

|| 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 >>>](#)

2023 年 4 月 3 日 (月)

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月期の業績概要	01
2. 2023年12月期の業績見通し	02
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	06
1. 2023年12月期の業績概要	06
2. 事業セグメント別動向	07
3. 財務状況と経営指標	10
4. 2023年12月期の業績見通し	11
■ 中期経営計画	13
1. 第1次中期経営計画の概要	13
2. 基本方針と経営数値目標	15
3. 重点施策と進捗状況	17
■ 株主還元策	21

■ 要約

商品企画力を強みに収益不動産販売事業が好調、 2023 年 12 月期は大幅増収増益へ

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（以下、PM）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）イー・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 月期の業績概要

2022 年 12 月期の連結業績は、売上高で前期比 11.6% 増の 27,856 百万円、経常利益で同 46.6% 増の 953 百万円と 2 ケタ増収増益を達成した。商品企画力を軸に積極的な仕入・販売活動を行った結果、主力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り賃貸収入等のストック型フィービジネスも好調に推移した。ここ 1～2 年は中規模オフィスの仕入販売等も強化し、1 棟当たりの仕入・販売単価上昇により営業効率が向上していることも好業績の一因となっている。2022 年 12 月期末における収益不動産残高は前期末比 43.4% 増の 41,476 百万円と過去最高を大きく更新した。また、新規事業の取り組みとして、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）※1 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（同年 12 月に資本業務提携に発展）。これら先進的な金融サービスを提供する企業と協業することで、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していく。

※1 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）※2」「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。なお、同社は 2023 年 3 月 29 日付で、岡三デジタル証券準備との資本関係を解消し、新たに業務提携契約を締結した旨のプレスリリースを公表している。

※2 STO（セキュリティトークンオファリング）とは、株式や社債、不動産などの証券をブロックチェーン上でトークンとして発行することで資金調達を行うこと。

要約

2. 2023年12月期の業績見通し

第1次中期経営計画の最終年度となる2023年12月期の連結業績は、売上高で前期比43.6%増の40,000百万円、経常利益で同96.1%増の1,870百万円と大幅増収増益を見込んでいる。同社がターゲットとする都市部での中規模オフィスや賃貸マンションの需要は堅調で、引き続き収益不動産残高を積み上げながら、収益不動産販売事業、ストック型フィービジネスともに伸ばしていく。また、不動産小口化商品のARISTOシリーズで複数物件の販売を予定しており、増収並びに利益率の向上に貢献する見通しだ。仕入れのための資金については、手持ち物件の売却で得られる収入に加えて、金融機関からの借入金や地方銀行向けに発行するSDGs私募債[※]なども活用して調達する方針で、収益不動産残高は500億円程度の水準まで積み上げていく。なお、新規事業については業績計画には織り込んでいない。

[※] 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%相当額）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。

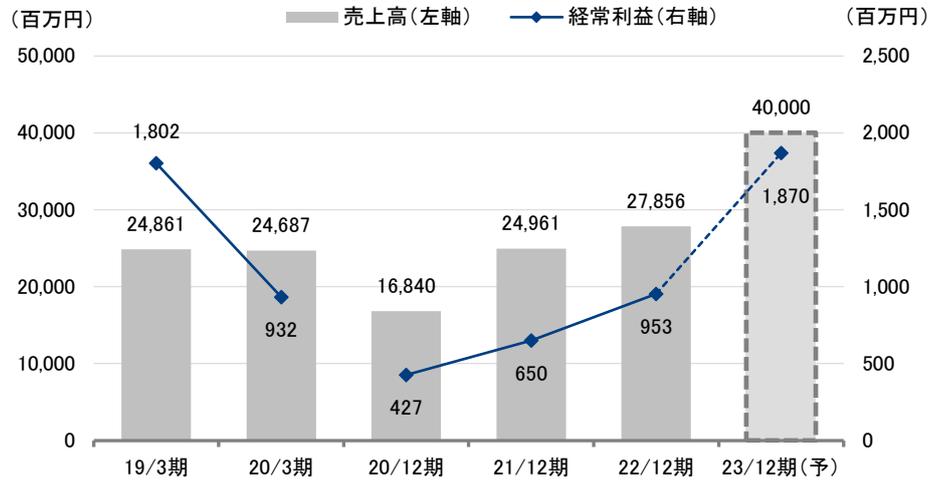
3. 第1次中期経営計画の進捗状況

2021年5月に発表した第1次中期経営計画（2021年12月期～2023年12月期）では、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点を基本方針とし、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ことを挙げている。最終年度となる2023年12月期の経営数値目標は、税金等調整前当期純利益20億円を設定し、2022年12月期まではおおむね順調に進んでいるものと評価される。2023年12月期も業績計画を達成すれば、ROICが3.7%とWACCの3.2%を上回ることになり超過利潤を達成できることになる。なお、株主還元策として、配当による還元を強化していく方針を掲げており、2023年12月期の1株当たり配当金は前期比3.5円増配の8.0円を予定している（2023年3月3日終値170円で換算すると配当利回り4.7%）。

Key Points

- ・ 2022年12月期は収益不動産販売事業の拡大等により2ケタ増収増益を達成
- ・ 2023年12月期の税金等調整前当期純利益は豊富な収益不動産残高をベースに前期比2倍増の20億円に急拡大する見通し
- ・ 収益不動産事業の更なる強化と新規事業の育成により2024年12月期以降も更なる成長を目指す

要約

連結業績推移


注：2020年12月期は9ヶ月の変則決算
 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エー・ディー・ワークス、PM業務を行う(株)エー・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・タッチ、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)エー・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。

AD ワークスグループ | 2023 年 4 月 3 日 (月)
 2982 東証プライム市場 | <https://www.adwg.co.jp/ir/>

事業概要

主要連結子会社

会社名	事業内容
エー・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
エー・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 PM 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いうえで、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・オフィスビル 10～20 億円の中小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、2018 年から不動産小口化商品「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 PM 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、同社にとって安定収益源の機能を果たしている。

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、北部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。

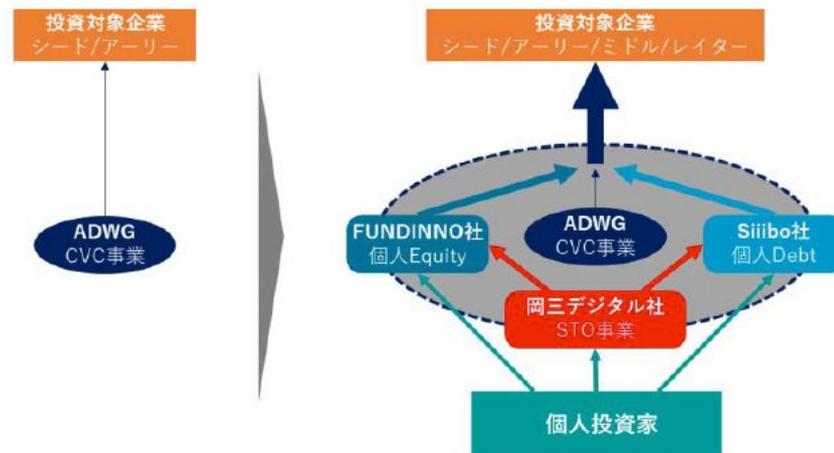
ADワークスグループ | 2023年4月3日(月)
2982 東証プライム市場 | <https://www.adwg.co.jp/ir/>

事業概要

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12月までに合計6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（同年12月に資本業務提携に発展）とのネットワークや、同社が自社で実施してきたライセンス・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う資金調達支援サービスとなる。

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月期は収益不動産販売事業の拡大等により 2ケタ増収増益を達成

1. 2023年12月期の業績概要

2022年12月期の連結業績は売上高で前期比11.6%増の27,856百万円、EBITDA※で同41.2%増の1,515百万円、経常利益で同46.6%増の953百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で同68.8%増の527百万円と2ケタ増収増益を達成し、会社計画に対しても売上高を除いてすべて上振れて着地するなど好調な決算だったと言える。また、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、前期末比で43.4%増の41,476百万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月期連結業績

(単位：百万円)

	21/12期		会社計画	22/12期		前期比	計画比
	実績	売上比		実績	売上比		
売上高	24,961	-	30,000	27,856	-	11.6%	-7.1%
(収益不動産販売)	20,318	81.4%	-	22,314	80.1%	9.8%	-
(ストック型フィービジネス)	4,942	19.8%	-	5,868	21.1%	18.7%	-
売上総利益	4,731	19.0%	-	5,385	19.3%	13.8%	-
販管費	3,797	15.2%	-	4,008	14.4%	5.6%	-
EBITDA※	1,073	4.3%	1,300	1,515	5.4%	41.2%	16.6%
(収益不動産販売)	1,498	7.4%	-	1,713	7.7%	14.4%	-
(ストック型フィービジネス)	743	15.0%	-	1,335	22.8%	79.7%	-
経常利益	650	2.6%	800	953	3.4%	46.6%	19.2%
税金等調整前当期純利益	650	2.6%	800	910	3.3%	40.0%	13.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	312	1.3%	450	527	1.9%	68.8%	17.2%
収益不動産残高(平残)	27,796		-	34,876		25.5%	-
収益不動産残高(期末)	28,914		-	41,476		43.4%	-

※ EBITDA = 営業利益 + 償却費等

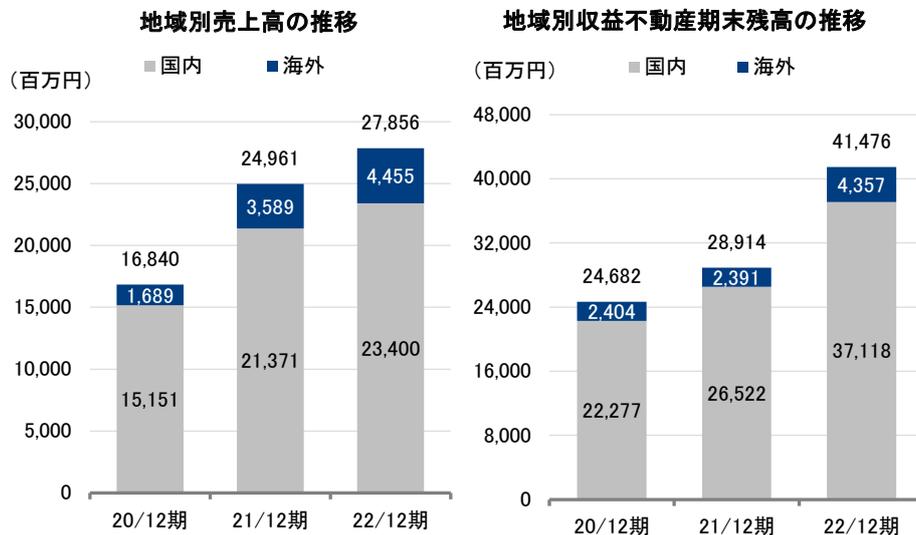
出所：決算短信よりフィスコ作成

世界的な金融引締めや物価上昇、急激な為替変動などにより景気の先行き不透明感が続くなかでも、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は、低金利を背景として活況が続いた。オフィスビルの賃料については、大規模オフィスビルで下落傾向が続いたものの、同社が注力する10～20億円規模の中小規模のオフィスビルで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た。また、東京都内の居住用マンション賃料については緩やかに上昇しており、安定的なキャッシュ・フローを求める投資家を中心として物件購入意欲も引き続き堅調に推移した。

業績動向

こうしたなか、売上高は収益不動産販売事業で前期比 9.8% 増、ストック型フィービジネスで同 18.7% 増といずれも伸長し、利益面でも収益不動産販売事業における取扱物件の大型化による営業効率の向上、並びに賃料収入等の増収により EBITDA マージンが同 1.1 ポイント上昇の 5.4% となり、大幅増益につながった。

なお、地域別売上高では国内が前期比 9.5% 増の 23,400 百万円、海外が同 24.1% 増の 4,455 百万円となり、コロナ禍以降、伸び悩んでいた米国事業も回復してきた点は注目される。米国では金利上昇により新築住宅の購入意欲が冷え込んでいる一方で、賃貸住宅の需要が増加し賃料も上昇傾向にある。賃貸物件の仕入環境については金利上昇もあって需給が軟化しており、現金で購入可能（バックファイナンスを活用）な同社にとっては追い風となっているようで、海外の期末収益不動産残高も前期末比 82.2% 増の 4,357 百万円と積み上がっている。



注：20/12 期は 9 ヶ月の変則決算
 出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

取扱物件の大型化により営業効率が向上

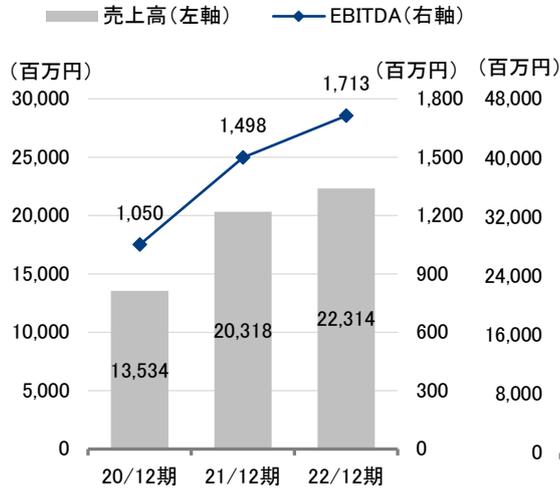
2. 事業セグメント別動向

(1) 収益不動産販売事業

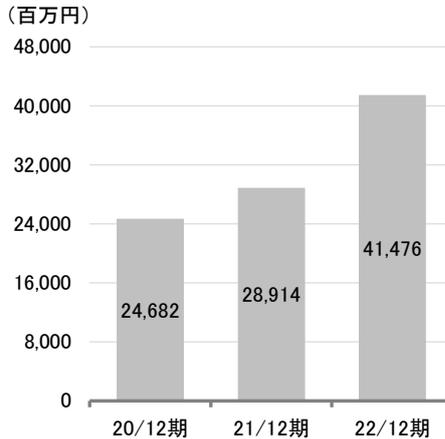
収益不動産販売事業の売上高は前期比 9.8% 増の 22,314 百万円、EBITDA は同 14.4% 増の 1,713 百万円と増収増益となり、EBITDA マージンも取扱物件の大型化による営業効率の向上を主因として、前期の 7.4% から 7.7% に上昇した。また、仕入活動を積極的に推進したことにより、期末の収益不動産残高も同 43.4% 増の 41,476 百万円と過去最高を大きく更新している。

業績動向

収益不動産販売事業の業績推移

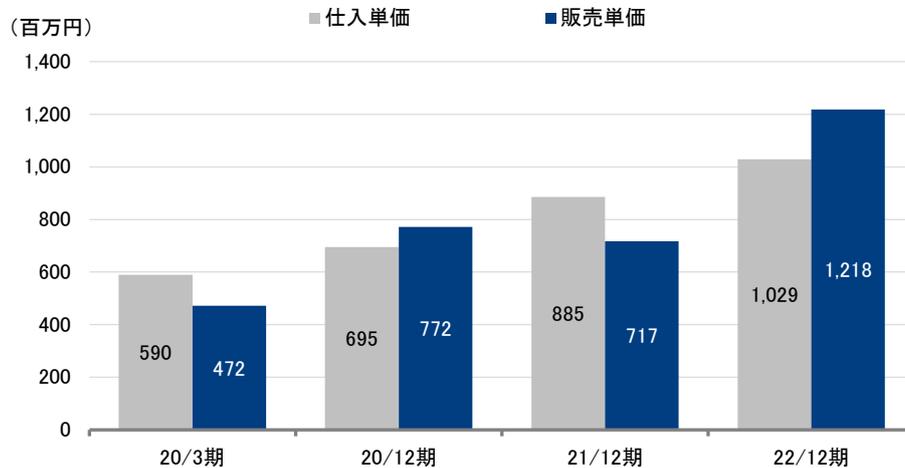


収益不動産の期末残高推移



注：20/12期は9ヶ月の変則決算
掲載数値は内部取引高も含む
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

国内仕入・販売単価の推移



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期の179億円(25棟)から194億円(15棟)となった。販売棟数は減少したものの、オフィスビルを中心に大型物件の販売が進んだことで金額ベースでは増収となった。一方、仕入高は前期の177億円(20棟)から247億円(24棟)と大きく増加した(将来、組成を予定しているREIT物件も含む)。組織体制を強化し、中古マンションを中心に優良物件の仕入れを積極的に進めたことによるもので、仕入単価についても前期比で約16%上昇した。

業績動向

販売に関しては、需要を的確に捉えた商品企画を軸とした仕入れから販売までの好サイクルにより競争力が高まったことや、不動産小口化商品販売事業において金融機関との提携による販売ネットワークの拡充が進んだことが収益増につながった。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）を完売したほか、第7弾となる「ARISTO 表参道」の販売を一部開始したことで、合計約 21 億円の売上を計上した。販売提携先となる金融機関は 30 行まで拡大しており、こうした販売チャネルをその他の投資商品（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）の販売にも活用することで、販売力の強化につなげている。

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。オープン当初から人気で、入居率も高稼働で推移している。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。

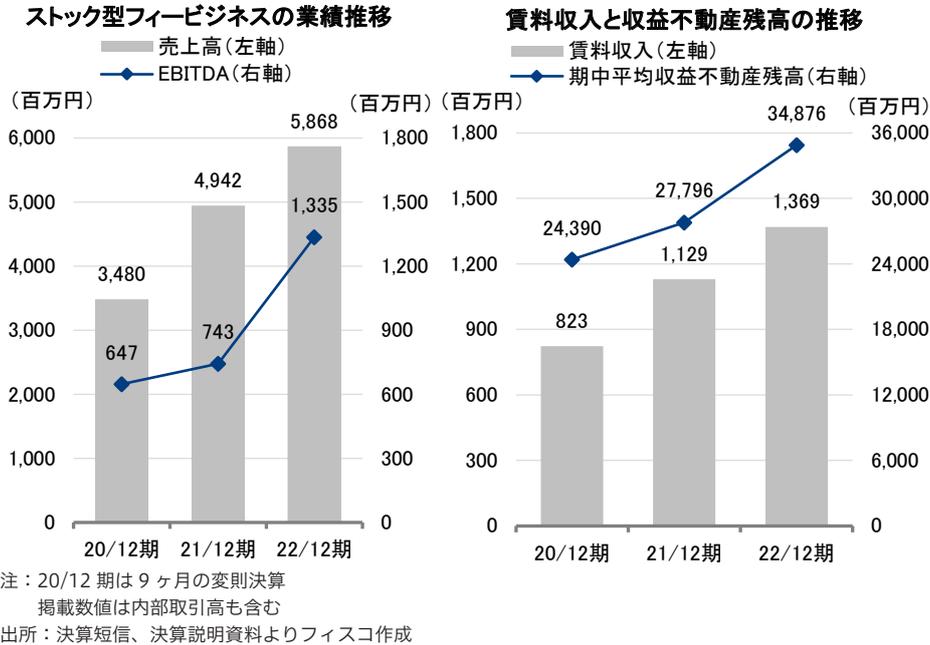
一方、米国販売については前期の 24 億円（9 棟）から 28 億円（6 棟※）に増加した。2021 年まではコロナ禍で仕入活動が制限されたことにより販売も伸び悩んでいたが、仕入活動の再開や開発事業によるタウンハウスの区分販売（4 戸、4.5 億円）を売上計上したことで増収につながった。また、仕入高は前期の 7.9 億円（3 棟）から 33 億円（11 棟）に増加しており、期末の収益不動産残高も前期末の 2,391 百万円から 4,357 百万円に積み上がった。米国における収益不動産残高は 2019 年 6 月末の 5,821 百万円が過去最高水準となっており、今後も事業拡大に向けて残高を積み上げていく方針だ。

※ LA 住宅開発事業（タウンハウス）での 1 棟（区分販売 4 戸）含む

(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期比 18.7% 増の 5,868 百万円、EBITDA は同 79.7% 増の 1,335 百万円となった。期中平均の収益不動産残高が同 25.5% 増の 34,876 百万円と積み上がったことで、賃料収入が同 21.3% 増の 1,369 百万円と伸長したほか、PM 収入や米国でのオーナー物件売却に伴う仲介手数料収入の増加が増収要因となった。一方、スミカワ ADD による内装工事については物価上昇の影響もあって伸び悩んだ。EBITDA はその大半を占める賃料収益の拡大に加えて、米国での仲介手数料収入の増加が主な増収要因となった。

業績動向



収益不動産残高の積み上げにより総資産が増加、 資金調達も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月期末の財務状況を見ると、総資産は前期末比11,311百万円増加の53,359百万円となった。主な増減要因を見ると、流動資産では現金及び預金が1,008百万円減少した一方で、販売用不動産及び仕掛販売用不動産が12,562百万円増加した。また、固定資産ではCVC事業での投資先への出資を実施したことなどにより、投資有価証券が412百万円増加した。

負債合計は同10,271百万円増加の37,501百万円となった。不動産物件取得のため、借入金や社債など有利子負債が9,436百万円増加したほか、クラウドファンディング等預り金が671百万円増加した。また、純資産合計は同1,040百万円増加の15,857百万円となった。配当金164百万円を支出した一方で、親会社株主に帰属する当期純利益527百万円を計上したほか、円安の進行により為替換算調整勘定が524百万円増加した。

業績動向

経営指標を見ると、自己資本比率が前期末の35.1%から29.6%に低下した。物件取得資金として金融機関からの借入金やクラウドファンディング等を積極的に活用したことが要因で、有利子負債比率は逆に同156.2%から206.0%に上昇した。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、2022年12月期は地方銀行5行に対してSDGs私募債を総額900百万円発行した。今後は自己資本比率の水準も意識しつつ、保有物件の回転により資金効率を高めて事業の拡大とROEの向上を図っていく方針だ。

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	20/3期	20/12期	21/12期	22/12期	増減
流動資産	34,260	34,399	40,778	51,735	10,956
(現金及び預金)	8,982	7,400	8,433	7,425	-1,008
(販売用・仕掛販売用不動産)	23,135	24,566	28,926	41,488	12,562
固定資産	1,116	1,396	1,235	1,593	358
総資産	35,468	35,850	42,047	53,359	11,311
流動負債	6,100	5,414	6,249	9,099	2,850
固定負債	16,362	17,219	20,980	28,401	7,421
負債合計	22,463	22,633	27,229	37,501	10,271
(有利子負債)	18,935	19,017	23,078	32,515	9,436
純資産合計	13,005	13,216	14,817	15,857	1,040
経営指標					
(安全性)					
自己資本比率	36.7%	36.8%	35.1%	29.6%	-5.5pt
有利子負債比率	145.6%	140.0%	156.2%	206.0%	49.8pt
(収益性)					
ROA (総資産経常利益率)	2.8%	1.2%	1.7%	2.0%	0.3pt
ROE (自己資本当期純利益率)	5.0%	2.0%	2.2%	3.4%	1.2pt
EBITDA マージン	6.0%	4.5%	4.3%	5.4%	1.1pt

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

2023年12月期の税金等調整前当期純利益は豊富な収益不動産残高をベースに前期比2倍増の20億円に急拡大する見通し

4. 2023年12月期の業績見通し

2023年12月期の連結業績は、売上高で前期比43.6%増の40,000百万円、EBITDAで同80.1%増の2,730百万円、経常利益で同96.1%増の1,870百万円、税金等調整前当期純利益で同119.7%増の2,000百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で同127.6%増の1,200百万円と大幅増収増益を見込んでいる。

ADワークスグループ | 2023年4月3日(月)
2982 東証プライム市場 | <https://www.adwg.co.jp/ir/>

業績動向

2023年12月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	22/12期		23/12期		
	実績	売上比	計画	売上比	前期比
売上高	27,856	-	40,000	-	43.6%
EBITDA	1,515	5.4%	2,730	6.8%	80.1%
経常利益	953	3.4%	1,870	4.7%	96.1%
税金等調整前当期純利益	910	3.3%	2,000	5.0%	119.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	527	1.9%	1,200	3.0%	127.6%
1株当たり当期純利益(円)	11.32		25.42		

注：23/12期の1株当たり当期純利益は親会社株主に帰属する当期純利益÷(22/12期末の発行済株式数-自己株式数)で算出

出所：決算短信よりフィスコ作成

市場環境としては、不動産売買市場において影響の大きい金融政策の動向がリスク要因となるものの、同社は金融引締め局面が到来する可能性も考慮に入れながら従来の成長戦略を遂行し、第1次中期経営計画の業績目標として掲げた税金等調整前当期純利益20億円の必達と、収益不動産残高の積み上げ並びに収益性の向上を図っていく方針だ。

主力の収益不動産販売事業においては、収益性が相対的に高い「ARISTO」シリーズの販売増を計画している。「ARISTO表参道」の残り分と、2023年1月に販売を開始した環境配慮型オフィスビル「ARISTO福岡大名」(福岡県)の2件で30億円弱の売上を見込むほか、追加商品の投入も検討している。また、前期末の収益不動産残高が400億円を超える水準にあることから、これら保有物件をバリューアップして販売することで300億円を超える売上高は十分達成可能と弊社では見ている。仕入についても積極的に進め、収益不動産残高は500億円程度の水準を目指す。このため、仕入販売体制も強化していく予定で、2023年春の新卒採用を前年の9名から15名に増員したほか、中途採用の増員も進めていく計画だ。

一方、ストック型フィービジネスについては、収益不動産の積み上がりにより賃料収入の増加が見込まれる。期末残高が500億円程度まで積み上がれば期中平均残高は前期比30%程度増加するものと試算され、賃料収入も同程度の増加が見込まれる。また、物件販売・保有件数の増加によってPM収入や仲介手数料収入なども引き続き伸長することが見込まれる。

なお、新規事業となるREIT事業やファイナンス・アレンジメント事業などは、業績計画に織り込んでいない。REIT事業については当初、2022年を目途に私募REITの立ち上げを計画していたが、外部環境の不透明感が強まるなかで出資者側の視線が厳しくなっていること、REIT立ち上げに必要となる物件(300~400億円規模)についても提携ネットワークの拡充が遅れており十分に揃っていないことなどが要因だ。REIT事業に参入する方針には変わらないが、開始時期については現時点では未定となっている。

業績動向

一方、ファイナンス・アレンジメント事業については、2022年に資本業務提携を締結した岡三デジタル証券やFUNDINNO、Siiiboとのネットワークや、同社が今まで蓄積してきた資金調達ノウハウなどを基にして、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進めていく予定となっている。その第1弾として、エンジェル・トーチが2022年に発行株数の32.57%を取得（取得価格406円、621,300株、252百万円）した地域新聞社<2164>に対して、ノンコミットメント型ライツ・オファリング※による資金調達手法を提案し、同年11月に実施されることが決定した。業績への影響はないが、これをモデルケースとして今後は未上場企業等も含めて資金調達支援サービスを広げていくことにしている。

※ライツ・オファリングとは、新株予約権を一定の日における発行会社以外のすべての株主に対して、その保有する株式数に応じて無償で割当て、当該新株予約権の行使によって資金を調達する手法。

■ 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」の上場維持、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。

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。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というもの。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12億円を達成し、その後も持続的な成長が見込める事業基盤を構築できれば、不動産セクターや東証プライム市場平均の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。現在の流通株式比率をもとに試算すると、株価のボーダーラインは250円前後と見られる。

なお、東京証券取引所では2023年1月にプライム上場基準を満たしていない企業に対する「経過措置期間」についての指針を発表した。具体的には、2025年3月以降に到来する上場維持基準の判定に関する基準日から本来の上場維持基準を適用することを原則※1とし、同基準に満たなければ1年間の改善期間に入り、同期間内に基準に適合しなかった場合は、原則として6ヶ月間の監理・整理銘柄指定を経て上場廃止になるというもの※2。同社の場合は12月決算となるため、基準日は2025年12月となり、直前3ヶ月間（2025年10～12月）の平均株価（終値ベース）で流通時価総額100億円を達成する必要がある。

※1 上場維持基準の適合に向けた計画書において、2025年3月を超える期間において上場維持基準をクリアする計画を策定した企業に関しては、同計画書内の期限を採用する。

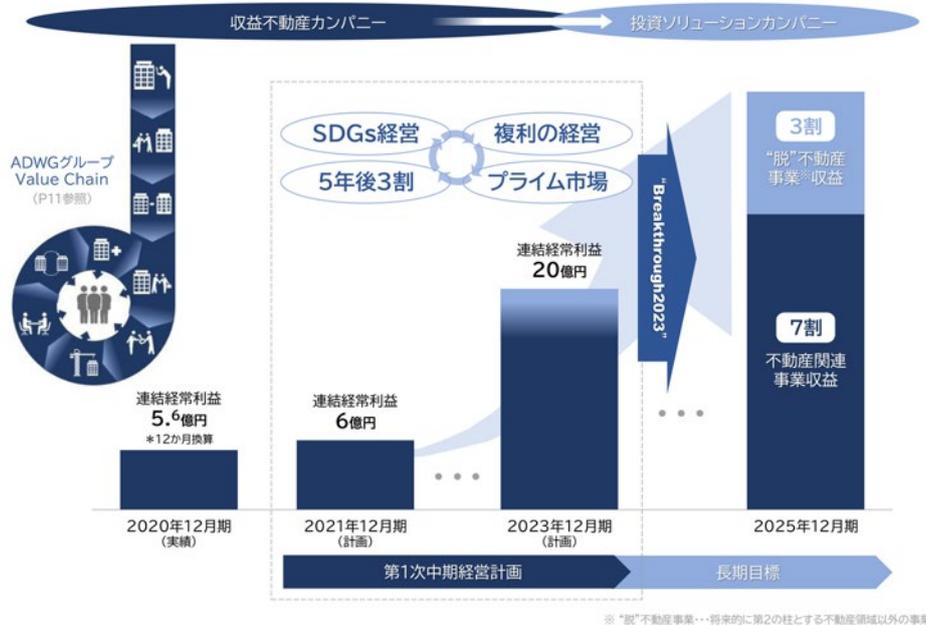
※2 上場維持基準をクリアすることが難しいと判断した企業に対する救済措置として、2023年9月29日を期限としてスタンダード市場への上場を選択、申請することも可能となっている。

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。

中期経営計画

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月期の税金等調整前当期純利益 20億円は射程圏内、 超過利潤 (WACCを上回る ROIC) の達成も視野に入る

2. 基本方針と経営数値目標

(1) 基本方針

a) 超過利潤の達成

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、2022年12月期はROIC2.0%に対してWACCが3.3%となり、超過利潤は-1.3ポイントとなったが、2023年12月期にはROICを3.7%、WACCを3.2%とし、超過利潤で+0.5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）。

b) 外部資源の活用

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がその1例として挙げられる。

c) 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、不動産小口化事業の強化や中小規模のオフィスビルの取扱拡大、今後組成を予定している REIT 事業での展開などが挙げられる。このうち REIT 事業の展開については前述のとおり先送りとなりそうだが、個人富裕層や事業法人など着実に顧客の裾野は広がっている。

(2) 経営数値目標と進捗状況

2022年12月期までの業績はおおむね計画通りに進捗したものと評価される。最終年度となる2023年12月期の経営数値目標は、当初計画の売上高306億円、EBITDA27億円、経常利益20億円、税金等調整前当期純利益20億円、親会社株主に帰属する当期純利益13億円に対して、直近の計画では売上高400億円、EBITDA27.3億円、経常利益18.7億円、税金等調整前当期純利益20億円、親会社株主に帰属する当期純利益12億円としている。売上高については利益から逆算して算出しているため、直近の収益性や販売状況などを鑑みて、現実的な売上水準に見直したものと考えられる。各利益についても若干修正したものの、ほぼ当初計画どおりの水準を達成できる見込みだ。収益不動産残高は500億円と当初計画水準を目標にしている。

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、2022年12月期は3%台に上昇し、2023年12月期も当初計画の8.9%にはやや届かないものの、業績計画を達成すれば7%台まで上昇することが見込まれる。引き続き有利子負債など他人資本を活用しながら資本効率を高めていく。有利子負債は2022年12月期末の325億円（借入金315億円、社債10億円）に対して、2023年12月期末は銀行借入で400億円、その他負債（SDGs 私募債、クラウドファンディング、STO等）で20億円を調達し、合計420億円程度の水準を想定している。一方、純資産は2022年12月期末で158億円と当初計画の152億円を既に超過している。円安の進行による為替換算調整勘定の増加が主因だ。このため、2023年12月期も為替が円高に進むようなことがなければ、純資産は当初計画を上回る可能性が高い。

中期経営計画

経営数値目標

(単位：億円)

	21/12期 計画	21/12期 実績	22/12期 計画	22/12期 実績	23/12期 当初目標	23/12期 計画
売上高	230	249	300	278	306	400
EBITDA	11.0	10.7	13.0	15.1	27.0	27.3
経常利益	6.0	6.5	8.0	9.5	20.0	18.7
税金等調整前当期純利益	6.0	6.5	8.0	9.1	20.0	20.0
親会社株主に帰属する 当期純利益	3.9	3.1	4.5	5.2	13.0	12.0
収益不動産残高	250	289	337 ^{※2}	414	500	-
総資産	362	420	464 ^{※2}	533	622	-
純資産	135	148	156 ^{※2}	158	152	-
有利子負債	-	230	263 ^{※2}	325	420	-
WACC ^{※1}	3.9%	3.6%	-	3.3%	3.2%	3.2%
ROIC ^{※1}	2.2%	1.8%	-	2.0%	4.1%	3.7%
超過利潤	-1.7pt	-1.8pt	-	-1.3pt	+0.9pt	+0.5pt
ROE	-	2.2%	-	3.4%	8.9%	-

※1 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））/（平均株主資本+平均有利子負債）

※2 2022年6月末時点

出所：中期経営計画資料及び決算説明資料よりフィスコ作成

収益不動産事業の更なる強化と新規事業の育成により 2024年12月期以降も更なる成長を目指す

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) 商品企画力を強化

コア事業である収益不動産販売事業では、時代のニーズを的確にキャッチした商品企画力が同社の強みの1つとなっており、販売力の強さに繋がっている。具体例として、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2022年にオープンし高稼働を実現している。当面は自社運用する方針だが、機を見て販売する方針であり、2023年12月期には同シリーズの第2弾をオープンする予定だ。また、2023年1月から販売を開始した「ARISTO 福岡大名」は、室内外の空気を効率的に換気する「全熱交換機」や高い断熱性能と日射遮蔽性能を持つ「Low-E 複層ガラス」、節水型衛生器具などを採用するなど環境に配慮したオフィスビルとして自社開発した物件（2022年5月竣工、12階建て、敷地面積：約228m²/延床面積：約1,223m²）で、既に全フロア入居済みで安定した利回りを得られる投資商品（募集金額：約20億円）として早期完売が予想される。

中期経営計画

このようにニーズの高い物件を企画・商品化することができれば、賃料を高く設定しても入居率を高水準で維持することが可能となる。同社にとっては物件価格を高値で設定して販売できることになり、収益性の向上につながる。同社では今後も商品企画力を強みに、従来の投資商品としてのバリューアップによる販売拡大に加え、社会インフラとしての価値を高める視点を持つことで、事業を通じた社会課題解決にも取り組んでいく方針だ。

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月期以降は中古マンションだけでなく10～20億円の中小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。今後も引き続き仕入体制を強化し優良物件の取得を進めていくほか、マーケティング機能やITなどバックアップ機能も強化して事業効率の向上に取り組む考えだ。

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、中部圏、近畿圏、北部九州圏を中心とする中核都市圏で、マンションやオフィスビル等が中心となり、当初の組成額としては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。前述のとおり市場環境の変化もあって組成時期は現時点では未定となっているが、いずれ参入する方針であることに変わりない。

d) 開発事業による事業規模の拡充

開発事業では、京都の中心部である河原町エリアで300m²の用地を購入し、2022年11月より商業ビルの建設に着手(2023年10-12月竣工予定)しているほか、都内でも複数の開発プロジェクトを検討している。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も選択肢になりそうだ。

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基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12月末までに「ARISTO」シリーズは合計8物件を販売・運用しており、販売提携先となる地域金融機関も30行まで拡大している。今後もこれら販売チャネルを活用して、「ARISTO」シリーズの販売を行っていくほか、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チャネルとしても活用していく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、事業を拡大してきた。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、住宅開発事業も開始し、2022年12月期において4戸の区分販売実績を挙げている。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※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にしている。

※ 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だ。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金融機関からの借入れによる物件仕入が難しい環境となっており、現金仕入を行う同社にとっては収益不動産残高を積み上げる好機と見られる。

(2) “脱”不動産事業を具現化する施策

エンジェル・トーチによるCVC事業を通じて、M&Aや資本提携、業務提携を積極的に推進することで、“脱”不動産事業となる新規事業の創出・育成を推進する方針で、まずは前述したファイナンシャル・アレンジメント事業を育成していくことになる。成長企業に対して資金調達支援を含めた資本政策の助言を実施し、経済・産業発展への間接的な貢献と、個人における資産運用の活性化を企図したものとなる。現状は岡三デジタル証券準備やFUNDINNO、Siiibo証券と定期的なミーティングを実施している段階だが、株式STOや社債STO、不動産STOなどを活用した新しい資金調達スキームやマーケットを創造していくことで、同事業の拡大を目指す。

同社では今後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。

(3) 共通施策

a) Debt性資金の活用

第1次中期経営計画では、資金調達手段としてエクイティ・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る。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で、現状は順調に進捗している。

中期経営計画

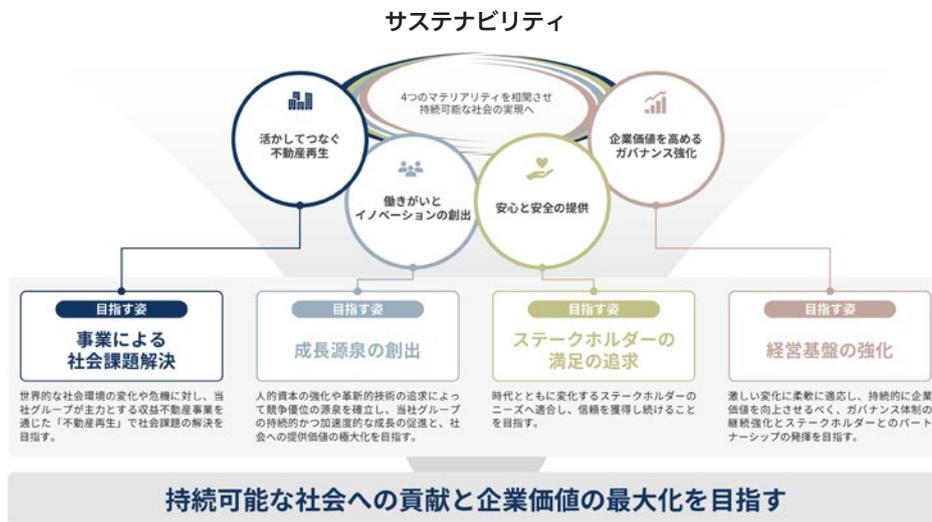
b) フィービジネスなどノンアセット事業の強化・探索

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スマカワ 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すると見ている。中長期的に REIT 事業やファイナンス・アレンジメント事業などが成長すればフィー収入が一段と増加し、収益性も一段と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る。また、2022 年 12 月には持続可能な社会の実現への貢献と企業価値の最大化に向けた重要な経営課題として、4 つのマテリアリティ（活かしてつなぐ不動産再生、安心と安全の提供、働きがいとイノベーションの創出、企業価値を高めるガバナンス強化）を特定し、その内容を会社ホームページ上に掲載している。



出所：決算説明資料より掲載

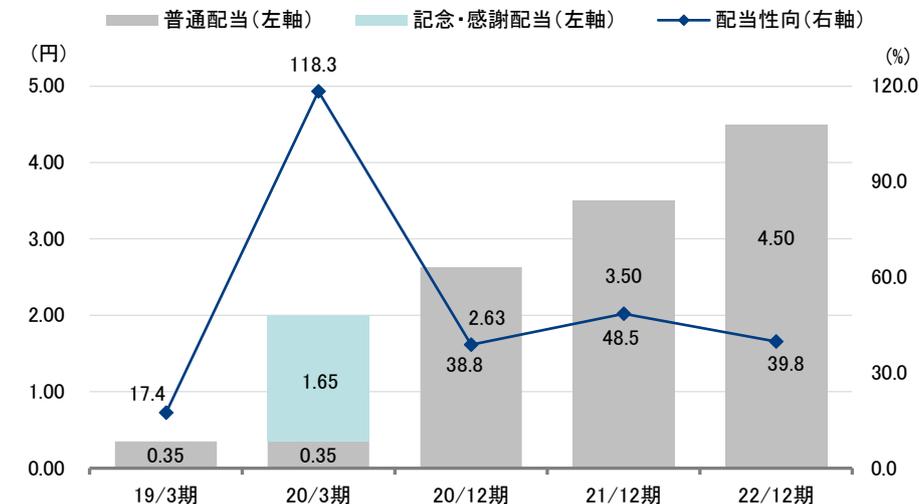
株主還元策

株主優待制度を廃止し、配当による株主還元を充実する方針

株主還元策について、従来は配当金と合わせて株主優待制度を導入していたが、2022年11月に株主優待制度の廃止を発表した（2022年12月末をもって新たな権利付与を終了）。優待制度の導入目的であった株主数の増加が、同制度の導入前と比較して約1.5倍増となる1.9万人を超え当初の目的が十分に達成されたことに加えて、今後の更なる企業価値向上に向けては、株主に対する公平な利益還元が重要と考えたためだ。このため、今後は配当金による直接的な利益還元を充実していく方針とした。配当性向の目安は決めていないが、DOE（株主資本配当率）を意識しつつ、安定的かつ継続的な配当を実施していく意向のようだ。

2023年12月期の1株当たり配当金は、株主優待制度を廃止したこともあり前期比3.5円増配の8.0円を予定している。DOEは業績が会社計画通りに進めば前期の1.4%から2.2～2.3%に上昇することになる。ただ、2021年度における東証一部上場企業の平均DOE3.05%と比べると下回る水準だ。2022年12月期末の1株当たり純資産が334.37円でPBR1倍割れの評価が続いていることも考慮すれば、企業価値向上施策としてROEの向上に加えて、株主還元のさらなる充実も今後の課題になると考えられる。

1株当たり配当金と配当性向



※ 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

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