

# アナリストレポート 企業ファンダメンタルズ調査

2018年9月

## 株式会社 AMBITION 東京証券取引所マザーズ市場上場(証券コード:3300)

### 概要

株式会社 AMBITION（以下「AMBITION」という）はプロパティマネジメント事業（サブリース事業を含む）、賃貸仲介事業、及びインベスト事業（主として若年層の単身者・DINKS 向けマンションの取得・開発）を行う不動産会社である。東京都心の一等地に立地する物件を主体とし、高級賃貸マンション部門で高いブランド認知度を確立している。

各事業部門のシナジー効果を発揮して目覚ましい成長を遂げただけでなく、市場地位の向上と新たな M&A をバネに成長の勢いを加速させている。直近では不動産デベロッパーのヴェリタス・インベストメントを買収して事業範囲を広げ、収益拡大につなげている。

同社は IT 技術を駆使し不動産事業の市場リーダーを目指しており、独自の成長戦略の下で良好なマネジメントが行われていると考えられる。新規上場後4年が経過し、AMBITION は新たな成長ステージに入り、日本の不動産市場で主要プレイヤーの地位を獲得してさらなる拡大を図っていくと考える。

### 会社情報

AMBITION は起業家の清水剛氏（現・代表取締役）によって 2007 年に設立され、当初はプロパティマネジメント事業と賃貸仲介事業を主軸としていたが、2012 年にマンションの改修と再販を主体とするインベスト事業を開始した。賃貸仲介事業の強味を生かし、プロパティマネジメントとサブリース事業で市場地位を確立している。個人投資家と企業顧客（主にデベロッパー）の双方を顧客対象としている。

同社は 2017 年 10 月、高級マンション（シングルルーム／ダブルルーム）のデベロッパーである株式会社ヴェリタス・インベストメントを買収して事業範囲を拡大し、総合不動産デベロッパーとして歩み始めた。また、ヴェリタスの買収によって AMBITION の業績も大幅に向上した。

2015 年にはベトナムのホーチミン市に IT 関連技術及びデータ処理技術の開発を行う事業所を開設した。

同社は 2014 年 9 月に東京証券取引所マザーズ市場に上場した。2018 年 8 月 2 日現在、時価総額は 100 億円、株価は 1,528 円。同社は東証 1 部への指定替え要件をすでに満たしているものと考えられる。



小関 広洋

ファイナンシャ  
ルリサーチ＆コ  
ンサルティング

## 経営陣

239名の社員を率いる清水剛代表取締役(47歳)は不動産業界で20年に及ぶ広範な経験を有している。取締役会は清水氏ほか3名の取締役及び4名の独立監査役で構成される。

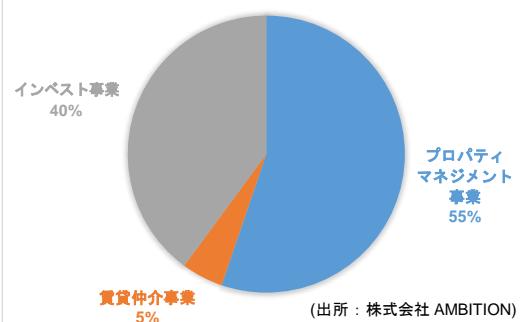
## 株主

筆頭株主は清水氏(個人所有の資産運用会社含む)で、持株比率は50.08%。次いで株式会社エボラブルアジア(証券コード:6191)が9.91%を保有しているが、純粋に投資目的と考えられる。他は少数株主で、それぞれ5%未満にとどまっている。

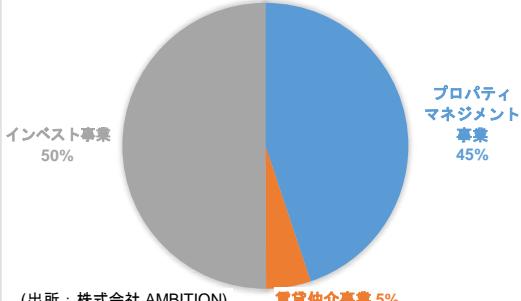
## 事業内容

AMBITIONの事業は1)プロパティマネジメント事業、2)賃貸仲介事業、及び3)インベスト事業(賃貸マンション投資・開発)の3本柱で構成される。主力は若年層(20代~30代)の単身者・DINKS向けマンションで、これに投資する顧客は30代~40代のビジネスマンを中心くなっている。

セグメント別売上高  
(2018年6月期)



セグメント別営業利益  
(2018年6月期)



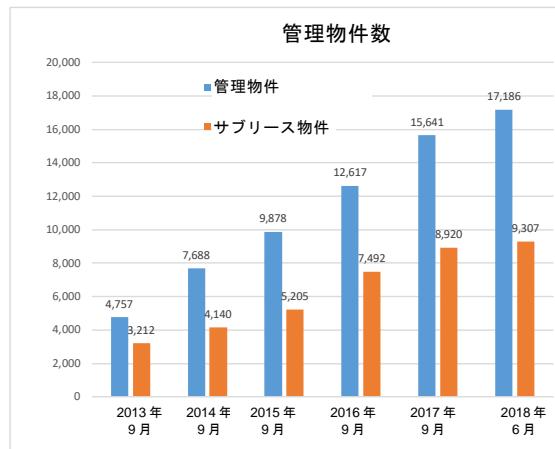
従来はプロパティマネジメント事業が売上高でも営業利益でも飛び抜けて高い比率を占めて

いたが、2018年6月期にはヴェリタスが大きく寄与し、インベスト事業が大幅な増収増益を達成した。

## プロパティマネジメント事業

プロパティマネジメント事業は本質的に安定的で低リスクであり、AMBITIONの中核事業となっている。同社が手掛ける物件数は急増している。また、強力な賃貸仲介機能により高い稼働率(2018年6月末時点で前年度末比4.9ポイント増の97.0%)を維持していることから、サブリース市場でも確固たる地位を築いている。多くの企業顧客(不動産デベロッパー)のサブリース需要に対応してBtoB事業で強みを發揮している。2014年の新規上場によってブランド知名度が向上したのを受け、管理物件数及びサブリース戸数はこの3年間で倍増に近い伸びを見せた。管理物件の約92%及びサブリース物件の85%は東京に所在している。

プロパティマネジメント事業は、コンパクトタイプのマンションが景気後退期にもそれほど影響を受けず、景気サイクルにも左右されにくく、今後とも稼ぎ頭として同社の成長を支えていくものと思われる。



## 賃貸仲介事業

賃貸仲介事業は売上高と利益に占める割合こそ比較的小さい(営業利益の約5%)ものの、プロパティマネジメント事業とのシナジーを生み出している。つまり、賃貸仲介事業の貢献により、特にマンションのサブリースにおいて高い稼働率の維持が可能になっているのである。



### インベスト事業

従来、AMBITION の投資事業は築古マンションを取得し改修(リノベーション)により付加価値を高めて再販することを主体としてきた。同社には自前の内装部門があるため、リノベーション案件で高い利益率を確保できる。

AMBITION はヴェリタスの買収によって総合不動産デベロッパーへと事業内容を拡大した。ヴェリタスは高い利益を生み出す企業で、買収後の初年度から AMBITION の決算に大きく貢献した(2018 年6月期は売上高 5,053 百万円、営業利益 227 百万円)。ヴェリタスが開発するマンションタイプは AMBITION が優位に立つ市場分野と合致しており、そのため更なるシナジーが生み出されるものと考えられる。



### 市場構造と競合他社

日本の不動産市場は非常に細分化されている。AMBITION は上場不動産企業の中では中規模の部類だが、特定の市場セグメントで強いブランド認知度を誇っている。また、同社

はプロパティマネジメント事業、賃貸仲介事業及びインベスト事業(高級マンション(シングルルーム、ダブルルーム)の開発)という比較的分散した事業構造を採用している。最も競合度が高い企業としては株式会社プロパティーエージェント(証券コード:3464)と株式会社グッドコムアセット(証券コード:3475)が挙げられる。両社はいずれも急成長しているが、30代~40代の比較的若いビジネスマンを主な対象とする AMBITION とは顧客(投資家)層が異なっている。

### 成長戦略

AMBITION は既存事業の力強い成長の勢いを保つとともに、事業範囲の拡大(ファミリータイプマンションへの進出等)を図る一方、投資のリスクテーキングには慎重な姿勢を崩さない方針だ。同社は居住者の幅広いニーズに対応したサービスを提供する「不動産 SPA」の実現を目指しており、短期の損害保険商品などすでにさまざまな周辺サービスを投入している。

AMBITION は顧客層の拡大に向けて、外国人労働者からの需要の高まりを取り込む機会を探っているほか、社宅など BtoB 事業の拡大も見据えている。また「民泊」用宿泊施設も投入したが、これまでのところ民泊事業の規模は限定的である。

中長期的には、IT 技術を不動産に応用し新たなビジネスモデルの確立を目指している。同社は最近、RPA テクノロジーズ株式会社(ロボットによる業務自動化)、株式会社アクセルラボ(IoT によるスマートホーム機器)、株式会社ナビック(Wi-Fi ベースのセキュリティサービス)など IT 専門企業数社と業務提携契約を締結し、これらの先端的分野で先頭に立とうとしている。その目標は、不動産の運用を通じて IT で結ばれたコミュニティを創出し、ビッグデータを活用して関連業界に価値を提供することにある。

## 財務状態

以前には AMBITION のバランスシートは、コア事業である賃貸仲介事業の性質上、比較的単純な構成となっていた。だが 2017 年 10 月にヴェリタスを買収した後、AMBITION の財務構造は 2018 年 6 月期に大幅に変化した。これはヴェリタスの負債が比較的大きかったためだが、同時に、ヴェリタスは AMBITION の連結損益計算書及び利益率に大きく貢献している。

事業セグメント別売上高及び営業利益(2017年6月期)

	売上高	営業利益(比率)		営業利益率
プロパティマネジメント事業	9,686	321	39.5%	3.3%
賃貸仲介事業	995	79	9.7%	7.9%
インベスト事業	4,091	413	50.8%	10.1%
小計	14,772	813	100.0%	5.5%
調整／販売管理費	-193	-522		
合計	14,579	291		2.0%

(出所: 株式会社 AMBITION のデータ)

事業セグメント別売上高及び営業利益(2018年6月期)

	売上高	営業利益(比率)		営業利益率
プロパティマネジメント事業	13,325	1,024	44.9%	7.7%
賃貸仲介事業	1,173	115	5.0%	9.8%
インベスト事業	9,628	1,143	50.1%	11.9%
小計	24,126	2,282	100.0%	9.5%
調整／販売管理費	-848	-1,140		
合計	23,278	1,142		4.9%

(出所: 株式会社 AMBITION のデータ)

**損益計算書:** 2018 年 6 月期の売上高は前年同期比 59.7% 増の 23,278 百万円を計上し、全事業セグメントで大幅な伸長を達成した。セグメント別の売上高では、プロパティマネジメント事業が 37.6% 増、賃貸仲介事業が 17.9%、インベスト事業が 135.3% 増となっている。インベスト事業の急増は、8,060 百万円の売上高をもたらしたヴェリタスによるところが大きい。2018 年 6 月期の連結営業利益は前年同期の 3.8 倍となった。セグメント別ではプロパティマネジメント事業が 3.2 倍、賃貸仲介事業が 45% 増、インベスト事業が 2.8 倍である。プロパティマネジメント事業と賃貸仲介事業の大幅な増加はスケールメリットによるもので、そのことは営業利益率の劇的な改善(プロパティマネジメント事業では 3.3% から 7.7% に上昇)に現れ て い る。AMBITION は 20% 超の配当性向の維持を目

指しており、2018 年 6 月期の一株当たり配当金を前年度比 5 円増の 16.5 円と予想している。

**バランスシート(貸借対照表):** ヴェリタスの買収により、2018 年 6 月期のバランスシートの構造は大きく変化した。総資産は前年度末から 3.7 倍増え、増加分の 64% が不動産の在庫によるものだ。不動産在庫(6,775 百万円)の大半は長期借入金(6,518 百万円)を充当している。AMBITION のキャッシュポジション(現金及び預金)は比較的大きく(2018 年 6 月末現在 3,835 百万円、総資産の 26%)、短期借入金(1 年内返済予定の長期借入金及び 1 年内償還予定の社債含む)3,713 百万円に対応している。ヴェリタスの連結子会社化に伴い、AMBITION の今年度末の自己資本比率は前年度末の 32.1% から 13.0% に低下した。そのため 2018 年 6 月期の ROE(自己資本利益率)は 32.1% と高い数値となった。同社は内部留保が大きいことから、今後同社のエクイティベース(自己資金)は拡大していくものと思われるが、バランスシートの拡大に合わせ、将来的に何らかの形のエクイティファイナンスが必要になるかもしれない。

**キャッシュ・フロー計算書:** 過去 2 年間、AMBITION の営業活動によるキャッシュ・フローは、収益性が改善し在庫回転率が比較的速度いことから高水準を保ってきた。同社は大手邦銀と良好な関係にあり、積極的な投資活動の資金は銀行融資に拠っている。現在の金利環境下で、今後も十分な流動性を維持すると考えられるが、将来の成長を考えると、いずれエクイティベースの増強が必要になると思われる。

## 見通しと評価

AMBITION は 2019 年 6 月期の業績について売上高 20.7% 増、純利益 6.1% 増と予想しているが、これは保守的な見通しと思われる。営業利益率が上昇しているため、収益性は一層向上するものと考えられる。インベスト事業ではさらなるアップサイドを見込めるのではないか。

中期的には、同社は売上高 1,000 億円(2018 年 6 月期の 4 倍)、営業利益 100 億円(同 9 倍)の達成を目指している。過去 5 年間の成長動向に照らして考えると、この目標は十分に達成

可能と思われる。ブランド認知度の向上と顧客層の拡大を背景に、成長の勢いは加速するにちがいない。またスケールメリットにより事業範囲を拡大してさらなるシナジーを創出することができるだろう。日本の不動産市場(特に東京都心のコンパクトタイプマンション)は、総人口が減少傾向にあるにもかかわらず、当面は良好な環境が続くと予想される。AMBITION は将来を見据えたビジネスモデルに基づき、この市場で勝ち抜いていくための体制が整っていると考えられる。

売上高が毎年 30% 増で利益率が徐々に向上する(営業利益率が 4.9% から 6.0% に上昇)という控えめな予想に基づくと、3 年後には AMBITION の売上高は 500 億円、純利益は 20 億円に達することになる。同社の株価については、中期的ターゲット価格として、希薄化なしの前提で 5,600 円、PER(株価収益率)20 倍と想定される。

#### 業績予想

	2018年 6月期	2019年 6月期	2019年 6月期 (予想)*	2020年 6月期 (予想)*	2021年 6月期 (予想)*
売上高	23,278	28,085	30,000	40,000	50,000
営業利益	1,142	1,300	1,500	2,200	3,000
経常利益	1,017	1,088	1,380	2,000	2,750
純利益	611	648	960	1,400	1,925

#### 利益率

営業利益	4.9%	5.0%	5.5%	6.0%
経常利益	4.4%	4.6%	5.0%	5.5%
純利益	2.6%	3.2%	3.5%	3.9%

\* アナリスト予想はあくまでシミュレーションのための値

#### 内在株価表

純利益	600	648	960	1,400	1,925	2,500	3,000
発行済み株式数	6,804,400						
一株あたり利益	88	95	141	206	283	367	441
株価収益率							
15	1,323	1,428	2,116	3,086	4,244	5,511	6,613
20	1,764	1,905	2,822	4,115	5,658	7,348	8,818
25	2,204	2,381	3,527	5,144	7,073	9,185	11,022
30	2,645	2,857	4,233	6,172	8,487	11,022	13,227
35	3,086	3,333	4,938	7,201	9,902	12,859	15,431

現在の水準

中期的な内在価値

## 財務データ

## 損益計算書

	(単位:百万円)						
	2013年6月期	2014年6月期	2015年6月期	2016年6月期	2017年6月期	2018年6月期	2019年6月期
売上高	3,932	5,288	6,954	9,842	14,579	23,278	28,085
粗利益	974	1,179	1,360	1,917	2,382	4,645	
販売管理費	933	996	1,175	1,717	2,091	3,503	
営業利益	41	183	185	199	291	1,142	1,300
支払金利	3	5	8	19	24	103	
経常利益	51	185	176	196	269	1,017	1,088
特別損益	0	2	5	-7	-16	0	
税引前利益	51	187	181	189	253	1,017	
租税公課	-6	76	70	80	115	408	
純損益	57	111	111	109	138	611	648

(出所: 株式会社 AMBITION のデータ)

## 前年同期比

	2013年6月期	2014年6月期	2015年6月期	2016年6月期	2017年6月期	2018年6月期	2019年6月期
売上高		34.5%	31.5%	41.5%	48.1%	59.7%	20.7%
粗利益		21.0%	15.4%	41.0%	24.3%	95.0%	
販売管理費		6.8%	18.0%	46.1%	21.8%	67.5%	
営業利益		346.3%	1.1%	7.6%	46.2%	292.4%	13.8%
金融費用		66.7%	60.0%	137.5%	26.3%	329.2%	
経常利益		262.7%	-4.9%	11.4%	37.2%	278.1%	7.0%
純利益		-	150.0%	-240.0%	128.6%	342.8%	6.1%

(出所: 株式会社 AMBITION のデータ)

## 営業利益率 (対売上高比率)

	2013年6月期	2014年6月期	2015年6月期	2016年6月期	2017年6月期	2018年6月期	2019年6月期
売上高	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
粗利益	24.8%	22.3%	19.6%	19.5%	16.3%	20.0%	
販売管理費	23.7%	18.8%	16.9%	17.4%	14.3%	15.0%	
営業利益	1.0%	3.5%	2.7%	2.0%	2.0%	4.9%	4.6%
金融費用	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.4%	
経常利益	1.3%	3.5%	2.5%	2.0%	1.8%	4.4%	3.9%
純利益	1.4%	2.1%	1.6%	1.1%	0.9%	2.6%	2.3%

(出所: 株式会社 AMBITION のデータ)

## EBITDA

	2013年6月期	2014年6月期	2015年6月期	2016年6月期	2017年6月期	2018年6月期	(単位:百万円)
税引前利益	51	187	181	189	253	1,017	
支払金利	3	5	8	19	24	110	
減価償却等	20	18	20	48	58	171	
EBITDA	74	210	209	256	335	1,298	
EBITDA利益率	1.9%	4.0%	3.0%	2.6%	2.3%	5.6%	
負債/EBITDA倍率	2.4	1.8	3.3	5.8	4.2	8.1	

(出所: 株式会社 AMBITION のデータ)

## キャッシュフロー

	2013年6月期	2014年6月期	2015年6月期	2016年6月期	2017年6月期	2018年6月期	(単位:百万円)
営業活動によるキャッシュフロー	46	54	-17	-16	1,911	1,218	
投資活動によるキャッシュフロー	18	-42	-123	-355	-1,337	-3,256	
フリーキャッシュフロー	64	12	-140	-371	574	-2,038	
金融活動によるキャッシュフロー	74	182	460	967	288	3,423	
合計	138	194	320	596	862	1,385	

(出所: 株式会社 AMBITION のデータ)

## バランスシート(貸借対照表)

(単位:百万円)

	2013年6月期	2014年6月期	2015年6月期	2016年6月期	2017年6月期	2018年6月期
<b>流动資産</b>						
現金及び預金	505	711	1,032	1,505	2,314	3,835
売掛金	57	67	99	119	176	377
販売用不動産	47	256	439	929	405	6,775
流动資産合計	653	1,068	1,620	2,581	2,959	11,185
<b>固定資産</b>						
建物	25	23	134	106	120	307
土地		1	138	89	257	585
のれん	50	42	171	150	129	1,281
投資有価証券	19	32	93	76	73	143
保証金	106	107	134	170	199	165
固定資産合計	239	254	732	700	1,010	3,394
<b>資産合計</b>	<b>893</b>	<b>1,322</b>	<b>2,352</b>	<b>3,286</b>	<b>3,973</b>	<b>14,591</b>
<b>流动負債</b>						
短期借入金	124	282	395	653	740	3,713
買掛金	75	97	129	93	122	294
未払税金	1	65	43	58	109	316
前受金	42	45	252	291	348	466
預り金	42	45	116	125	126	156
流动負債合計	496	767	1,181	1,411	1,663	5,348
<b>固定負債</b>						
長期借入金	54	89	211	693	491	6,518
社債			90	151	167	249
保証金	138	157	189	255	348	542
固定負債合計	198	253	497	1,127	1,034	7,340
<b>負債合計</b>	<b>694</b>	<b>1,020</b>	<b>1,678</b>	<b>2,538</b>	<b>2,697</b>	<b>12,689</b>
<b>純資産</b>						
資本金	40	40	180	180	380	380
資本準備金			140	140	340	397
内部留保	159	260	348	428	548	1,122
自己株式	-1	-1	-1	-1	-1	0
純資産合計	198	302	674	748	1,276	1,902
<b>負債純資産合計</b>	<b>893</b>	<b>1,322</b>	<b>2,352</b>	<b>3,286</b>	<b>3,973</b>	<b>14,591</b>

(出所: 株式会社AMBITION のデータ)

## 財務比率

	2010年9月	2011年9月	2012年9月	2013年9月	2014年9月	2015年9月
総資産利益率	6.4%	8.4%	4.7%	3.3%	3.5%	4.2%
自己資本利益率	28.8%	36.8%	16.5%	14.6%	10.8%	32.1%
自己資本比率	22.2%	22.8%	28.7%	22.8%	32.1%	13.0%

(出所: 株式会社AMBITION のデータ)

## 有利子負債

	2010年9月	2011年9月	2012年9月	2013年9月	2014年9月	2015年9月
合計	178	371	696	1,497	1,398	10,480

(出所: 株式会社AMBITION のデータ)

## ディスクレーマー

本文書は情報提供を唯一の目的として作成されたものであり、投資の勧誘や有価証券の売買の提案に使用されるものでも、またそれを意図したものでもありません。

# Corporate Fundamentals Research

September  
2018

## AMBITION Corporation (3300 JP / TSE Mothers)

### SUMMARY

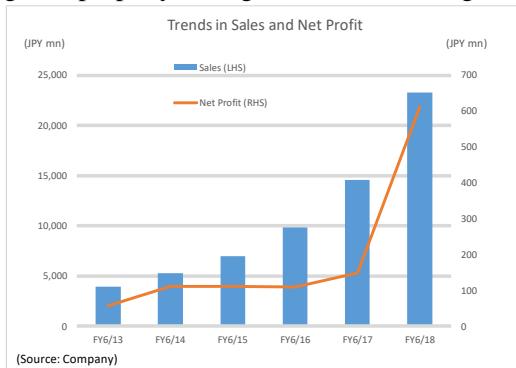
Ambition Corporation (“Ambition”) is a real estate company that engages in property management (including sub-leasing), brokerage, and investment/development of apartments mainly for young, single or DINKS residents. The company, which focuses on properties located in prime areas in central Tokyo, has strong brand recognition in the high-end rental apartment segment.

Ambition has achieved remarkable growth by generating synergies within its business portfolio. Moreover, the growth momentum is accelerating on the back of the company’s enhanced market position and new business acquisitions. Most recently, Ambition acquired a property developer, Veritas Investment. The acquisition successfully expanded the scope of Ambition’s business, and contributed immediately to earnings.

We believe Ambition is a well-managed company with a distinct growth strategy. The company aims to become a market leader in the real estate business by adopting IT technology. Four years since the IPO, we believe the company has entered a new stage of growth to become a scalable, leading player in the Japanese real estate market.

### COMPANY PROFILE

Ambition was founded in 2007 by entrepreneur Mr. Takeshi Shimizu (current CEO and President). The company initially engaged in property management and brokerage services. In 2012, the company entered the investment business, which mainly involved the re-sale of the renovated apartment units. The company established its market position in property management and sub-leasing, by leveraging its strong brokerage unit. Ambition undertakes contracts from both individual investors and corporate customers (mainly developers).



In October 2017, the company acquired Veritas Investment Co., Ltd., a developer of high-end single/double room apartments. The acquisition allowed Ambition to widen its scope of business as a full-scale property developer. Moreover, Veritas has made significant contribution to Ambition’s financial results.

In 2015, Ambition opened an office in Ho Chi Minh City, Vietnam to develop IT-related and data processing technologies.

Ambition was listed on the TSE’s Mothers section in September 2014. As of September 19, 2018, the company’s market capitalization was JPY9.0 bn at share price @JPY1,321. We understand that Ambition has already fulfilled the TSE requirement to move up to the 1<sup>st</sup> Section.

## MANAGEMENT

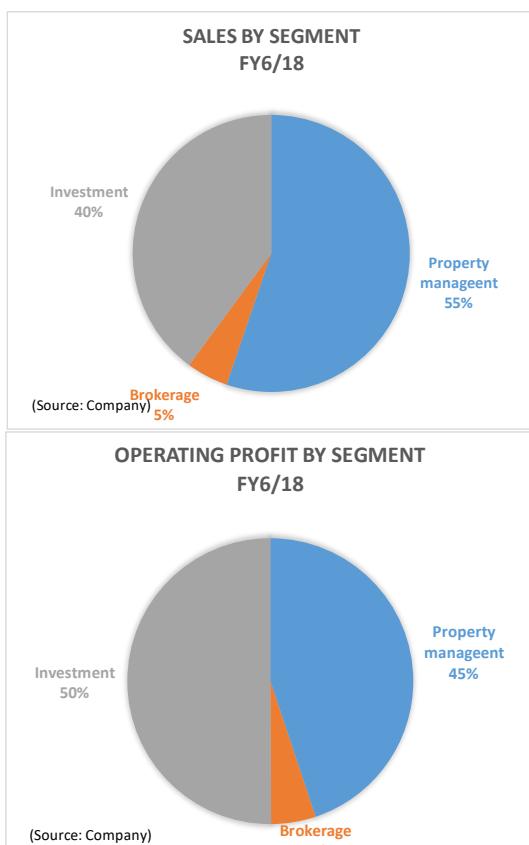
Mr. Takeshi Shimizu (47) is the President/CEO, leading the company's 239 staff. Mr. Shimizu has extensive experience with a 20-year career in the real estate business. The board consists of three directors (including Mr. Shimizu) and four independent auditors.

## SHAREHOLDERS

Mr. Shimizu (including his private asset management company) is the largest shareholder with a total of 50.08% stake in the company. Evolvable Asia Corp. (6191 JP) owns 9.91% stake, which we understand is a pure investment. The remaining are minority shareholders that own less than 5% each.

## BUSINESS

Ambition's business consists of three main pillars; 1) property management, 2) brokerage, and 3) investment/development of rental apartments. Ambition focuses on apartments for young, single or DINKS residents in their 20s or 30s. Customers investing in these apartments are typically business persons in their 30s or 40s.



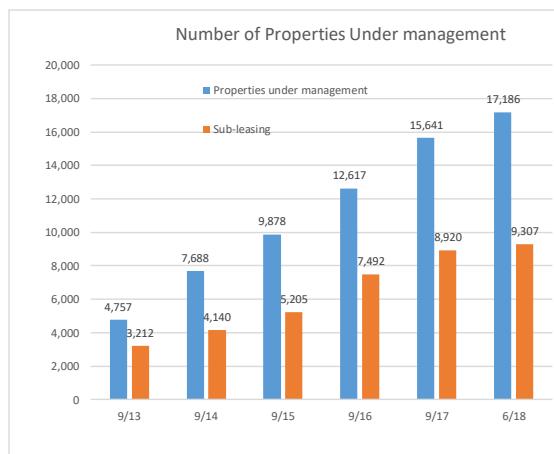
Traditionally, the property management business was by far the largest contributor to

both net sales and operating profit. However, in FY6/18, sales and profit of the investment business increased significantly thanks to the strong contribution of Veritas.

## Property management

The property management business, which is stable and low-risk in nature, is Ambition's core business. The number of properties under management is growing rapidly. Furthermore, Ambition has a strong position in the sub-leasing market, as the company has a brokerage function that allows it to maintain high occupancy rates (97.0% at the end of June 2018, a 4.9 ppt increase from the previous year). As such, the company is strong in the B to B business, and has many corporate clients (property developers) that need sub-leasing services. The number of properties under management, as well as sub-leased units, nearly doubled over the past three years, reflecting the improved brand recognition following the IPO in 2014. Around 92% of properties under management and 85% of the sub-leased properties are located in Tokyo.

The property management business is resilient to economic cycles, because the vacancy rate of compact apartments is less affected in a recessionary environment. This business should continue to function as a cash cow, supporting the company's future growth.



## Brokerage

The brokerage business' contribution to net sales and profits is relatively small (roughly 5% of the company's operating profit). However, this business generates synergies with Ambition's property management business; i.e. the brokerage business allows the company to

maintain high occupancy rates particularly for sub-leased apartments.



### **Property investment/development**

Traditionally, Ambition's investment business has focused on purchases of old apartments and the re-sale of such properties after adding value through renovation.

The acquisition of Veritas expanded the scope of Ambition's business as a full-scale real estate developer. Veritas is a profitable company and made significant contribution to Ambition's financial results from the first year following the acquisition (sales JPY5,053 mn and operating profit JPY227 mn in FY6/18). The type of apartments developed by Veritas matches the market segment in which Ambition excels, and hence, further synergies can be generated, in our view.



### **MARKET STRUCTURE AND COMPETITION**

The Japanese real estate market is very fragmented. Ambition is a mid-sized company among the listed players, but has strong brand recognition in a specific market segment. Moreover, the company has a relatively diversified business profile; i.e. property management, brokerage, and development of high-end single/double room apartments. Ambition's closest competitors include Property Agent Inc. (3464 JP) and Good Com Asset Co., Ltd. (3475 JP). Both competitors are also growing rapidly, but they target a different customer (investor) base. Ambition's main customer (investor) base comprises relatively young business persons in their 30-40s.

### **GROWTH STRATEGY**

In addition to maintaining the strong growth momentum of the existing businesses, Ambition aims to expand the scope of its business (such as expanding into family-type apartments), while maintaining a cautious approach to taking investment risks. The company aims to become a "real estate SPA" that provides services to cover a wide range of residents' needs. The company has already launched various peripheral services, such as short-term non-life insurance service.

In order to expand its customer base, Ambition is seeking opportunities to capture the increasing demand from foreign workers. The company is also looking to expand the B to B business, including company housing. Ambition also launched "Minpaku" hotels, although the scale of the business is limited so far.

In the medium- to long-term, Ambition aims to establish a new business model by applying IT technology to real estate. Recently, Ambition concluded alliance agreements with several IT specialist companies, such as RPA Technologies Inc. (robotic process automation), Accel Lab Ltd. (IoT smart home devices), and Nabiq Inc. (Wi-Fi based security service), to become the forerunner in these advanced areas. Ambition's goal is to establish IT-connected communities through real estate management, and to provide value to related industries through the use of big data.

## FINANCIAL POSITION

Because of the nature of the core brokerage business, Ambition's balance sheet structure had been relatively simple in the past. However, the company's financial profile changed significantly in FY6/18, following the October 2017 acquisition of Veritas which is relatively debt-heavy. At the same time, however, Veritas has contributed significantly to Ambition's consolidated income statement and profitability.

### SALES AND OPERATING PROFIT BY BUSINESS SEGMENT

	FY6/17			(JPY mn, %)
	Sales	Operating Profit	(Weight)	Operating Margin
<b>Property management</b>	9,686	321	39.5%	3.3%
<b>Brokerage</b>	995	79	9.7%	7.9%
<b>Investment</b>	4,091	413	50.8%	10.1%
<b>Sub total</b>	14,772	813	100.0%	5.5%
Adjustments / SG&A	-193	-522		
<b>Total</b>	14,579	291		2.0%

(Source: Company data)

### SALES AND OPERATING PROFIT BY BUSINESS SEGMENT

	FY6/18			
	Sales	Operating Profit	(Weight)	Operating Margin
<b>Property management</b>	13,325	1,024	44.9%	7.7%
<b>Brokerage</b>	1,173	115	5.0%	9.8%
<b>Investment</b>	9,628	1,143	50.1%	11.9%
<b>Sub total</b>	24,126	2,282	100.0%	9.5%
Adjustments / SG&A	-848	-1,140		
<b>Total</b>	23,278	1,142		4.9%

(Source: Company data)

**Income statement:** In FY6/18, Ambition's net sales increased by 59.7% YoY to JPY23,278 mn, with the strong growth achieved across all business segments. The property management, brokerage, and investment businesses grew by 37.6%, 17.9%, and 135.3%, respectively. The growth in the investment business was largely attributable to Veritas, which posted net sales of JPY8,060 mn. Consolidated operating profit in FY6/18 was 3.8 times compared to the previous year; property management was 3.2 times, brokerage was up by 45%, and investment was 2.8 times. The strong growth in property management and brokerage was driven by economies of scale; this is reflected in the dramatic improvement in operating profit margins (from 3.3% to 7.7% for property management).

The company aims to maintain the dividend payout ratio at more than 20%. The dividend to be paid for FY6/18 is forecasted at JPY16.5 per share, up from the JPY5 paid in the previous year.

**Balance sheet:** The balance sheet structure changed significantly in FY6/18 due to the acquisition of Veritas. Total assets increased by 3.7 times from the end of the previous year. Property inventory accounted for 64% of the total increase. A large part of the property inventory (JPY6,775 mn) is financed by long-term borrowings (JPY6,518 mn). Ambition held a relatively large cash position (JPY3,835 mn at the end of June 2018, accounting for 26% of total assets), which covered the short-term borrowings (including the portion of long-term borrowings and debentures with maturity of less than one-year) of JPY3,713 mn. Following the consolidation of Veritas, Ambition's equity ratio dropped to 13.0% at the end of FY6/18, from 32.1% at the end of previous year. Therefore, ROE was high at 32.1% in FY6/18. The company's equity base should grow over time given strong internal capital generation. However, some form of equity financing could be necessary in the future to keep up with the growth of the balance sheet.

**Cash flow:** Ambition's operating cash flow has been strong over the last couple of years thanks to improved profitability and the relatively fast turnover of inventories. Active investment activities are financed by bank borrowings, as the company has good access to the major Japanese banks. Under the current interest rate environment, Ambition will be able to enjoy ample liquidity, although future growth could eventually necessitate enhancement of the equity base, in our view.

## OUTLOOK AND VALUATION

According to the company's guidance for FY6/19, net sales and net income are forecast to grow by 20.7% and 6.1%, respectively, which we believe to be conservative. We expect profitability to further improve, due to higher operating margins. The property development business could add further upside.

In the medium-term, Ambition aims to achieve net sales of JPY100 bn (four times that of FY6/18) and operating profit of JPY10 bn (nine

times). In light of the growth trend over the last five years, we believe that the company's target is feasible. The growth momentum should accelerate on the back of the enhanced brand recognition and customer base, and economies of scale should allow the company to expand its scope of business to create additional synergies. The Japanese real estate market, especially compact apartments in central Tokyo, is expected to enjoy favorable conditions for the foreseeable future, despite the negative demographic trend in Japan. Ambition is well

positioned to be a winner based on its forward-looking business model, in our view.

Based on a modest projection of 30% annual sales growth and a gradual improvement in profit margins (operating margin from 4.9% to 6.0%), Ambition's net sales and net income should reach JPY50,000 mn and JPY2,000 mn, respectively, in three years. Our medium-term target price of Ambition shares is JPY5,600 at PER 20x, assuming no dilution.

#### PERFORMANCE ESTIMATION

	FY6/18	FY6/19F	FY6/19E*	FY6/20E*	FY6/21E*
Sales	23,278	28,085	30,000	40,000	50,000
Operating profit	1,142	1,300	1,500	2,200	3,000
Recurring profit	1,017	1,088	1,380	2,000	2,750
Net profit	611	648	960	1,400	1,925

#### PROFIT MARGINS

Operating profit	4.9%	5.0%	5.5%	6.0%
Recurring profit	4.4%	4.6%	5.0%	5.5%
Net profit	2.6%	3.2%	3.5%	3.9%

\* Analyst estimate for simulation purposes only.

#### INTRINSIC SHARE VALUE MATRIX

Net profit	600	648	960	1,400	1,925	2,500	3,000
# of shares in issue	6,804,400						
EPS	88	95	141	206	283	367	441
PER							
15	1,323	1,428	2,116	3,086	4,244	5,511	6,613
20	1,764	1,905	2,822	4,115	5,658	7,348	8,818
25	2,204	2,381	3,527	5,144	7,073	9,185	11,022
30	2,645	2,857	4,233	6,172	8,487	11,022	13,227
35	3,086	3,333	4,938	7,201	9,902	12,859	15,431

Current price level

Medium-term intrinsic value

## FINANCIAL DATA

## INCOME STATEMENT

	(JPY mn)						
	FY6/13	FY6/14	FY6/15	FY6/16	FY6/17	FY6/18	FY6/19F
Sales	3,932	5,288	6,954	9,842	14,579	23,278	28,085
Gross profit	974	1,179	1,360	1,917	2,382	4,645	
SG&A	933	996	1,175	1,717	2,091	3,503	
Operating profit	41	183	185	199	291	1,142	1,300
Interest payment	3	5	8	19	24	103	
Recurring profit	51	185	176	196	269	1,017	1,088
Extraordinary profit/loss	0	2	5	-7	-16	0	
Pre-tax profit	51	187	181	189	253	1,017	
Taxation	-6	76	70	80	115	408	
Net profit/loss	57	111	111	109	138	611	648

(Source: Company data)

## YoY CHANGE

	FY6/13	FY6/14	FY6/15	FY6/16	FY6/17	FY6/18	FY6/19F
Sales		34.5%	31.5%	41.5%	48.1%	59.7%	20.7%
Gross profit		21.0%	15.4%	41.0%	24.3%	95.0%	
SG&A		6.8%	18.0%	46.1%	21.8%	67.5%	
Operating profit		346.3%	1.1%	7.6%	46.2%	292.4%	13.8%
Finance costs		66.7%	60.0%	137.5%	26.3%	329.2%	
Recurring profit		262.7%	-4.9%	11.4%	37.2%	278.1%	7.0%
Net profit		-	150.0%	-240.0%	128.6%	342.8%	6.1%

(Source: Company data)

## PROFIT MARGIN (AS % OF SALES)

	FY6/13	FY6/14	FY6/15	FY6/16	FY6/17	FY6/18	FY6/19F
Sales	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Gross profit	24.8%	22.3%	19.6%	19.5%	16.3%	20.0%	
SG&A	23.7%	18.8%	16.9%	17.4%	14.3%	15.0%	
Operating profit	1.0%	3.5%	2.7%	2.0%	2.0%	4.9%	4.6%
Finance costs	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.4%	
Recurring profit	1.3%	3.5%	2.5%	2.0%	1.8%	4.4%	3.9%
Net profit	1.4%	2.1%	1.6%	1.1%	0.9%	2.6%	2.3%

(Source: Company data)

## EBITDA

	FY6/13	FY6/14	FY6/15	FY6/16	FY6/17	FY6/18	(JPY mn)
Pre-tax profit	51	187	181	189	253	1,017	
Interest payment	3	5	8	19	24	110	
Deprciation, etc	20	18	20	48	58	171	
EBITDA	74	210	209	256	335	1,298	
EBITDA margin	1.9%	4.0%	3.0%	2.6%	2.3%	5.6%	
Debt/EBITDA	2.4	1.8	3.3	5.8	4.2	8.1	

(Source: Company data)

## CASH FLOW

	FY6/13	FY6/14	FY6/15	FY6/16	FY6/17	FY6/18	(JPY mn)
Operation	46	54	-17	-16	1,911	1,218	
Investment	18	-42	-123	-355	-1,337	-3,256	
Free cash flow	64	12	-140	-371	574	-2,038	
Financing	74	182	460	967	288	3,423	
Total	138	194	320	596	862	1,385	

(Source: Company data)

<b>BALANCE SHEET</b>		(JPY mn)					
		<b>FY6/13</b>	<b>FY6/14</b>	<b>FY6/15</b>	<b>FY6/16</b>	<b>FY6/17</b>	<b>FY6/18</b>
<b>Current assets</b>							
Cash and deposits		505	711	1,032	1,505	2,314	3,835
Receivables		57	67	99	119	176	377
Real estate for sale		47	256	439	929	405	6,775
<b>Total current assets</b>		653	1,068	1,620	2,581	2,959	11,185
<b>Fixed assets</b>							
Buildings		25	23	134	106	120	307
Land			1	138	89	257	585
Goodwill		50	42	171	150	129	1,281
Investment securities		19	32	93	76	73	143
Guarantee deposits		106	107	134	170	199	165
<b>Total fixed assets</b>		239	254	732	700	1,010	3,394
<b>Total assets</b>		893	1,322	2,352	3,286	3,973	14,591
<b>Current liabilities</b>							
Short-term borrowings		124	282	395	653	740	3,713
Accounts payable		75	97	129	93	122	294
Tax payable		1	65	43	58	109	316
Advances received		42	45	252	291	348	466
Deposits received		42	45	116	125	126	156
<b>Total current liabilities</b>		496	767	1,181	1,411	1,663	5,348
<b>Fixed liabilities</b>							
Long-term borrowing		54	89	211	693	491	6,518
Debentures				90	151	167	249
Deposits received		138	157	189	255	348	542
<b>Total fixed liabilities</b>		198	253	497	1,127	1,034	7,340
<b>Total liabilities</b>		694	1,020	1,678	2,538	2,697	12,689
<b>Net assets</b>							
Paid-in capital		40	40	180	180	380	380
Capital reserve				140	140	340	397
Retained earnings/losses		159	260	348	428	548	1,122
Treasury stock		-1	-1	-1	-1	-1	0
<b>Total net assets</b>		198	302	674	748	1,276	1,902
<b>Total liabilities and net assets</b>		893	1,322	2,352	3,286	3,973	14,591

(Source: Company data)

#### **FINANCIAL RATIOS**

	<b>FY9/10</b>	<b>FY9/11</b>	<b>FY9/12</b>	<b>FY9/13</b>	<b>FY9/14</b>	<b>FY9/15</b>
ROA	6.4%	8.4%	4.7%	3.3%	3.5%	4.2%
ROE	28.8%	36.8%	16.5%	14.6%	10.8%	32.1%
Equity / total assets	22.2%	22.8%	28.7%	22.8%	32.1%	13.0%

(Source: Company data)

#### **INTEREST-BEARING LIABILITIES**

	<b>FY9/10</b>	<b>FY9/11</b>	<b>FY9/12</b>	<b>FY9/13</b>	<b>FY9/14</b>	<b>FY9/15</b>
Total	178	371	696	1,497	1,398	10,480

(Source: Company data)

#### **DISCLAIMER**

This information has been provided for informational purposes only and should not be used or construed as a solicitation, an offer to sell, or an offer to buy any security.