

|| 企業調査レポート ||

## AD ワークスグループ

2982 東証プライム市場

[企業情報はこちら >>>](#)

2022年10月14日(金)

執筆：客員アナリスト

佐藤 譲

FISCO Ltd. Analyst **Yuzuru Sato**



FISCO Ltd.

<https://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. 2022年12月期第2四半期累計業績の概要	01
2. 2022年12月期の業績見通し	01
3. 第1次中期経営計画の進捗状況	02
■ 事業概要	03
■ 業績動向	05
1. 2022年12月期第2四半期累計業績の概要	05
2. 事業セグメント別動向	06
3. 財務状況と経営指標	08
4. 2022年12月期の業績見通し	09
■ 中期経営計画	10
1. 第1次中期経営計画の概要	10
2. 基本方針と経営数値目標	12
3. 重点施策と進捗状況	13
■ 株主還元策	17

## 要約

### 収益不動産残高の積み上げが順調に進み、 2023年12月期経常利益20億円の達成が視野に入る

ADワークスグループ<2982>は、事業法人や個人富裕層向けに投資用オフィス・一棟賃貸マンションなどの不動産物件をバリューアップ後に販売する収益不動産販売事業と、保有不動産売却までの期間に得られる賃貸収入や販売後のプロパティ・マネジメント収入などで構成されるストック型フィービジネスを両輪としている。2020年4月に持株会社体制への移行を目的に新設され、子会社となる(株)エー・ディー・ワークスと入れ替わる形で東証第1部に上場し、2022年4月の東証市場区分見直しに伴い、プライム市場へ移行した。

#### 1. 2022年12月期第2四半期累計業績の概要

2022年12月期第2四半期累計(2022年1月~6月)の連結業績は、売上高で前年同期比4.9%増の14,355百万円、経常利益で同28.6%増の629百万円と増収増益となった。国内の収益不動産販売事業が伸長したほか、収益不動産残高の積み上げによる賃貸収入の増加が増収増益要因となった。2022年12月期第2四半期末における収益不動産残高は前年同期比23.1%増の33,736百万円と過去最高水準となっている。また、新規事業の取り組みについても着々と進んでいる。REIT事業に関しては、2022年3月に東海エリアを地盤とする(株)みらいホールディングス(以下、みらいHD)との間で、JMRアセットマネジメント(株)に対して共同出資を行う合弁事業契約を締結し、協働を開始した。オフィスビルやレジデンス物件を中心に300~400億円規模の組成を目標としており、今後も協業するパートナー企業を増やしていく考えである。また、子会社の(株)エンジェル・トーチにてファイナンス・アレンジメント事業を開始すべく、2022年5月に岡三デジタル証券準備(株)\*と(株)FUNDINNO\*に相次いで出資したほか、同年8月にSiiibo証券(株)\*との業務提携を発表した。これら先進的な金融サービスを提供する企業と協業していくことで、企業の多様な資金調達ニーズに対して最適なソリューションを提案するファイナンス・アレンジメント事業を育成する方針である。

\* 岡三デジタル証券準備は、個人投資家向けに「不動産STO(セキュリティ・トークン・オファリング)」「社債STO」などを販売していくことを目的に2022年4月に設立された岡三証券グループ<8609>の子会社。FUNDINNOは未公開ベンチャー企業に投資できる株式投資型クラウドファンディングサービス「FUNDINNO(ファンディーノ)」の運営会社。Siiibo証券はオンラインで社債の発行・購入・管理を行えるプラットフォームサービス「Siiibo(シーボ)」を運営する社債に特化した国内唯一のネット証券会社。

#### 2. 2022年12月期の業績見通し

2022年12月期の業績見通しは売上高で前期比20.2%増の30,000百万円、経常利益で同23.0%増の800百万円と期初計画を据え置いた。第2四半期までの進捗率は売上高で47.9%、経常利益で78.7%と順調に進んでいることから、達成可能な水準と弊社では見ている。下期中規模オフィスや賃貸マンションの仕入強化により収益不動産残高をさらに積み上げながら、収益不動産販売事業、ストック型フィービジネスともに増収増益を目指す。仕入れのために必要となる資金は金融機関からの借入金だけでなく、地方銀行向けに発行するSDGs私募債やクラウドファンディングなども活用して調達する方針だ。

## 要約

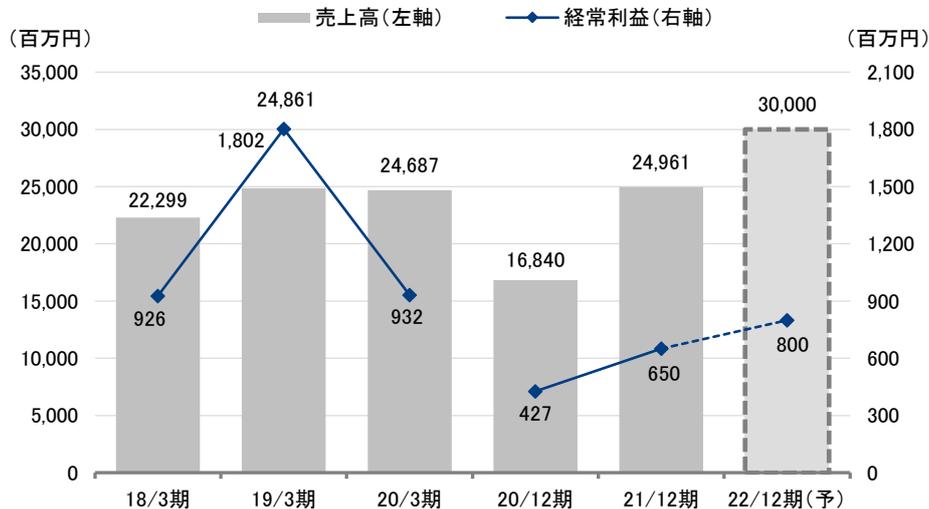
## 3. 第1次中期経営計画の進捗状況

同社は2021年5月に第1次中期経営計画(2021年12月期～2023年12月期)を発表した。基本方針として、1) 資本効率を高め、超過利潤(WACCを上回るROIC)を生み持続的に向上させる経営を目指す、2) 外部資源を積極活用し、創造性と先進性に富んだ組織力を育む、3) 顧客対象を拡張し商品・サービスを広く提供する、の3点を掲げ、並行して“脱”不動産事業(不動産領域以外の新規事業)の育成にも取り組んでいく。最終年度となる2023年12月期の経営数値目標として経常利益20億円、収益不動産残高500億円、ROE8.9%を掲げており、直近までの進捗状況としては、収益不動産残高の積み上げペースがややスローなもの、既存企業の収益については概ね計画通りに伸長している。2023年12月期の経営数値目標としては、経常利益20億円を最優先の必達目標としており、収益不動産残高がやや未達となる可能性はあるが、趨勢的には積み上げていく方向に変わりなく、新規事業も育成しながら持続的な収益成長を目指す方針だ。

## Key Points

- ・2022年12月期第2四半期累計業績は増収増益となり、収益不動産残高も過去最高水準に積み上がる
- ・2022年12月期業績は収益不動産残高を積み上げつつ、2ケタ増収増益を目指す
- ・“脱”不動産事業としてファイナンシャル・アレンジメント事業を開始

## 連結業績推移



注：2020年12月期は9ヵ月の変則決算  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

## 事業概要

### 収益不動産販売事業とストック型フィービジネスを両輪とし、新規事業の育成にも着手

同社の事業セグメントは収益不動産販売事業、ストック型フィービジネスの2つのセグメントに区分されている。また、連結子会社として国内で収益不動産販売事業等を展開するイー・ディー・ワークス、プロパティ・マネジメント業務（以下PM業務）を行う（株）イー・ディー・パートナーズ、リノベーションなどのバリューアップ工事等を行う（株）スミカワADD※、CVC事業を行うエンジェル・トーチ、クラウドファンディングを活用した資金調達等を行う（株）ジュピター・ファンディングなど5社があり、米国では収益不動産販売事業、PM事業、住宅債権への投資事業、不動産開発販売事業を行う子会社及びそれらを統括する事業統括会社等の8社で構成されている。

※ 2022年4月1日付で（株）イー・ディー・デザインビルドを存続会社として（株）澄川工務店を吸収合併し、社名をスミカワADDに変更した。

#### 主要連結子会社

会社名	事業内容
イー・ディー・ワークス	国内収益不動産の仕入・商品企画・販売及び海外事業の戦略企画
イー・ディー・パートナーズ	販売した収益不動産の経営管理をサポートするプロパティ・マネジメント業務
スミカワADD	販売前の収益不動産のリノベーション、販売後の修繕工事を中心に展開
エンジェル・トーチ	CVC事業を推進、スタートアップ企業へ投資を行う
ジュピター・ファンディング	クラウドファンディング等で資金調達を行う
A.D. Works USA	米国における事業統括会社として、PM会社や債券投資会社、開発会社等を統括

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

収益不動産販売事業とは、中古賃貸マンションやオフィスビル等を仕入れ、法的・物的コンディションを整えたうえで、リノベーションなどのバリューアップを施してから販売する事業で、同社の主力事業となる。仕入物件の対象エリアは中古マンションやオフィス等の賃貸需要が旺盛な都市部が中心となる。顧客は主に事業法人や個人富裕層で、マンションでは3～5億円、オフィスビルでは10～40億円の中規模物件を仕入れて、これら顧客に販売する。こうした物件は入居率が高く賃料収入が安定しているほか値下がりリスクも相対的に低く、投資運用対象として手掛けるのに手頃な水準となっている。また、2019年3月期からは、不動産小口化商品「ARISTO」シリーズの販売を開始しており、顧客層の拡大にも取り組んでいる。ここ最近では、商業ビルやオフィスビル等を仕入れる機会も増え、取り扱う物件も大型化する傾向にあるほか、京阪神や名古屋など主要都市部にもエリアを広げつつある。また、米国子会社を通じてロサンゼルスで収益不動産販売事業を行っているほか、2020年にはハワイにも子会社を新設し、賃貸不動産物件の開発販売事業に着手している。

ストック型フィービジネスは、販売用不動産を売却するまでに得られる賃料収入のほか、同社が保有・売却した物件に関するプロパティ・マネジメント収入（建物の維持・管理受託、賃料・管理料徴収、テナント誘致等によるフィー）、既存顧客に対する売買サポートフィー、不動産に関する相続対策等のコンサルティング収入、受託不動産の保守・修繕工事等で構成されている。利益の大半を占める賃料収入は、収益不動産残高が積み上がれば連動して増えていくため、同社にとっては安定収益源の機能を果たしている。

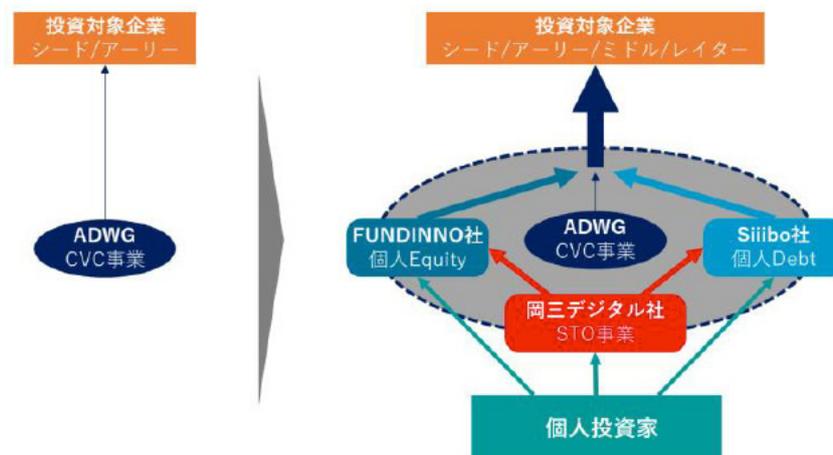
## 事業概要

そのほか、新規事業として REIT 事業や CVC 事業を 2021 年より立ち上げている。REIT 事業については、2021 年 9 月に REIT を運用する JMR アセットマネジメントを設立しており、現在はファンド組成に向けた物件の仕入れと同時に、パートナーづくりを進めている段階にある。2022 年 3 月に東海エリアを地盤に不動産関連事業や投資事業などを行うみらい HD との間で、JMR アセットマネジメントに対して共同出資を行う合併事業契約を締結し、協働を開始した。共同出資後の JMR アセットマネジメントの出資比率は、同社が 88% (88 百万円)、みらい HD が 12% (12 百万円) となる。対象とする物件は首都圏、中部圏、近畿圏、北九州圏などの中核都市圏におけるマンションやオフィスビル等が中心で、当初の組成額としては 300 ~ 400 億円を目標としており、今後もパートナーを拡充して目標額の達成を目指している。

一方、CVC 事業は子会社のエンジェル・トーチで展開している。同社グループの成長を加速度的に進めるため、“脱”不動産事業として新規事業の育成に取り組んでおり、先進的な技術を持つベンチャー企業などへの投資を行っている (2022 年 8 月までに合計 5 社、約 2 億円を出資)。その第 1 弾として、2022 年 8 月に「ファイナンス・アレンジメント事業」構想を発表した。具体的には、2022 年 5 月に出資した岡三デジタル証券準備や FUNDINNO、同年 8 月に業務提携した Siiibo 証券とのネットワークや、同社が自社で実施してきたライツ・オファリングによる資金調達ノウハウなどを組み合わせることで、資金調達で苦勞しているスタートアップ企業や未上場企業だけでなく、株式上場している中小企業なども対象として、最適な資本政策の提案を行っていく事業となる。

岡三デジタル証券準備ではブロックチェーン技術を活用して、個人投資家向けに不動産 STO や社債 STO を販売する事業を開始する予定で、FUNDINNO は個人投資家向けに未公開企業を対象とした株式投資型クラウドファンディングサービスを運営している。また、Siiibo 証券ではオンラインで社債の発行・購入・管理を行えるプラットフォームサービスを運営している。2 千兆円とも言われている個人の金融資産は、その半分以上が現預金で占められており、優良な投資運用先を求めている個人投資家のニーズと企業の資金調達ニーズを先進的なファイナンスサービスでつなげていくことにしている。

## ファイナンス・アレンジメント事業構想



## CVC事業を母体とした「ファイナンス・アレンジメント事業」イメージ

出所：同社プレスリリースより掲載

## 業績動向

### 2022年12月期第2四半期累計業績は増収増益となり、 収益不動産残高も過去最高水準に積み上がる

#### 1. 2022年12月期第2四半期累計業績の概要

2022年12月期第2四半期累計の連結業績は売上高で前年同期比4.9%増の14,355百万円、EBITDA※で同24.9%増の872百万円、経常利益で同28.6%増の629百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益で同10.9%増の384百万円と増収増益となった。第2四半期末の収益不動産残高も積極的な仕入れ活動を行ったことにより、同23.1%増の33,736百万円と過去最高水準まで積み上がった。

※ EBITDA (償却費等控除前営業利益) = 営業利益 + 減価償却費 + ソフトウェア償却費 + のれん償却費

#### 2022年12月期第2四半期累計連結業績

(単位：百万円)

	21/12期2Q累計		22/12期2Q累計		前年同期比
	実績	売上比	実績	売上比	
売上高	13,678	-	14,355	-	4.9%
(収益不動産販売)	11,352	83.0%	11,567	80.6%	1.9%
(ストック型フィービジネス)	2,482	18.1%	2,923	20.4%	17.8%
EBITDA	698	5.1%	872	6.1%	24.9%
(収益不動産販売)	867	7.6%	1,006	8.7%	16.0%
(ストック型フィービジネス)	362	14.6%	566	19.4%	56.4%
経常利益	489	3.6%	629	4.4%	28.6%
親会社株主に帰属する四半期純利益	346	2.5%	384	2.7%	10.9%
収益不動産残高(期末)	27,415		33,736		23.1%

出所：決算短信よりフィスコ作成

同社が主要エリアとしている都心部の投資用不動産の事業環境については引き続き活況を呈している。オフィスビルの賃料は大規模オフィスビルに関しては調整局面が続いているものの、同社が注力する10～40億円クラスの中規模オフィスビルについては下げ止まっており、優良物件については入居率も底堅く推移している。こうしたなか、売上高は収益不動産販売事業が前年同期比1.9%増と堅調に推移したほか、ストック型フィービジネスも賃料収入の拡大により同17.8%増と伸長した。利益面では、収益不動産販売事業における利益率上昇や賃料収入の増加により、人件費や新規事業の立ち上げ費用増を吸収して2ケタ増益となった。

業績動向

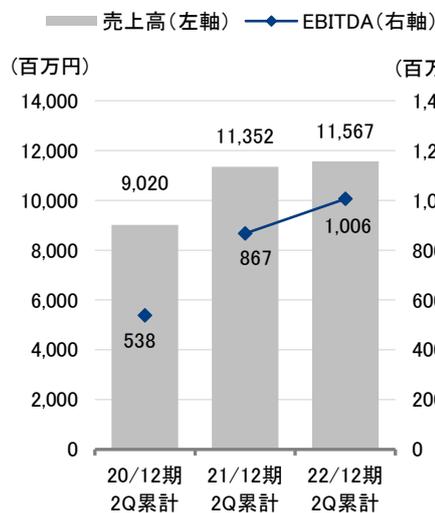
## 中規模オフィスビルを中心に取扱物件の大型化が進む

### 2. 事業セグメント別動向

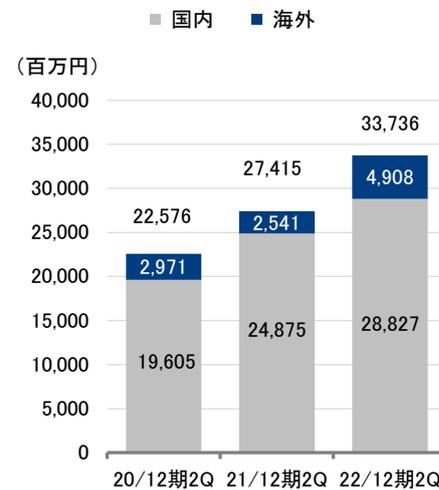
#### (1) 収益不動産販売事業

収益不動産販売事業の売上高は前年同期比 1.9% 増の 11,567 百万円、EBITDA は同 16.0% 増の 1,006 百万円と増収増益となり、仕入活動も積極的に推進したことで第 2 四半期末の収益不動産残高は同 23.1% 増の 33,736 百万円と過去最高水準となった。

収益不動産販売事業の業績推移



収益不動産の期末残高推移



注：20/12 期 2Q 累計は決算期変更に伴い 2020 年 4 月～9 月期の数値  
 出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

国内販売については前年同期の 101 億円（16 棟）から 109 億円（11 棟）に増加した。販売棟数は減少したものの、オフィスビルを中心に物件の大型化に取り組んだことにより金額ベースでは増収となった。一方、仕入高も大型物件の仕入れに注力したことで、前年同期の 101 億円（10 棟）から 107 億円（9 棟）に増加した（将来、組成を予定している REIT 物件も含む）。この結果、第 2 四半期末の収益不動産残高は前年同期の 24,875 百万円から 28,827 百万円に積み上がり、過去最高水準となった。

販売については、需要を的確に捉えた商品企画によりラインナップの拡充に取り組んでいる。中期経営計画のなかで戦略事業の 1 つとして掲げた不動産小口化商品「ARISTO」シリーズについては、第 6 弾となる「ARISTO 西麻布」（販売総額 10.5 億円）を 2022 年 6 月に完売した。同シリーズは 2018 年の販売開始以降、合計 6 物件を完売・運用しているが、これまで販売提携先となる金融機関を 30 行まで拡大している。こうした販売チャネルは、その他の投資商品（国内、米国の 1 棟不動産や現在発行を目指しているデジタル証券等）の販売にも活用できることから、販売力の強化につながっているものと考えられる。

## 業績動向

また、多様なワークスタイルに対応した新商品としてフレキシブルオフィス「Colony # (コロニー)」シリーズの展開を開始し、第1弾となる「Colony # 15 高田馬場」を2022年7月にオープンした。創業間もない起業家や、設立3～5年のスタートアップ企業、ベンチャー企業などを対象として、セットアップオフィス※、コワーキングオフィス、ドロップインオフィス※、シェアオフィスなど様々な形態のオフィスを提供する。当面は自社で保有・運用する方針であり、今後5年間で都心エリアに10拠点程度の開設を目指している（当面はストック型フィービジネスの収益として貢献）。

※ セットアップオフィスとは、内装工事段階でデスクや什器などを揃えて、借主である事業主がすぐに利用できる環境を整えたオフィスを指す。ドロップインオフィスとは、出張中や外回りの営業、テレワーカーなどが、電子メールやWeb会議、簡単な業務などを行うために、短時間仕事ができるオフィスを指す。

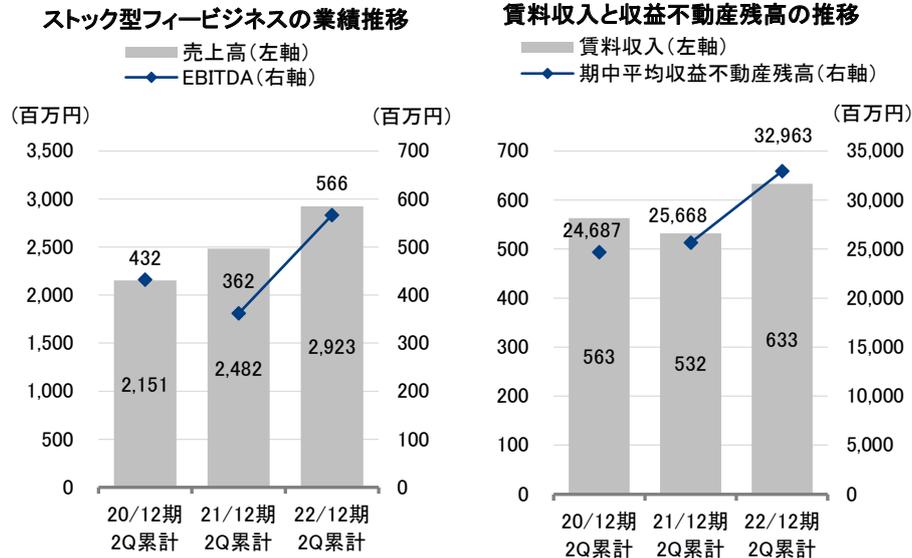
一方、米国販売については前年同期の12億円（5棟）から7億円（1棟+3戸※）に減少した。2021年まで新型コロナウイルス感染症拡大で仕入活動が制限されたことで収益不動産残高が減少し、販売可能な物件が少なかったことが減収要因となった。ただ、仕入高は前年同期の4.7億円（2棟）から22億円（8棟）に増加しており、第2四半期末の収益不動産残高も前年同期の2,541百万円から4,908百万円に積み上がっており、下期以降は販売高も回復するものと予想される。なお、米国における収益不動産残高は2019年6月末の5,821百万円が過去最高水準となっている。

※ LA住宅開発事業（タウンハウス）での区分販売

## (2) ストック型フィービジネス

ストック型フィービジネスの売上高は前年同期比17.8%増の2,923百万円、EBITDAは同56.4%増の566百万円となった。期中平均の収益不動産残高が前年同期比28.4%増の32,963百万円と大きく積み上がったことで、賃料収入が同18.9%増の6.3億円と増収に転じたほか、PM収入や内装工事売上なども堅調に推移したことが増収要因となった。EBITDAはその大半を占める賃料収益の拡大が主な増益要因となった。一方、PM業務についてはオフィスビルに対応したPM業務の体制構築費用が増加した。また、内装工事事業等も人件費等のコストが増加し、それぞれ前年同期並みの利益水準にとどまったと見られる。

## 業績動向



注：20/12 期 2Q 累計は決算期変更に伴い 2020 年 4 月～9 月期の数値  
 出所：決算説明資料よりフィスコ作成

## 収益不動産残高の積み上げにより総資産が増加、 資金調達に SDGs 私募債を発行するなど多様化が進む

### 3. 財務状況と経営指標

2022 年 12 月期第 2 四半期末の財務状況を見ると、総資産は前期末比 4,422 百万円増加の 46,470 百万円となった。主な増減要因を見ると、販売用不動産及び仕掛販売用不動産が 4,822 百万円増加したほか、現金及び預金が 538 百万円増加した。一方、保有不動産の売却に伴い営業出資金が 1,053 百万円減少した。

負債合計は同 3,585 百万円増加の 30,815 百万円となった。不動産物件取得のため、借入金や社債など有利子負債が 3,279 百万円増加した。また、純資産は同 837 百万円増加の 15,655 百万円となった。配当金 163 百万円を支出した一方で、親会社株主に帰属する四半期純利益 384 百万円を計上したほか、円安の進行により為替換算調整勘定が 654 百万円増加した。

経営指標を見ると、自己資本比率については前期末の 35.1% から 33.6% と若干低下し、有利子負債比率は同 156.2% から 169.0% に上昇した。積極的な仕入活動のための社債やクラウドファンディングも含めて多様な資金調達を実施したことが要因だ。同社は中期経営計画のなかで ROE の向上を目標の 1 つに掲げ、負債性資金を活用する方針を明らかにしている。その一環として、地方銀行 3 行（2022 年 8 月末時点）に対して SDGs 私募債<sup>\*</sup>を総額 500 百万円発行した。今後も SDGs 私募債やクラウドファンディング等を積極的に活用し、収益不動産残高の積み上げを推進する計画となっている。

<sup>\*</sup> 地域社会の課題解決に貢献することを目標とした社債で、発行手数料の一部（発行金額の 0.2% 増当額）で物品を購入し、同社が選定した地域の学校や地方公共団体等に対して、引受銀行を通じて寄贈を行う仕組みとなっている。中期経営計画の基本方針である「SDGs 経営の推進」の取り組み施策の 1 つ。

## 業績動向

## 連結貸借対照表

(単位：百万円)

	20/3期	20/12期	21/12期	22/12期 2Q	増減額
流動資産	34,260	34,399	40,778	45,064	4,285
(現金及び預金)	8,982	7,400	8,433	8,971	538
(販売用・仕掛販売用不動産)	23,135	24,566	28,926	33,748	4,822
固定資産	1,166	1,396	1,235	1,375	140
総資産	35,468	35,850	42,047	46,470	4,422
流動負債	6,100	5,414	6,249	8,396	2,146
固定負債	16,362	17,219	20,980	22,418	1,438
負債合計	22,463	22,633	27,229	30,815	3,585
(有利子負債)	18,935	19,017	23,078	26,358	3,279
純資産合計	13,005	13,216	14,817	15,655	837
経営指標					
(安全性)					
自己資本比率	36.7%	36.8%	35.1%	33.6%	-1.6pt
有利子負債比率	145.6%	140.0%	156.2%	169.0%	12.8pt

注：有利子負債＝借入金＋社債  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

## 2022年12月期業績は収益不動産残高を積み上げつつ、 2ケタ増収増益を目指す

### 4. 2022年12月期の業績見通し

2022年12月期の連結業績は、売上高で前期比20.2%増の30,000百万円、EBITDAで同21.1%増の1,300百万円、経常利益で同23.0%増の800百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で同44.1%増の450百万円と期初計画を据え置いた。第2四半期までの進捗率は売上高で47.9%、EBITDAで67.1%、経常利益で78.7%、親会社株主に帰属する当期純利益で85.4%と順調に進んでいる。収益不動産販売事業における物件の大型化が進んでいるため、その売却時期によって業績変動が大きくなる傾向にあるものの、利益ベースでは達成可能な水準と見られる。

### 2022年12月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	21/12期		22/12期			
	通期実績	売上比	通期計画	売上比	前期比	2Q進捗率
売上高	24,961	-	30,000	-	20.2%	47.9%
EBITDA	1,073	4.3%	1,300	4.3%	21.1%	67.1%
経常利益	650	2.6%	800	2.7%	23.0%	78.7%
税金等調整前当期純利益	650	2.6%	800	2.7%	23.0%	78.7%
親会社株主に帰属する 当期純利益	312	1.3%	450	1.5%	44.1%	85.4%

出所：決算短信よりフィスコ作成

#### 業績動向

低金利が続くなかで国内の投資用不動産の需要は引き続き堅調に推移しており、特に同社がターゲットとする都心エリアの中規模オフィスビルや賃貸マンションに対する需要は旺盛で、下期も「ARISTO」シリーズの販売を予定しているほか、米国でも物件販売増が見込まれる。仕入活動については競争激化が続くなかで、バリューアップ力を強みに適正価格での仕入れを行い、収益不動産残高の積み上げを図る方針だ。一方、ストック型フィージネスについても収益不動産残高の積み上がりによる賃料収入の増加を主因として、2ケタ増収増益が見込まれる。

なお、同社は2022年8月にファイナンス・アレンジメント事業構想を発表し、子会社のエンジェル・トーチを通じて資金調達支援サービスを開始した。前述した岡三デジタル証券やFUNDINNO、Siiiboとのネットワーク構築並びに、同社が今まで蓄積してきた資金調達ノウハウを基に、資金ニーズのある企業に対して最適なファイナンス手法の提案サービスを行っていく。また、その第1弾としてエンジェル・トーチがグロース市場上場の地域新聞社の発行株数の32.57%を創業家から取得したことを発表し（取得価格406円、621,300株、252百万円）、今後地域新聞社に対して資本政策のアドバイザリーサービスを提供する予定である。

## ■ 中期経営計画

### 収益不動産カンパニーから 投資ソリューションカンパニーへと脱皮を目指す

#### 1. 第1次中期経営計画の概要

同社は2021年5月に第1次中期経営計画（2021年12月期～2023年12月期）を発表した。収益不動産カンパニーから投資ソリューションカンパニーへと脱皮し、長期的に持続的な成長を実現していくための準備期間として位置付けており、1) SDGs 経営の推進、2) 「複利の経営」への転換、3) 「プライム市場」の上場、4) 「5年後3割」への通過点、の4つのテーマを掲げ、その取り組みを推進している。

##### 1) SDGs 経営の推進

主力の収益不動産販売事業は、「社会資本とも言うべき不動産のポテンシャルを目利き力と商品企画力で最大化する」という社会的意義を有しており、不動産市場でのESG投資の広がりにも寄与することでSDGs経営を推進していく。前述したSDGs私募債の発行もその取り組みの1つとなる。

##### 2) 「複利の経営」への転換

従来は、売上高や経常利益などの「額」を増やす経営、または経常利益率など「率」を高める経営を推進してきたが、今後は投下資本が生み出す利益を重要視する「利回りの経営」、さらに再投資のリターンを長期継続する「複利の経営」に転換していく。

中期経営計画

3) 「プライム市場」の上場維持基準クリア

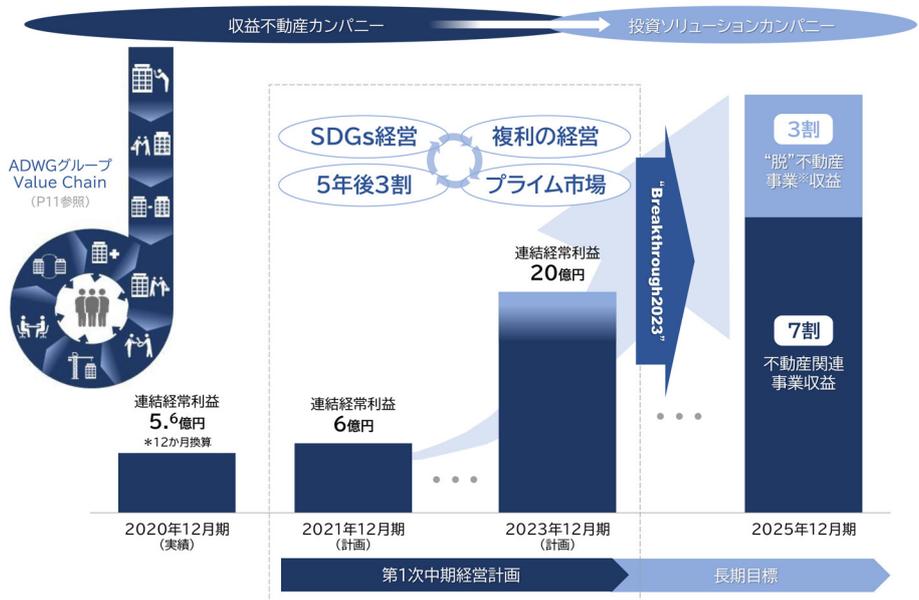
2022年4月の東京証券取引所の市場再編において、同社は「プライム市場」への上場を選択した。「プライム市場」に移行することが同社の事業価値を向上させ、中長期的な企業価値向上の実現において必要と考えたためだ。なお、移行基準日(2021年6月30日)において、流通株式時価総額が52億円と上場維持基準である100億円の基準を満たしていなかったことから、同年9月に上場維持基準の適合に向けた計画書を合わせて提出している。

内容としては、「第1次中期経営計画」の業績目標を達成することで、2024年12月期までに流通株式時価総額100億円の達成を目指す計画である。同社では2023年12月期に親会社株式に帰属する当期純利益13億円を達成できれば、不動産セクターや東証市場一部平均のPERやPBRの水準から見て、流通株式時価総額100億円の達成は十分可能と考えている。

4) 「5年後3割」への通過点

DXによる革新、CVC事業を通じた新たな価値創造、持株会社体制下でのM&Aや資本提携、業務提携の加速により、“脱”不動産事業収益の割合を2025年12月期に全体の3割にするビジョンを掲げ、その実現に向け今後3年間で積極的に事業機会を獲得していく。

目指す将来のイメージ図



出所：第1次中期経営計画資料より掲載

## 2023年12月期に経常利益20億円、 超過利潤（WACCを上回るROIC）の達成が視野に入る

### 2. 基本方針と経営数値目標

中期経営計画における基本方針として、以下の3点に取り組んでいる。

#### (1) 超過利潤

現在、ROIC（投下資本利益率）がWACC（加重平均資本コスト）を下回る状況にあるが、2023年12月期にこれを逆転させて、超過利潤を生み持続的に向上させる経営を目指している。具体的には、2021年12月期はROIC1.7%に対してWACCが3.7%となり、超過利潤は-2.0ポイントとなっているが、2023年12月期にはROICを4.1%、WACCを3.2%とし、超過利潤で+0.9ポイントを目指す（既存事業のみの計画で、ノンアセット事業等が収益貢献すれば超過利潤の増大余地となる）。

#### (2) 外部資源

DXなど高速展開する最新の知見を取り込むために、持株会社体制のもとCVCによって先鞭をつけ、M&Aや資本提携、業務提携等を展開し、外部資源を積極活用していくことで創造性と先進性に富んだ組織力を育み、新規事業の育成を図る。前述したファイナンス・アレンジメント事業構想がその1例として挙げられる。

#### (3) 顧客拡張

顧客層は個人富裕層を主軸としつつ、インターネットも活用して顧客の裾野を広げていくほか、事業法人や機関投資家へと対象顧客を拡張していく。具体的には、小口化不動産販売事業の強化や、今後組成を予定しているREIT事業での展開が挙げられる。

こうした取り組みを推進していくことで、2023年12月期に売上高306億円、EBITDA27億円、経常利益20億円、親会社株主に帰属する当期純利益13億円、ROE8.9%、収益不動産残高で500億円を目指す（2021年5月時点の計画であり、今後更新される可能性がある）。

ROEについては、これまでエクイティ・ファイナンス等も活用し純資産を増強してきたため2021年12月期までは2%台と低水準であったが、今後は有利子負債など他人資本を積極活用することで資本効率を高めていく。具体的には、2022年6月末の有利子負債263億円（借入金254億円、社債9億円）に対して、2023年12月期には銀行借入で400億円、その他負債（クラウドファンディング、SDGs私募債、STO※等）で20億円を調達する計画となっている。純資産は、2022年6月末時点で156億円と2023年12月期計画の152億円を超過しているが、円安の進行による為替換算調整勘定の増加が要因となっている。

※ STO (Security Token Offering) とは、ブロックチェーン技術を活用したデジタル証券による資金調達法。

## 中期経営計画

## 経営数値目標

(単位：億円)

	20/12期※1 (12ヶ月換算)	21/12期 計画	21/12期 実績	22/12期 計画	23/12期 計画
売上高	224	230	249	300	306
EBITDA	10.1	11.0	10.7	13.0	27.0
経常利益	5.6	6.0	6.5	8.0	20.0
親会社株主に帰属する 当期純利益	3.5	3.9	3.1	4.5	13.0
収益不動産残高	246	250	289	337 ※ 3	500
総資産	358	362	420	464 ※ 3	622
純資産	132	135	148	156 ※ 3	152
有利子負債	190	-	230	263 ※ 3	420
WACC ※ 2	3.8%	3.9%	3.7%	-	3.2%
ROIC ※ 2	2.0%	2.2%	1.7%	-	4.1%
超過利潤	-1.8pt	-1.7pt	-2.0pt	-	0.9pt
ROE	2.7%	-	2.2%	-	8.9%

※ 1 2020年12月期は9ヵ月変則決算。収益不動産残高、総資産、純資産以外は12ヵ月換算した数値。

※ 2 WACC：株主資本コスト8%、有利子負債コスト1.5%、税率35%として算出

ROIC：NOPAT（営業利益×（1－実効税率））/（期中平均株主資本＋有利子負債）

※ 3 2022年6月末時点

出所：中期経営計画資料よりフィスコ作成

全体的な進捗状況としては、収益不動産残高の積み上げペースが若干遅れているが、今後も適正利潤を確保できると判断した物件については積極的に仕入活動を行う方針だ。2023年12月期の経常利益が20億円と2022年12月期比で2.5倍増の計画となっており、ハードルがやや高いように見えるが、手持ちの収益不動産物件を販売することで達成可能と見られる。実際、同社の過去最高経常利益を達成した2019年3月期(1,802百万円)の直前期である2018年3月期末の収益不動産残高は223億円と現状の7割弱の水準しかなく、物件を販売することで利益を拡大することは可能と見られる。同社でも2023年12月期は業績目標の達成を最優先事項として取り組む意向であることから、経常利益20億円の達成は十分可能であろう。

## “脱”不動産事業として ファイナンシャル・アレンジメント事業を開始

### 3. 重点施策の進捗状況

重点施策としては、既存事業を太く強くする施策、“脱”不動産事業を具現化する施策、並びにこれらの共通施策として、以下の取り組みを推進している。

### (1) 既存事業を太く強くする施策

#### a) バリューチェーンの強化

コア事業である収益不動産販売事業では、エー・ディー・ワークスが物件選定 / 仕入れ / バリューアップ / 販売を、エー・ディー・パートナーズが PM をはじめとする顧客対応を、スミカワ ADD がバリューアップ工事 / 修繕工事をそれぞれ提供しており、各事業会社が専門性とコスト効率を追求すると同時に、事業会社間の相互連携を向上させることでバリューチェーンをさらに強化し、ワンストップソリューションプロバイダーとして競争力を高めている。

収益不動産残高の積み上げに加えて、時代のニーズを的確にキャッチした商品企画によるラインアップの拡充にも取り組んでいる。一例として、2022年12月期より多様な働き方ニーズにマッチしたフレキシブルオフィス「Colony #」シリーズをオープンし、自社運用を開始している。今後も収益不動産販売事業の強化を図るため、商品企画等の人員体制を強化する方針だ。

また、REIT 事業や開発事業の進捗に合わせたアセットマネジメント業務や PM 業務の対応力強化にも取り組み、エー・ディー・パートナーズにおけるフィー収入をさらに拡大していくほか、2022年4月にグループ会社を統合して発足したスミカワ ADD における統合効果も 2023年12月期以降に顕在化してくるものと期待される。

#### b) 収益不動産残高の再拡充

一定量の優良な収益不動産残高を保有することにより、不動産相場と顧客ニーズとの双方を睨みながら、コントロール的に販売を展開し必要な収益を確保すると同時に、保有する収益不動産から得る賃料収入によって収益の安定化を生み出す従来の成長戦略を継続し、2023年12月期の目標である500億円達成に向けて残高の積み上げを図る。

特に、2021年12月期以降は10～40億円の中規模オフィス物件の仕入れを積極的に進めており、このなかには、REIT 事業や開発事業を見据えた仕入れも含まれている。今後も引き続きこれら物件の仕入れを加速していくほか、組織力・人材力・マーケティング・IT など、バックアップ機能の拡充を進める予定だ。エー・ディー・ワークス、エー・ディー・パートナーズ、スミカワ ADD の3事業会社のノウハウを結集し、連携を強化していくことでさらなる事業拡大を目指す。

#### c) REIT 事業による事業基盤の増強

REIT 事業への参画によって、収益不動産の仕入れから販売に至る事業基盤を増強し、金融機関からの資金調達力を含めた事業規模の拡大を目指している。REIT 組成に向けて、2021年9月には、JMR アセットマネジメントを設立した。投資対象エリアは首都圏、近畿圏、中部圏、北部九州圏を中心とする中核都市圏で、オフィスビルやレジデンスが中心となり、組成額としては300～400億円規模を計画している。

自社単独では時間も資金も掛かることから、それぞれのエリアで展開している同業者をパートナーとすることで、早期の運用開始を目指している。2022年3月には東海エリアを地盤に不動産事業等を展開するみらいHDとの間で合弁事業契約を締結しており、今後、中部圏ではみらいHDが中心となって仕入れを進めていくものと見られる。そのほかのエリアについてもパートナー企業を探索中となっている。

#### d) 開発事業による事業規模の拡充

開発事業では、2021 年より福岡県で新築オフィスビル「(仮称) 大名 2 丁目オフィス」プロジェクト (12 階建て、敷地面積：約 228m<sup>2</sup>/ 延床面積：約 1,223m<sup>2</sup>) に着手している。同ビルは、熱負荷の低減や資源の有効活用、人間の健康・ウェルネスへの配慮などを施し、環境認証を取得した物件となる。建設資金はクラウドファンディングを活用して、地球環境保全の主旨に賛同する個人投資家から 5 億円を調達した。クラウドファンディングを活用したグリーンローン調達としては、国内初のケースとなる。そのほか、京都の中心部である河原町エリアで 300m<sup>2</sup> の用地を購入し、商業ビルの開発を進めているほか、都内でも開発案件を複数検討している。

今後はこれらプロジェクトを着実に進めていくことで、売上高で 20～40 億円規模の案件を年に 2～3 棟ペースで仕上げていくことにしている。なお、これら物件に関しては「ARISTO」シリーズとして販売するか、REIT の組成物件に組み入れることになりそうだ。

#### e) 小口化不動産販売事業のコア事業化

不動産特定共同事業法にもとづく小口化不動産販売事業は、不動産投資に対する個人投資家層の裾野の広がりにより成長が期待できる事業として位置付けており、2021 年より組織も「資産運用事業本部」として独立させて強化を図っている。2022 年 6 月末までに「ARISTO」シリーズは合計 6 物件、累計 77.5 億円を売売・運用しており、販売提携先の地域金融機関も 30 行になるなど販売チャネルも拡大している。今後もこれら販売チャネルを活用して、「ARISTO」シリーズの販売を継続的に行う計画となっているほか、今後の商品化を検討している不動産 STO など新たな投資商品の販売にも活用することを視野に入れている。

#### f) 海外事業の「複合バリューチェーン」展開

米国ロサンゼルスで展開している収益不動産販売事業は、国内のバリューチェーンを移植・応用する形で 2013 年に開始し、累計 66 棟を超える販売を行ってきた。2021 年には新たな取り組みとして、現地パートナーとの協業により、現地向け住宅の開発事業も開始し、2022 年 12 月期第 2 四半期累計で区分販売の実績を挙げている。そのほか、ハワイでも高騰する住宅事情に対処する格好で制定された通称 Bill7<sup>\*</sup>と呼ばれる現地法令に着目し、賃貸住宅の開発を進めている。2024 年 1 月に完成する予定で、30 戸 / 棟程度の賃貸住宅をまずは 1 棟完成させ、自社保有物件として運用する予定である。

<sup>\*</sup> 高騰するハワイの住宅事情に対処するため、手頃な価格で賃貸住宅を提供できるよう 2019 年に制定された法令。建築基準の緩和や、行政に対する支払い手数料の免除等、開発事業に対するインセンティブの付与などが法令化され、民間企業が参入しやすくなった。

海外事業では今後、これら 3 つの事業を強化しながら、資金とノウハウを循環させる独自の複合バリューチェーンを構築する方針となっている。なかでも、国内投資家を対象とする収益不動産販売事業用の物件仕入を強化していくことが事業拡大に向けて重要と考えている。米国では金利上昇により新築住宅着工戸数の冷え込みが予想されるものの、賃貸住宅の需要は堅調に推移する見通しだ。仕入環境については現金で仕入れを行うことが強みとなりそうで、収益不動産残高を積み上げていく好機になると見られる。

## (2) “脱”不動産事業を具現化する施策

同社は今後の成長に向けて、迅速な経営判断による積極的な M&A、資本提携、業務提携等を推進していくこと、リスクを取った“攻め”と手堅く堅実な“守り”を同時に追求していくこと、時代を先取りした人事制度・報酬制度を導入していくこと等を目的に、2020年4月に持株会社体制に移行した。特に、エンジェル・トーチによる CVC 事業を強化し、その延長として M&A や資本提携、業務提携を積極的に推進することで、新規事業の創出・育成を図る方針だ。まずは、前述したファイナンス・アレンジメント事業を育成していくことになる。

エンジェル・トーチでは事業開始以降、不動産テック、FinTech、DX 等の様々な領域にわたるベンチャー企業の投資案件を数多く検討しており、このうち5社に総額2億円強の投資を実行している。2022年以降では、ファイナンス・アレンジメント事業構想を担う岡三デジタル証券準備、FUNDINNO の2社に出資したほか、WEB3.0の世界を見据え、ブロックチェーン技術を応用しリアル空間とデジタル空間をつなげるサービスを展開するベンチャー企業、(株)レシカへの出資を行った。

レシカはスマートフォン上で不動産 NFT の保有・売買ができるプラットフォーム「ANGO (あんど)」※を開発し、2022年中にもサービスを開始する予定となっている。同社は同事業には関わらないものの、将来的に不動産 NFT の商品化を見据えており、その研究を目的に出資を行った。

※リアル物件と紐づいたデジタル物件の NFT を販売するサービス。同 NFT の所有者は、デジタル物件に NFT アートを飾ることができるほか、デジタル物件と連動したリアル物件に宿泊する権利と、所有者限定のイベントや物件の運営に関与するコミュニティに参加する権利が得られる。

同社では今後も既存事業の「深化」と同時に、CVC 事業を通じて“脱”不動産事業として新規事業を創出・育成する方針だ。また、育成する新規事業と不動産事業とのシナジーを効かせることで、2025年12月期には全体収益の約3割を“脱”不動産事業等で稼ぎ出すことを目標としている。現時点では約3割という目標はハードルが高いが、今後のファイナンス・アレンジメント事業の成長度合いや M&A の動向次第では達成できる可能性もある。なお、ファイナンス・アレンジメント事業に関しては、金融に関する専門知識が必要となるが、エンジェル・トーチにはまだ人材が揃っていないため、今後体制を強化する方針である。

## (3) 共通施策

### a) Debt 性資金の活用

資金調達手段として、今後はエクイティ・ファイナンスよりも Debt 性資金を活用する方針を打ち出しており、そのなかでクラウドファンディングや SDGs 私募債などの活用も積極的に進めていく。Debt 性資金の積極活用により収益不動産残高の積み上げと収益拡大、並びに CVC 事業の強化を図り、「超過利潤の獲得」「ROE の向上」を実現していく戦略となっている。

### b) フィービジネスなどノンアセット事業の強化・探索

ノンアセット事業では、業容拡大に比例して管理物件棟数やオーナーとのリレーション数、売買物件情報量が増加するため、売買仲介や PM、リノベーション工事等のフィービジネスのチャンスも乗数効果を伴って増加していくことが期待される。

事業会社のうち、PM 業務を展開するエー・ディー・パートナーズや、バリューアップ工事及び修繕工事を行うミカワ ADD については、バリューチェーンの強化において存在感を発揮する一方で、フィー収入を基本とするビジネスモデルとなるため資本効率が相対的に高く、両社の収益力を強化することで全体の資本効率も向上していくものと見ている。中長期的には、REIT 事業や開発事業等の規模拡大等によりフィー収入が一段と増加し、収益性も向上していくものと予想される。

#### (4) SDGs の取り組み

同社グループでは、不動産再生をはじめとする事業活動を通じて、ESG 投資の広がりを持続的に寄与する SDGs 経営を推進している。組織体制としては 2021 年 10 月にサステナビリティ委員会を設置し、同委員会で審議され決定した内容について、同社グループ間で共有し事業活動に生かしていく。

「環境」に関しては収益不動産物件のリノベーション施工時における環境配慮商品の使用や廃材のリサイクル、水質保全や節水など環境負荷を低減する活動を行っている。また、「社会」への取り組みでは住宅価格が高騰するハワイにおいて、手頃な価格で提供できる賃貸住宅の開発に着手しており、開発事業を通じた社会貢献に取り組んでいる。「ガバナンス」への取り組みでは、2022 年 1 月に CG 委員会を設置し、その対応方針や取り組みについて 2022 年 4 月に発行した「コーポレート・ガバナンス報告書」に纏めており、会社ホームページにも掲載している。

## 株主還元策

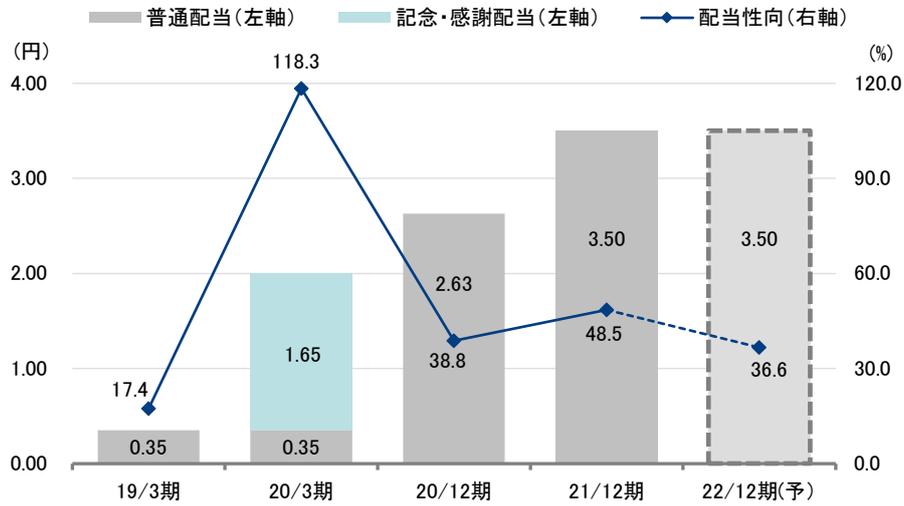
### 安定配当を基本に株主優待制度も含めた投資利回りは約 5% に

株主還元策について、同社は配当金と株主優待制度を導入している。配当金については、中期的な視点に立ち、企業体質の強化と将来の事業展開に備えるための内部留保、将来を見据えた投資資金を確保しつつ、業績に応じ一定程度の配当を安定的に実施することを基本方針としており、2022 年 12 月期の 1 株当たり配当金については前期比横ばいの 3.5 円（配当性向 36.6%）を予定している。

また、株主優待制度を導入しており、株主とのリレーション強化を目的とした「AD ワークスグループ株主クラブ」を通じて各種サービスを実施している。同クラブには 6 月末、12 月末時点で 1 単元（100 株）以上保有の株主が会員登録できる。サービス内容は、IR ニュース等の情報配信サービス（全会員向け）と、優待ポイント制度（プレミアム会員向け）に分けられる。プレミアム会員とは 1,000 株以上保有の株主となり、株式保有数に応じて 1 ポイント 1 円相当の優待ポイント（1 年間有効）が付与される。優待ポイントは、各種商品（全国の名産品、ワイン、旅館宿泊券、ゴルフ用品等、2,000 種類以上から選択）と交換することが可能だ。株主優待も考慮した配当利回りについて見ると、9 月 22 日終値（154 円）で試算すると 4.9% となる（1,000 株を 1 年間保有した場合）。

株主還元策

1株当たり配当金と配当性向



注：20/3期以前はエー・ディー・ワークスによる配当金  
出所：決算短信よりフィスコ作成

ADワークスグループ株主クラブ会員向け優待ポイント付与額

(1ポイント = 1円相当)

保有株式数	進呈ポイント数	権利確定日
1,000株以上～3,000株未満	2,000ポイント	毎年6月末及び12月末
3,000株以上～5,000株未満	9,000ポイント	
5,000株以上～7,000株未満	20,000ポイント	
7,000株以上	25,000ポイント	

出所：プレスリリースよりフィスコ作成

#### 重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

#### ■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp