

ホリスティック企業レポート ツクルバ

2978 東証マザーズ

新規上場会社紹介レポート
2019年8月2日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20190801

ツクルバ (2978 東証マザーズ)

発行日: 2019/8/2

リノベーション住宅の流通プラットフォーム cowcamo (カウカモ) が中心
自社開発したシステムを活用し高い生産性と顧客満足度を確保

アナリスト: 副島 久敬

+81 (0) 3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

【 2978 ツクルバ 業種: 不動産業 】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2017/7	346	40.6	-105	-	-91	-	27	-	3.6	15.9	0.0
2018/7	531	53.1	-485	-	-486	-	-401	-	-52.2	-31.8	0.0
2019/7 予	1,496	2.8x	5	-	1	-	0	-	0.1	-	0.0

(注) 1. 数字は単体。2019/7期は会社予想

2. 2019年5月8日付で1:10の株式分割を実施。1株当たり指標は期首に当該株式分割が行われたと仮定し、遡って修正

3. 2019/7期のEPSは公募株式数(535千株)を含めた期中平均株式数により算出

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	2,117円 (2019年7月31日)	本店所在地 東京都目黒区
発行済株式総数	9,331,700株	設立年月日 2011年8月22日
時価総額	19,755百万円	代表者 村上浩輝
上場初値	2,050円 (2019年7月31日)	従業員数 117人 (2019年5月)
公募・売価格	2,050円	事業年度 8月1日～翌年7月31日
1単元の株式数	100株	定時株主総会 毎事業年度終了後3カ月以内
		【主幹事証券会社】 大和証券
		【監査人】 有限責任あずさ監査法人

➤ 事業内容

◆ リノベ住宅の流通プラットフォーム cowcamo (カウカモ) が中心

ツクルバ(以下、同社)は、「『場の発明』を通じて欲しい未来をつくる。」という企業理念のもとに、村上浩輝氏と中村真広氏によって設立された。同社の社名は、「人と人、人と情報が交錯する「場」をつくりたい」という想いからつけられており、デザインとビジネス、テクノロジーを融合させて、新しいスタンダードとなる「場の発明」に挑んでいる。

事業のアプローチは、主に生活領域の社会変化の兆しに着目し、デザインとビジネス、テクノロジーを融合し、これまで生み出せなかった価値を社会に届けることを目指している。そのために、従来の競争型のアプローチでなく、異なる領域を“和える”編集型のアプローチにより、産業を再定義していく独自の手法で事業創造を行うとしている。

18/7期の売上高構成比は、リノベーション・中古住宅の流通プラットフォームである cowcamo (カウカモ) 事業が 72.1%、オフィスのシェアリングサービスを展開しているシェアードワークプレイス事業が 27.9%となっている(図表 1)。

18/7期は営業利益の赤字が拡大しているが、事業拡大に伴う人員の増加による給与の増加、cowcamo 事業の web マーケティングを中心とした先行投資によるものである。

【 図表 1 】 セグメント別状況

セグメント	18/7期			19/7期3Q累計	
	売上高 (百万円)	前年比 (%)	構成比 (%)	売上高 (百万円)	構成比 (%)
cowcamo (カウカモ) 事業	382	146.0	72.1	924	85.2
シェアードワークプレイス事業	148	-22.6	27.9	160	14.8
合計	531	53.1	100.0	1,085	100.0

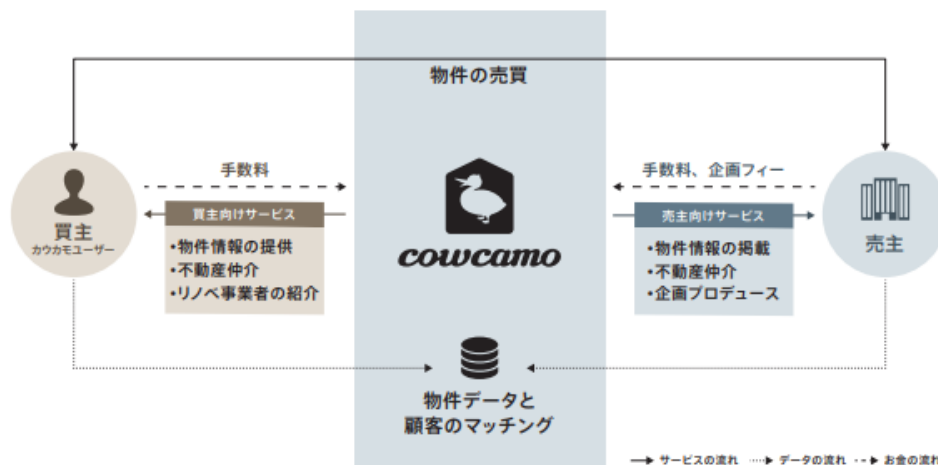
セグメント	18/7期			19/7期3Q累計	
	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	構成比 (%)	営業利益 (百万円)	構成比 (%)
cowcamo (カウカモ) 事業	-129	-	-	250	-
シェアードワークプレイス事業	10	-82.5	-	16	-
調整額	-366	-	-	-255	-
合計	-485	-	-	11	-

(出所) ツクルバ届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ cowcamo 事業

cowcamo 事業は、IT を活用したリノベーション・中古住宅流通プラットフォーム cowcamo において、オンラインメディアを通じた物件情報サービス及び同社エージェント(物件紹介等を行う同社所属の不動産仲介者)による仲介サービス、顧客ニーズや物件のデータを活用した売主・事業者向け支援サービス等を提供している(図表 2)。

【 図表 2 】 cowcamo のビジネスフロー



(出所) ツクルバ届出目論見書

主な収益源は、リノベーション・中古マンションの売買に関して、売主及び買主から受領する売買仲介手数料、その他付随する手数料等、住宅取引の流通総額に対して課せられる手数料であり、広告手数料等は受領していない。また、一部在庫リスクをコントロールできる場合に限定して、買主の要望により一時的に物件を仕入れ、販売することもあるが、仲介取引が大多数を占めている。

個人のユーザー向けに、ウェブサイトやスマートフォンのアプリで物件情報が提供されており、19/7 期第 3 四半期末の会員数は約 9 万人である(図表 3)。会員のうち、80%から 90%がアクティブユーザーとなっている。平均して 9 ヶ月程度で物件の購入に至っている。また、メインのユーザー層は 30 歳代から 40 歳代であり、ユーザーの獲得は主に SNS 等の広告を通じて実現している。エリアは、主として都区部が中心となっており、売主は中小事業者が中心となっている。

【 図表 3 】 cowcamo の主要指標

	売上総利益 全社 (百万円)	売上総利益 cowcamo (百万円)	GMV (百万円)	取引件数 (単位: 件数)	会員数 (期末) (単位: 人)	会員 MAU (期中平均) (単位: 人)	成約率 (%)	物件単価 (百万円)	テイクレイト (%)
17/7	260	155	3,944	80	19,155	7,174	1.1	49	3.9
18/7	438	362	6,809	137	58,660	22,414	0.6	50	5.3
19/7 1Q	192	175	2,638	59	69,635	35,972	0.7	45	6.6
19/7 2Q	258	234	4,442	98	81,102	38,836	1.0	45	5.3
19/7 3Q	282	268	6,096	119	90,803	39,739	1.2	51	4.4
19/7 3Q累計	732	677	13,176	276	90,803	38,183	1.0	48	5.1

(注) GMV は Gross Merchandise Value は特定の期間に販売された住宅の流通額の合計

会員 MAU は特定月にサービスを利用したアクティブユーザーの平均値

テイクレイトは GMV に対して課せられる手数料率

(出所) ツクルバ届出目論見書及び成長可能性に関する説明資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ シェアードワークプレイス事業

シェアードワークプレイス事業では、リノベーションしたオフィス空間に様々なサービスを組み合わせた「働く場」を提供するワークスペースのシェアリングサービスとワークスペースの仲介・設計等の受託サービスを展開している。

ワークスペースのシェアリングサービスはサブスクリプション型(サービスや製品を一定期間の利用に対して、代金を払う)の収益モデルである。主にスタートアップ、個人事業主、クリエイター等を主要顧客とした「co-ba(コーバ)」と、スタートアップ向けに企業の成長や変化に合わせて柔軟にオフィススペースをレンタルすることができる「HEYSHA(ヘイシャ)」を展開している。

主にスタートアップ、ベンチャーや個人事業主に対して、サービス型のワークプレイスの提供と、オンライン会員サービスを組み合わせた事業展開により、従来の不動産の物理的な面積や空間のサイズに制約された収益モデルではなく、潜在的な顧客のニーズを正確に把握し、それを上手く実際のオフィススペースに企画し設計することで、各案件に個別に最適化された効率的な物件開発を可能とすることで、より収益が見込まれるビジネスモデルを狙っている。

> 特色・強み**◆ 統合型の住宅流通プラットフォームの cowcamo の確立・拡大**

cowcamo は、既存の流通構造では分散していた、中古住宅に関する「買取・企画開発」のプロセス、「情報流通」のプロセス、「不動産流通」のプロセスをテクノロジーで統合することにより、情報を一体化することで顧客満足度を高めることと、業務の生産性向上を実現している。

伝統的な不動産仲介事業者や、不動産ポータルサイトの運営者とは異なり、広告宣伝を主に SNS 等のチャンネルに特化し、中心となる顧客層に対する効率的なアクセスを実現している。

また、プラットフォーム化された仕組みを活用し、同社のスタッフの撮影による物件の映像及び周辺環境等の取材を容易にコンテンツとして物件紹介に反映させることを可能としていること、エージェントとのオンラインチャットにより物件の購入をアシストすること等、インターネットテクノロジーを駆使して、メディアコンテンツ及びエージェントサービスを統合することで、物件を探す初期段階から購入までのプロセスをすべてデザインする事で、住宅購入に関する顧客のイメージの刷新を図っている。

更に、リノベーションマンションの流通においては、物件の固有性と多様化する顧客のニーズを適切にマッチングさせた上で、顧客の求める商品を企画することが重要となる。cowcamo で蓄積されたデータ、デザインのノウハウやブランド等を活用することで、市場のニーズに合致した商品の投入が可能となり、新たな「売主・事業者向けサービス」、「自社企画物件」を拡充することで、収益機会の拡大や収益性の向上も期待できる。これを実現するにあたっては、Web サービスの開発力、仲介システムを効率化させる業務システムの開発力、不動産事業者とのネットワーク等をテクノロジーの活用により高度に統合する必要があり、このことも同社の同業他社に対するアドバンテージとなっている。

cowcamo では個人のライフスタイルに合致した物件を紹介することがテクノロジーの活用により可能とされ、これによりユーザーからの支持を高めることで、更なる会員数の拡大、また増加した会員数により、それをターゲットとした売主の増加、それによる取扱の物件数の拡大といった自律的成長サイクルの実現が可能となっている。尚、サービス開始以降、cowcamo に掲載した物件の累計取扱件数(19年6月28日時点)は既に4,000件を超え、取材・記事掲載を行った売主・事業者数は500社を超えている。

将来的には、事業成長を通じてより市場に対する影響力が大きくなることで、cowcamo を通じてリノベーション物件の適切な評価・価格形成が可能となる。中古住宅市場での価格形成が適切になされることで、顧客のライフサイクルに応じた最適な住み替えサイクルが実現でき、健全で活発な市場の創造が可能になるとしている。

> 事業環境

◆ 政府が中古住宅流通シェアの目標を設定

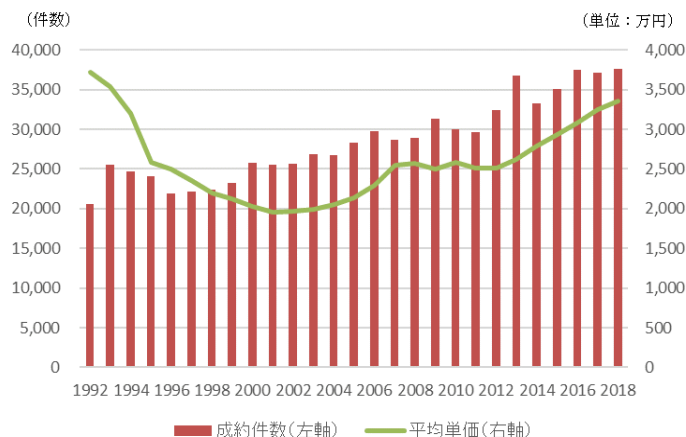
政府は 06 年 6 月に住生活基本法を施行、住生活基本計画が 06 年 9 月に策定され、11 年 3 月に改定され閣議決定されている。住生活基本法は、住宅セーフティネットの確保を図りつつ、健全な住宅市場を整備するとともに、国民の生活の「質」の向上を図る政策への本格的な転換を図る道筋を示したものである。

住生活基本計画において、中古住宅流通促進に関する数値目標として、既存住宅の流通シェアを 08 年の 14%から、20 年に 25%に引き上げることがあげられており、環境整備が進められることにより消費者の中古住宅に対する関心度も徐々に高まると証券リサーチセンター(以下、当センター)では考えている。

◆ 首都圏の中古マンション市場は堅調に推移

18 年度 of 首都圏の中古マンションの成約件数は、17 年度を上回り 37,601 戸(前年度比 1.2%増)、平均価格も 3,354 万円となっており、成約件数は過去最高を更新、平均価格も上昇傾向を継続している(図表 4)。また 16 年度に中古マンションの成約件数が新築マンションの供給戸数を初めて上回ってから、3 年連続して中古マンションの成約件数が新築マンションの供給戸数を上回っている。

【 図表 4 】 首都圏中古マンションの市場推移



(出所) 公益財団法人東日本不動産流通機構レイズデータを基に証券リサーチセンター作成

購入した中古マンションに関する情報収集方法(複数回答)は、不動産業者が 52.5%、インターネット 42.7%となっている。インターネットは 5 年前の調査では、30.2%にとどまっており、従来の紙媒体を置き換える傾向にある。

取得した中古マンションの平均築後年齢は、23.5 年と 5 年前の 19.5 年から古くなっており、購入前後のリフォームも 78.2%と 5 年前の 71.6%から上昇してい

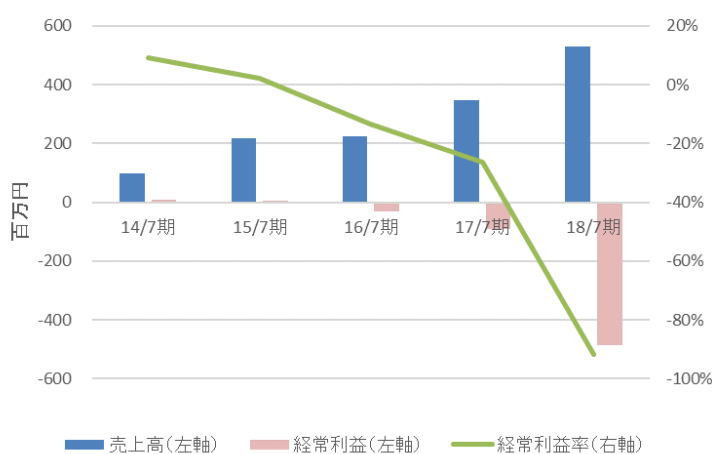
る。今後とも売買される中古マンションの平均築後年齢は上昇すると思われる、リフォーム需要も高まると当センターでは考えている。

> 業績

◆ 過去の業績推移

同社の売上高は過去 4 期間に年率 52.1%と急拡大しているが、経常利益率は 14/7 期の 9.3%をピークに継続して低下し、18/7 期には売上高 531 百万円 (前期比 53.1%増) に対して、経常損失 486 百万円と大きな経常赤字となっている(図表 5)。

【 図表 5 】 過去の業績推移



(注) 業績は単体実績。17/7 期及び 18/7 期は監査法人監査済み (出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

収益率の悪化は、cowcamo 事業で更なる成長に向けてプロダクトの機能改善や、オンラインを中心とした広告宣伝活動、物件案内を行う営業人員の採用・教育等の先行投資を積極化させたことと、シェアードワークプレイス事業で受託事業から直営のコワーキングスペースの新規投資に人的リソースを振り分けた結果によるものである。

19/7 期第 3 四半期累計期間の売上高は 1,085 百万円、営業利益は 11 百万円、経常利益は 6 百万円、四半期純利益は 6 百万円であった。19/7 期通期計画に対する進捗率は、売上高 72.5%、営業利益以下は通期の会社計画を上回って着地している。第 4 四半期に上場関連費用等が計上される予定であるが、通期計画に対して順調に推移していると言える。

◆ 19 年 7 月期の会社計画

同社の 19/7 期計画は、売上高 1,496 百万円 (前期比 2.8 倍)、営業利益 5 百万円、経常利益 1 百万円、当純利益 0 百万円である。セグメント別売上高は、cowcamo 事業が 1,214 百万円 (前期比 3.2 倍)、シェアードワークプレイス事業が 281 百万円 (同 90.2%増) を見込んでいる。

売上高が大きく伸長することと、18/7 期に先行投資を実施し、ビジネスモデルも確立したことから、cowcamo の事業成長に伴い業績は順調に拡大すると同社は想定している。

> 経営課題/リスク

◆ 継続的な投資と赤字計上及び営業キャッシュ・フローの赤字について

cowcamo 事業は、会員数の増大により GMV 及び取引件数が累積的に増加することで売上総利益が拡大し、一方で広告効率及びオペレーション効率の向上で営業利益率が改善するビジネスモデルとなっている。

これまで認知度の向上及び会員数の拡大のため、広告宣伝費等を積極的に投入してきたことで、19/7 期第 1 四半期までは営業赤字、また営業キャッシュ・フローも赤字となっていた。同社では、引き続きマーケティングのための投資は継続していくものの、それを超える利益、キャッシュ・フローを創出できる体制を構築する方針としている。

しかしながら、想定通りにマーケティング投資等の効果が得られない場合には、経営成績及びキャッシュ・フローに影響を及ぼす可能性がある。

◆ 市場環境の変化の影響を受けやすい

同社の主要な 2 つの事業は、それぞれ中古住宅流通市場及びオフィス市場を中心とした不動産市況に影響を受ける可能性がある。

特にリノベーションマンションの購入にあたっては大多数の顧客が住宅ローンを利用しており、金利が大幅に上昇した場合は、顧客の購入意欲の低下、融資条件が厳格化される可能性がある。

また、不動産関連の税制の変更により、購入者の住宅の購入・保有にかかる負担が増加することで、顧客の購入意欲の低下につながる可能性がある。

これらの事態が発生した場合は、同社の経営成績及び財務状況に大きな影響を与える可能性がある。

◆ 競争優位性について

同社の提供している cowcamo 事業は、具体的なビジネスとテクノロジーを融合させることで優位性を確保しているが、よりテクノロジーに長けた企業による同社のビジネス領域への参入、類似した事業モデルを有する海外企業の日本市場への進出などにより、同社の経営成績及び財務状況に大きな影響を与える可能性がある。

◆ 配当について

同社は、将来の事業展開に即応できる財務体質の強化を重要課題の一つと

して位置づけている。そのため、現時点では内部留保の充実を図り、事業の効率化及び拡大のための投資を積極的に行い、企業価値の向上を図ることが、株主に対する最大の利益還元と考えている。

将来的には、各事業年度における経営成績を勘案しながら利益還元を検討する方針であるが、実施の可能性及びその時期は未定である。

【 図表 6 】 財務諸表

損益計算書	2017/7		2018/7		2019/7 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	346	100.0	531	100.0	1,085	100.0
売上原価	86	24.9	92	17.3	352	32.4
売上総利益	260	75.1	438	82.5	733	67.6
販売費及び一般管理費	365	105.5	923	173.8	721	66.5
営業利益	-105	-30.3	-485	-91.3	11	1.0
営業外収益	16	-	11	-	0	-
営業外費用	2	-	12	-	5	-
経常利益	-91	-26.3	-486	-91.5	6	0.6
税引前当期(四半期)純利益	27	7.8	-401	-75.5	6	0.6
当期(四半期)純利益	27	7.8	-401	-75.5	6	0.6

貸借対照表	2017/7		2018/7		2019/7 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	330	66.3	637	65.3	537	61.2
現金及び預金	307	61.6	333	34.2	392	44.6
販売用不動産	-	-	184	18.9	56	6.4
固定資産	168	33.7	338	34.7	341	38.8
有形固定資産	68	13.7	128	13.1	81	9.2
無形固定資産	49	9.8	79	8.1	119	13.6
投資その他の資産	50	10.0	130	13.3	141	16.1
総資産	498	100.0	975	100.0	878	100.0
流動負債	108	21.7	260	26.7	248	28.2
未払金	32	6.4	136	13.9	51	5.8
固定負債	168	33.7	268	27.5	168	19.1
長期借入金	168	33.7	265	27.2	161	18.3
純資産	221	44.4	446	45.7	461	52.5
自己資本	221	44.4	445	45.6	460	52.4

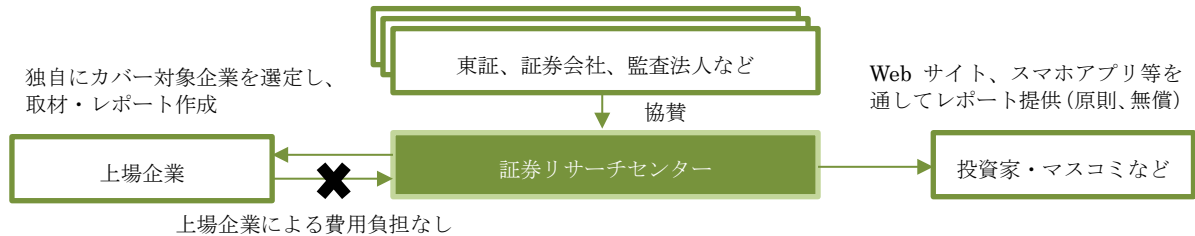
キャッシュ・フロー計算書	2017/7 (百万円)	2018/7 (百万円)
営業キャッシュ・フロー	-81	-618
減価償却費	10	24
投資キャッシュ・フロー	77	-135
財務キャッシュ・フロー	28	753
現金及び現金同等物の増減額	24	0
現金及び現金同等物の期末残高	304	304

(出所) ツクルバ届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

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