き、既存テナントとの退去交渉が必要である等不動産会社にとって取り扱いの難易度が高い物件の仕入れで特に強みを発揮していると見られる。また仕入れと販売両面での工夫として、例えば評判が良い医者のために開業場所としての不動産を探して用意し、賃貸借契約を締結した上で収益物件に仕立てて投資家に販売する等の工夫も行っている模様である。

当第1四半期の資産価値創造事業の営業利益率は20.9%であった。同営業利益率は前年度の第2四半期に6四半期振りに20%台を回復して以降、20%を上回る水準で推移している。同社は当事業について、最近では20%を上回る水準の営業利益率を安定的に確保できる状態になっているとしている。また今後は小口商品の販売実績が積み上がり販売の効率化が進むことで、当事業の利益率が更に改善することにも期待していると見られる。

資産価値向上事業

- 売上高：1,100百万円（前年同期比12.3%減）
- 営業利益：206百万円（同41.1%減）

前年同期比減収減益となった。同社は当事業では、顧客に販売した不動産について、その価値を維持向上させるための賃貸管理、建物管理業務等を行っている。不動産のテナント入れ替わり等を機会に、将来に向けた物件価値の向上策を提案する等、顧客毎に希望を細かく把握して長期的な資産価値向上を目指している。当第1四半期の業績は、前年同期に保有していた物件がその後順調に販売されて当該物件に係る受取賃料が減少したこと等により、前年同期比減収減益となった。

同社は当事業については引き続き能動的に業績をコントロールするというより、資産価値創造事業における物件の販売状況（販売後に物件オーナーから受託する管理事業等の状況と、同社に賃料収入をもたらす在庫物件の減少状況）、及び物件の仕入れの状況（同社に賃料収入をもたらす在庫物件の増加状況）によって結果的に業績が決まる性質のものとしている。

未来価値創造事業

- 売上高：520百万円（前年同期比51.6%増）
- 営業損失：374百万円（前年同期は営業損失557百万円）

前年同期比増収、営業損失は同縮小した。同社は当事業では、主にコミュニティホステル、超高齢化社会に必須の高度医療専門施設、多発する自然災害に備えた非常用電源開発等、将来の社会的課題に対応した事業を自社事業として行っている。当第1四半期には新型コロナ禍の影響が残りつつ、前年と比べて国内の人流が回復したこともあり、当事業の業績は前年同期比改善した。当事業で手掛けられた東京・目黒の「Medock総合健診クリニック」では、各方面の事業会社や健康保険組合との連携を深め、受診者の数を増加させている。また2021年7月にオープンした宿泊施設江田

島荘のオペレーション改善にも取り組んだ他、株式会社レイパワーにおいて非常用ガスエンジン発電機の販売を開始した。

当事業の業績が前年同期比改善した要因として、宿泊施設事業の業績改善の寄与が大きかったと見られる。なお同社は当第1四半期終了後の7月に、当セグメントに含まれていたゴルフ場の運営事業等を営む株式会社アセット・ホールディングスについて、同社が保有していた全株式及び全貸付債権の売却を決めた。それにも表れている様に、同社は未来価値創造事業で手掛けている各種事業について、一旦は先行きを見極めた上で取捨選択の判断も必要なタイミングになっているとしている。一方で同社は非常用ガスエンジン発電機の製造・販売を手掛けるレイパワー社のビジネスについて、既に自治体等からの引き合いが強いことや今後の需要見通しを踏まえた上で、非常に有望なものと位置付けている。引き合いが強い一方でまだ量産化の体制を構築できておらず、その実現に向け取り組みを進めている。

2022年3月期通期実績

業績概要

- 売上高：68,402百万円（前期比112.3%増）
- 営業利益：11,363百万円（同591.6%増）
- 経常利益：10,445百万円（同673.1%増）
- 親会社株主に帰属する当期純利益：6,630百万円（同900.0%増）

主力の資産価値創造事業の売上高が61,893百万円、セグメント利益が12,955百万円と、それぞれ前期比133.4%増、同311.0%増となった。それが全社業績の前期比伸長を牽引した。売上総利益率は24.0%で同4.7ポイント上昇、販管費率は7.4%で同6.8ポイント低下し、営業利益率は16.6%と同11.5ポイント上昇した。営業外損益、特別損益で業績に大きく影響するイレギュラーなものは計上されなかった。

セグメント別状況

資産価値創造事業

- 売上高：61,893百万円（前期比133.4%増）
- セグメント利益：12,955百万円（同311.0%増）

同社は当事業では、顧客毎の目的に応じて個々の不動産資産の潜在価値を追求している。同社自らがオーナーとなって用途変更や大規模改修、新たなテナント誘致等を行い、顧客にとって意味のある不動産資産を創出して提供している。同社は新型コロナウイルス感染症拡大によって様々な事業活動の制約を受けたことは、不動産に内在する本質的な価値を見直す契機になったとしている。その上で、同社が最も重視すべきことは社会、経済、環境の全てが共生し、継続的な発展に繋がる価値の本質を考え抜き、それを実現させることにありと再定義し、当事業に取り組んだ。

その結果として、当期には販売価格20億円以上の大型物件として銀座の大型商業ビル、白金長者丸レジデンス、池尻大橋オフィスビル、目黒駅近隣のMedock総合健診クリニックビル、川越の物流倉庫、表参道の商業ビル、川崎の一棟レジデンス等を販売した。加えて特徴ある地方案件として、京都三条の複合ビル、神戸の築110年の歴史建築案件、日立市の宿泊施設等を顧客に提供した。更に同社が資産価値向上を進める大型案件を複数組み合わせた100億円規模の運用資産に数千万円単位から投資できる新たな不動産投資商品の第一陣を組成し、2021年12月より販売を開始、当期末までに完売した。

同社の2022年3月期における販売物件総数は29件、うち販売価格が20億円以上の大型物件の販売件数は13件と、それぞれ期初計画の25件、10件を上回った。また当期には、販売価格100億円以上の物件の販売も1件実現した。同社は従来からの主力顧客である国内個人富裕層を軸としつつ、昨今は日本の不動産に対して前向きな投資姿勢を持つ海外投資家等との関係構築も進めており、この顧客基盤の拡充を背景に、2022年3月期は大型物件を含む物件販売が当初計画以上に順調に進んだ。また当期には同社が戦略商品と位置付けている不動産小口商品の第一弾組成、期中完売も実現した。同社は既に第二弾以降の組成計画も進めている。同社が個人富裕層向けに構築してきた価値向上力が組み込まれた小口商品の販売により、特に国内個人富裕層の新たな顧客層との取引機会を拡大することを企図している。

物件の販売のみならず、仕入れも順調である。詳しくは後述するが、同社は2022年3月期決算と同時に発表した新たな中期経営計画の中で、計画対象年度の2023年3月期～2025年3月期における資産価値創造事業の売上高を累計2,400億円と見込んでいる。それに対して、既に1,500億円分の在庫を確保することができている。同社はこれまで同様の経験やノウハウを生かす形で、権利関係が複雑化している物件、用途制限等制度上の制約が大きい物件、築年数が古く担保評価が難しい物件等、他社との仕入れ競争が生じにくい物件を仕入れの対象としている。将来的な物件価値の向上や商品化の可能性等を見極めた上で、手掛ける難易度が高いと目される物件を仕入れの対象とすることができる同社の強みが発揮されていると見える。

資産価値向上事業

- 売上高：4,964百万円（前期比10.8%増）
- セグメント利益：1,104百万円（同7.0%増）

同社は当事業では、顧客に提供した不動産についてその価値を維持向上させるための賃貸管理、建物管理業務等を行っている。テナントの入れ替わり等を機会に、将来に向けた物件価値の向上策を提案する等、顧客の保有目的に沿って、長期的な資産価値向上を実現する。

当事業の業績は、同社が資産価値創造事業において仕入れた物件の保有期間中に生じる賃料収入、物件販売先のオーナーから受託したプロパティマネジメントに係るフィー、その他各種取引フィー等によって決まる。当期は資産価値創造事業で順調に物件の仕入れが進んだこと等から、当事業は前期比増収増益となった。

未来価値創造事業

- 売上高：1,544百万円（前期比27.1%増）
- セグメント損失：2,059百万円（前期はセグメント損失1,971百万円）

同社は当事業では、主にコミュニティホステル、超高齢化社会に必須の高度医療専門施設、多発する自然災害に備えた非常用電源開発等、将来の社会課題に対応した事業を自社事業として行っている。これらの事業運営を通して獲得した経験や知見は、将来の資産価値創造事業、資産価値向上事業における構想と提案に生かされるとしている。高度専門医療の支援事業の一環として「medock総合健診クリニック」を目黒に開設し既に多くの受診者に利用される等、各方面の事業会社との連携が始まっている。

一方、当期は株式会社アセット・ホールディングス（ゴルフ場運営）、株式会社WeBase（宿泊施設運営）が再度の緊急事態宣言やまん延防止措置による外出自粛、移動制限等の影響を引き続き強く受けた。それでも同社は感染拡大の防止策を講じつつ事業活動を無事故で継続し、設備の抜本的な改修等を進めながら業績の改善に取り組んだ。損益面では、新たな宿泊施設「江田島荘」の立ち上げに伴う初期投資等が費用負担増に繋がった。

当期も特に宿泊施設やゴルフ場の運営事業において新型コロナ禍の影響が残った。それでも当期は前期比増収となったが、宿泊施設やゴルフ場では競争力向上のための投資が発生したと見られる。またガスエンジン発電機の製造事業では、安定的な量産体制の構築に向けた投資等が発生した模様である。そうした中、当期はセグメント損失が前期比拡大する結果となった。

2022年3月期第3四半期累計期間実績

業績概要

- 売上高：45,811百万円（前年同期比165.2%増）
- 営業利益：8,231百万円（同657.9%増）
- 経常利益：7,888百万円（同881.1%増）
- 親会社株主に帰属する四半期純利益：5,033百万円（同786.1%増）

主力の資産価値創造事業の売上高が40,946百万円、セグメント利益が9,313百万円と、それぞれ前年同期比214.2%増、481.8%増となった。それが全社業績の前年同期比伸長を牽引した。全社売上総利益率は26.2%で同1.1ポイント上昇、販管費率は8.2%で同10.5ポイント低下し、営業利益率は18.0%と同11.7ポイント上昇した。営業外損益、特別損益で業績に大きく影響するものは計上されなかった。通期会社計画に対する進捗率は売上高が69.4%、営業利益が79.1%、経常利益が80.5%、親会社株主に帰属する当期純利益が79.9%となった。

セグメント別状況

資産価値創造事業

- 売上高：40,946百万円（前年同期比214.2%増）
- セグメント利益：9,313百万円（同481.8%増）

前年同期比大幅な増収増益となった。同社は当事業においては、未来の社会を構想し、そこに必要とされる不動産を生み出すという視点で潜在力のある不動産を自ら買い取り、用途変更や大規模改修、新たなテナント誘致等を行っている。物件を取り巻く地域社会の特徴や文化・教育活動、環境保全等も考慮し、顧客にとって意味のある不動産資産を創出し提供している。

当第3四半期累計期間には販売価格2,000百万円以上の大型物件として、銀座の大型商業ビル、白金長者丸レジデンス、池尻大橋オフィスビル、目黒駅近隣のmedock総合健診クリニックビルを販売した。加えて、特徴のある地方都市案件として京都三条の複合ビル、神戸の築110年の歴史建築案件等、合計19件の物件を販売した。

同社は当事業において、2022年3月期に25件（うち2,000百万円以上の大型物件が10件）の物件販売を計画している。そのうち19件が第3四半期までに完了したことになる。新型コロナ禍の影響軽減等も背景に、個人、法人とも同社が扱う物件への購入需要は強いと見られ、物件の販売価格は同社の想定並みかそれ以上、一方で販売に係るコストは同社の想定並みかそれ以下となる傾向がある模様である。その結果、同社は物件の販売に伴う利益を想定以上に確保できていると見られる。

また、同社は大型物件を複数組み合わせる顧客が100~200百万円単位から投資できる新たな不動産投資商品の第一号を組成し、2021年末より販売を開始した。計画通り2022年3月期中の完売に向け、個人、法人の両方を対象に販売は順調に進んでいると見られる。なおこの不動産投資商品について、同社には商品の組成段階で売上高が計上される訳ではなく、商品の販売に応じて売上高が計上されることになる（例えば同社が物件を証券化（ピークルに売却）するに伴い同社に売上高が計上される仕組みでは無い）。同社はこの商品を原動力として、今後更に顧客層の裾野拡大を加速させる方針である。

物件の販売のみならず、不動産投資商品の第二号以降の組成も視野に物件の仕入れも順調と見える。同社は他社との取得競争が相対的に緩やかな何らかの課題を抱えた不動産を仕入れるスタイルを変えていない。直近では特に中規模な物流施設等の仕入れを実現していると見られる。なお同社のたな卸資産残高（販売用不動産と仕掛販売用不動産の合計）は61,725百万円（前年同期比12.4%減）となった。

資産価値向上事業

- 売上高：3,696百万円（前年同期比10.3%増）
- セグメント利益：948百万円（同20.8%増）

前年同期比増収増益となった。同社は当事業では、顧客に販売した不動産の価値を維持向上させるための賃貸管理、建物管理業務等を行っている。テナントの入れ替わり等を機会に将来に向けた物件価値の向上策を提案する等、顧客の希望を細かく汲んだ上で長期的な資産価値向上を目指している。

物件の販売進展に伴い同社から物件を購入したオーナーの数が増え、それにより各種受託事業の収益が増加する構図と見られる。また当事業では、同社が資産価値創造事業で仕入れた物件の販売までの一時保有期間中の賃料収入も売上高として計上されている。仕入物件の保有状況によっても、当事業の売上高やセグメント利益の水準は変動する（当第3四半期累計期間は一時保有物件の賃料収入が前年同期比大きめに計上されたとも考えられる）。

未来価値創造事業

- 売上高：1,169百万円（前年同期比30.9%増）
- セグメント損失：1,561百万円（前年同期はセグメント損失1,210百万円）

前年同期比増収も、前年同期同様セグメント損失計上となった。

同社は当事業では、主にコミュニティホステル、超高齢化社会に必須の高度医療専門施設、多発する自然災害に備えた非常用電源開発等、将来の社会課題に対応した事業を自社事業として行っている。同社はこれらの事業運営を通して獲得した経験や知見は、将来の資産価値創造事業、資産価値向上事業における構想と提案に生かされると考えている。既に高度専門医療の支援事業の一環としてmedock総合健診クリニックを目黒に開設し、多くの受診者に利用される等、各方面の事業会社との連携が進んでいる。

一方で当第3四半期累計期間は株式会社アセット・ホールディングス、株式会社WeBaseが再度の緊急事態宣言やまん延防止措置による人々の外出自粛、移動制限等の影響を引き続き強く受けた。それでも同社は感染拡大の防止策を講じつつ事業活動を無事故で継続し、設備の抜本的な改修等を進めながら業績の改善に取り組んだ。損益としては、新たな宿泊施設「江田島荘」の立ち上げに伴う初期投資もあり、前年同期と同様セグメント損失計上となった。

展開している業態的に新型コロナ禍の影響を強く受けている面がある当事業であるが、同社は自らが施設運営オペレーションの役割を担う対応も行いつつ、より長期的な視点で当事業に取り組んでいる。

その他の情報

沿革

年月	概要
1992年5月	収益不動産による資産運用及び資産形成コンサルティングを目的として、株式会社レーサムリサーチを設立
2000年9月	証券化を条件とした国有不動産の入札が初めて実施され、同社が落札。日本で初めてとなる国有財産（不動産）証券化
2001年4月	日本証券業協会に店頭売買有価証券として登録
2004年12月	日本証券業協会への店頭登録を取消し、ジャスダック証券取引所に株式を上場
2007年9月	第二種金融商品取引業および投資助言・代理業に登録
2008年1月	商号を株式会社レーサムリサーチから株式会社レーサムへ変更
2013年7月	東京証券取引所と大阪証券取引所の統合に伴い、「東京証券取引所JASDAQ（スタンダード）」に上場
2016年8月	コミュニティホステル「WeBase 鎌倉」開業
2016年9月	高度医療事業開始、不整脈治療専門「東京ハートリズムクリニック」開業
2017年9月	ENEKO Tokyoを誘致したTOKI-ON西麻布を商品化
2018年1月	株式会社LIBERTE JAPONを設立
2018年3月	パティスリーブーランジェリー「リベルテ」を吉祥寺にて開業
2018年6月	代表取締役社長に小町剛が就任
2018年8月	サービング事業を廃止
2019年3月	築91年の京都市登録有形文化財1928ビルを商品化
2020年12月	広島志和IC近隣で新築の物流倉庫を商品化
2021年3月	神宮前で省エネ（ZEB Ready）型グリーンオフィス建設を開始
2021年5月	総合健診クリニックmedockを東京目黒で開業
2021年7月	地域創生案件として広島県瀬戸内海「江田島荘」開業
2021年12月	不動産信託受益権小口商品第一弾を販売開始
2022年7月	ゴルフ場を運営するアセット・ホールディングスの株式・債権を譲渡し、成長分野に経営資源を集中
2022年7月	長崎県福江島「カラリト五島列島」開業
2022年11月	オアシス社によるTOB成立
2023年1月	神宮前2丁目エネルギー消費削減のグリーンオフィス竣工、レーサム取扱の新築案件で最大級（延床面積約2,400坪）

出所：会社資料よりSR社作成

- ▶ 同社は不良債権処理に係る様々な問題の解決を経験し、不動産の権利変換の知見を獲得して中古不動産を個人富裕層等へ販売するビジネスを確立させた。また物件の販売後も顧客との関係を長期間継続する「育成型不動産投資」のビジネスモデルを採用している点も、同社の特徴である。
- ▶ 現在の同社は、将来的な需要増加が見込まれる分野を中心に同社自らが不動産を使った事業を行い、当該不動産を商品化することも行っている。例としては、生活文化交流型の宿泊施設、高度医療提供クリニック、地元密着型のパティスリーブーランジェリー、都会人の心身活性化を目指す江田島荘等がある。

主な子会社

会社名	同社の議決権所有割合	事業内容	事業セグメント
株式会社WeBase	100%	宿泊施設の運営	未来価値創造事業
株式会社LIBERTE JAPON	100%	パンの製造、販売	未来価値創造事業
株式会社ベストメディカル	100%	病院や診療所の開業支援、運営支援等	未来価値創造事業
株式会社レイパワー	100%	ガスエンジン発電機の製造、販売	未来価値創造事業

出所：会社資料よりSR社作成

トップマネジメント

代表取締役社長：小町 剛氏（1972年4月28日生）

- 1996年4月 株式会社三和銀行（現株式会社三菱東京UFJ銀行）入行
- 2005年3月 同社入社
- 2006年7月 同社社長室長
- 2007年11月 同社常務取締役経営企画ユニット長兼社長室長
- 2009年3月 同社常務取締役管理本部長
- 2011年9月 同社常務取締役戦略投資本部長
- 2017年4月 同社常務取締役社長室長
- 2018年6月 代表取締役社長（現任）

代表取締役副社長：飯塚 達也氏（1959年3月15日生）

- 2006年3月 同社入社
- 2007年11月 同社常務取締役

レーサム 8890

- 2008年1月 同社常務取締役事業企画ユニット長
- 2009年3月 同社常務取締役資産運用事業本部長
- 2014年4月 同社専務取締役
- 2017年5月 同社取締役副社長
- 2017年9月 株式会社レイパワー取締役（現任）、
- 2018年1月 株式会社LIBERTE JAPON代表取締役（現任）
- 2018年5月 株式会社ベストメディカル代表取締役（現任）
- 2018年6月 同社代表取締役副社長（現任）
- 2019年3月 株式会社WeBase代表取締役（現任）

コーポレート・ガバナンス

コーポレート・ガバナンス関連情報

組織形態・資本構成	
組織形態	監査等委員会設置会社
支配株主（親会社を除く）の有無	無
取締役・監査役関係	
定款上の取締役員数	15名
取締役人数	10名
定款上の取締役任期	1年
取締役会議長	社長
社外取締役人数	3名
社外取締役のうち独立役員に指定されている人数	2名
定款上の監査等委員の人数	5名
監査等委員の人数	4名
社外監査等委員の人数	3名
社外監査等委員のうち独立役員に指名されている人数	2名
その他	
議決権電子行使プラットフォームへの参加	無
招集通知（要約）の英文での提供	無
取締役へのインセンティブ付与に関する施策の実施状況	ストックオプション制度の導入、その他
ストックオプションの付与対象者	その他
個別の取締役報酬の開示状況	個別報酬の開示はしていない
報酬の額またはその算定方法の決定方針の有無	有
買収防衛策の導入の有無	無

出所：会社資料よりSR社作成

配当方針

同社は配当性向20%以上を原則としつつ、事業の展開状況等を考慮しながら配当方針を決定している。

配当実績

連結	2018年 3月期	2019年 3月期	2020年 3月期	2021年 3月期	2022年 3月期	2023年 3月期
親会社株主に帰属する当期純利益（百万円）	9,234	7,894	7,939	663	6,630	8,376
配当総額（百万円）	1,825	1,730	1,709	146	1,354	1,572
EPS（円）	200.60	188.09	207.89	18.12	180.97	269.72
DPS（円）	40.00	45.00	45.00	4.00	37.00	55.00
配当性向（%）	19.9	23.9	21.7	22.1	20.5	20.4

出所：会社資料よりSR社作成

大株主

2022年11月末時点

大株主上位10名	所有株式数 (株)	所有株式数の割合
RAY'S COMPANY (HONG KONG) LIMITED	18,364,300	63.14%
Power One株式会社	3,541,700	12.17%
MSCO CUSTOMER SECURITIES	253,200	0.87%
STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505103	245,286	0.84%
MORGAN STANLEY & CO.LLC	209,599	0.72%
MSIP CLIENT SECURITIES	130,512	0.44%
JPモルガン証券株式会社	120,241	0.41%
飯塚 達也	108,300	0.37%
田中 美志樹	107,000	0.36%
THE BANK OF NEW YORK MELLON 140042	104,962	0.36%
上記合計	23,185,100	79.7%

出所：会社資料よりSR社作成

従業員数

期末従業員数 (人)	18年3月期	19年3月期	20年3月期	21年3月期	22年3月期
	連結	連結	連結	連結	連結
連結合計	193	203	208	220	222
資産価値創造事業	74	68	67	72	65
資産価値向上事業	25	20	21	22	17
サービス事業	20	-	-	-	-
未来価値創造事業	59	96	100	109	121
全社 (共通)	15	19	20	17	19
単体	117	109	113	116	107
平均年齢 (歳)	41.6	42.3	44.8	44.2	45.4
平均勤続年数 (年)	4.9	5.7	6.2	6.6	7.0
平均年間給与 (千円)	7,863	8,824	8,998	8,917	9,543

出所：会社資料よりSR社作成

企業概要

企業正式名称

株式会社レーサム

代表電話番号

03 (5157) 8881

設立年月日

1992年5月1日

IRコンタクト

広報部

本社所在地

東京都千代田区霞が関三丁目2番1号

上場市場

東証スタンダード

上場年月日

2001年4月5日

決算月

3月

株式会社シェアードリサーチについて

株式会社シェアードリサーチは今までにない画期的な形で日本企業の基本データや分析レポートのプラットフォーム提供を目指しています。さらに、徹底した分析のもとに顧客企業のレポートを掲載し随時更新しています。

連絡先

企業正式名称

株式会社シェアードリサーチ / Shared Research Inc.

TEL

+81 (0)3 5834-8787

住所

東京都千代田区神田猿樂町2丁目6-10

Email

info@sharedresearch.jp

HP

<https://sharedresearch.jp>

ディスクレーム

本レポートは、情報提供のみを目的としております。投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。SR Inc.は、本レポートに記載されたデータの信憑性や解釈については、明示された場合と黙示の場合の両方につき、一切の保証を行わないものとします。SR Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。本レポートの著作権、ならびに本レポートとその他Shared Researchレポートの派生品の作成および利用についての権利は、SR Inc.に帰属します。本レポートは、個人目的の使用においては複製および修正が許されていますが、配布・転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。SR Inc.の役員および従業員は、SR Inc.の調査レポートで対象としている企業の発行する有価証券に関して何らかの取引を行っており、または将来行う可能性があります。そのため、SR Inc.の役員および従業員は、該当企業に対し、本レポートの客観性に影響を与える利害を有する可能性があることにご留意ください。

金融商品取引法に基づく表示：本レポートの対象となる企業への投資または同企業が発行する有価証券への投資についての判断につながる意見が本レポートに含まれている場合、その意見は、同企業からSR Inc.への対価の支払と引き換えに盛り込まれたものであるか、同企業とSR Inc.の間に存在する当該対価の受け取りについての約束に基づいたものです。