

|| 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 >>>](#)

2024年3月11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. 2023年12月期の業績概要	01
2. 2024年12月期の業績見通し	01
3. 中期経営計画	02
■ 事業概要	03
■ 業績動向	05
1. 2023年12月期の業績概要	05
2. 事業セグメント別動向	07
3. 財務状況と経営指標	10
4. 2024年12月期の業績見通し	11
■ 中期経営計画	13
1. 第1次中期経営計画の振り返り	13
2. 第2次中期経営計画	13
■ 株主還元策	17

■ 要約

市場環境の変化に備えつつ安定収益基盤を強化し、 毎期 10% 超の利益成長を目指す

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 月に持株会社体制に移行し、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京証券取引所（以下、東証）第 1 部に上場、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. 2023 年 12 月期の業績概要

2023 年 12 月期の連結業績は、売上高で前期比 48.4% 増の 41,342 百万円、経常利益で同 107.5% 増の 1,978 百万円と大幅な増収増益となり、過去最高業績を更新した。国内で不動産物件の仕入・販売が順調に進み、主力の収益不動産販売事業の売上高が同 59.8% 増の 35,660 百万円と伸長したに加え、取り扱い物件の大型化による販売効率の向上等で利益率も上昇した。仕入高については金利が上昇した米国での仕入活動を抑えた影響もあり、同 4.3% 増の 29,374 百万円と若干の増加に留まったが、期末収益不動産残高については前期末比 8.0% 増の 44,798 百万円と着実に積み上げることができた。

2. 2024 年 12 月期の業績見通し

2024 年 12 月期の連結業績は、売上高で前期比 13.7% 増の 47,000 百万円、税金等調整前当期純利益で同 11.3% 増の 2,300 百万円と 2 ケタ増収増益が続く見通し。日銀のマイナス金利政策の解除が予想されており、不動産市況が変化する可能性があるため仕入についてはやや慎重なスタンスで臨むものの、同社が対象とする大都市圏の不動産物件については海外投資家を含めてニーズが引き続き旺盛で、小口化商品の販売も含めて引き続き収益不動産販売事業がけん引する見通しだ。低迷が続いた米国については政策金利の引き下げによる市況好転が期待されるが、状況を見極め好機と判断すれば積極仕入に転換していく方針である。期末収益不動産残高については 450 億円と前期末比で若干増を想定している。

要約

3. 中期経営計画

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※¹を上回る ROIC※²）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きた。このうち“脱”不動産事業の育成に関しては課題を残したが、基本方針や経営数値目標（税金等調整前当期純利益 20 億円、ROIC3.7%）は達成し、順調に進んだものと評価される。2024年12月期から始まる第2次中期経営計画では、生産性向上と財務の健全性を維持しながら、市場環境の変化に耐えうる強固な経営基盤を構築し、持続的な利益成長と ROIC の向上を目指す方針だ。経営数値目標としては2026年12月期の税金等調整前当期純利益で3,000百万円（前期実績2,066百万円）、ROICで4.8%（同4.0%）を目指す。株主還元策としては、内部留保を確保しつつ、業績に応じた配当を実施していく方針で、配当性向 30% 弱を目安に利益成長に応じた増配を目指している。2024年12月期の1株当たり配当金は前期比1.0円増配の9.0円（配当性向27.3%）を予定している。

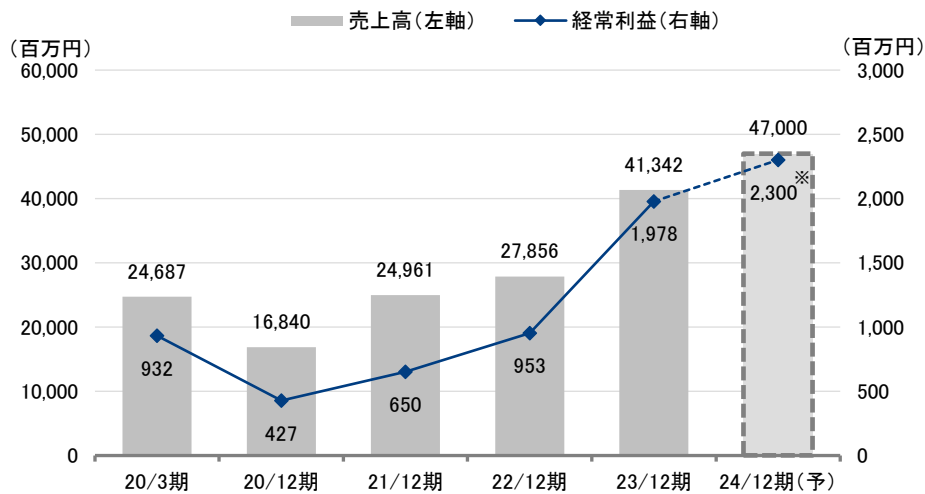
※¹ WACC（加重平均資本コスト）とは、複数の資金調達方法を採用している企業が、資金調達にかけているコストを正確に把握するための指標。計算式は $WACC = (株主資本 \div (株主資本 + 有利子負債)) \times 株主資本コスト + (有利子負債 \div (株主資本 + 有利子負債)) \times 有利子負債コスト \times (1 - 税率)$ 。同社の場合、株主資本コスト 8%、有利子負債コスト 1.5%、税率 35% で算出している。

※² ROIC = NOPAT（営業利益 × (1 - 実効税率)) ÷ (平均株主資本 + 平均有利子負債)

Key Points

- ・2023年12月期業績は国内の収益不動産販売事業がけん引し、大幅増収増益を達成
- ・2024年12月期は不動産市況の変化に備えて仕入れを抑制しつつ、2ケタ増収増益を目指す
- ・第2次中期計画では「人材生産性向上」と「財務健全性の維持」により每期10%以上のEPS成長を目指す

連結業績推移



注：20/12期は9ヶ月変則決算

※ 税金等調整前当期純利益

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、連結子会社は国内5社、米国9社の計14社で構成されている。国内は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、リノベーション工事や修繕工事を行う(株)スミカワADD、CVC(コーポレート・ベンチャー・キャピタル)事業やFA(ファイナンシャル・アレンジメント)事業を行う(株)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で構成されている。

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管理業務
スミカワADD	不動産物件のリノベーション工事、改修工事
エンジェル・トーチ	CVC事業、FA事業
ジュピター・ファンディング	クラウドファンディング等による資金調達
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、同社の主力事業である。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を中心となる。1棟当たり10億円前後の中小規模のマンションやオフィスビルを仕入れ、バリューアップ後に事業法人や個人富裕層等に販売している。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地方の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。同セグメントの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るため、同社にとって安定収益源の機能を果たしている。

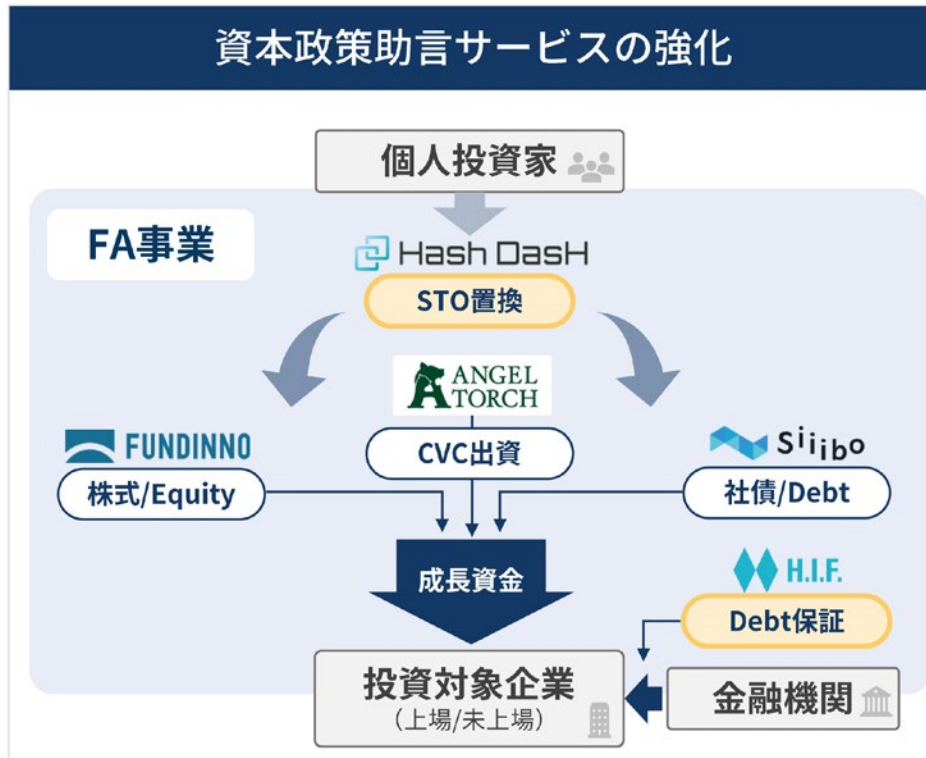
事業概要

そのほか、新規事業として子会社のエンジェル・トーチでCVC事業を2021年から、FA事業を2022年からそれぞれ立ち上げている。同社では、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（2023年12月までに合計8社に出資）。また、FA事業では、先進的なファイナンスサービスに取り組む複数のベンチャー企業に出資し、これら企業が提供するサービスや同社が自社で行ってきたライツ・オフリング※による資金調達ノウハウ等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、上場企業などを対象に最適な資本政策の提案を行う資金調達支援サービスを行っている。

※ライツ・オフリングとは、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新株予約権を無償で割当て、株主が当該新株予約権を行使することで資金を調達する手法。

2023年12月期の実績としては、地域新聞社<2164>に対する株式取得及び資本政策助言（ライツ・オフリング）、及びポエック<9264>に対する資本政策助言（ライツ・オフリング）の2件だが、資本政策助言の前段階まで進んでいる案件がほかに2件ある。今後、専門人材を増強しながらFA事業を育成する考えである。2千兆円とも言われている個人の金融資産のうち、現預金の占める比率が5割以上と言われており、優良な投資運用先を求めている個人投資家のニーズは大きく、これら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。

資本政策助言サービスの強化



出所：決算説明資料より掲載

事業概要

FA 事業に関連した資本業務提携と出資目的

出資年月	会社名	事業内容 / 出資目的
2022 年 8 月	(株)FUNDINNO	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。FA 事業の連携強化。
2022 年 12 月	Siiibo 証券 (株)	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。FA 事業における連携強化と AD ワークスグループの Debt 性資金調達手段の多様化。
2023 年 5 月	Hash Dash Holdings(株)	ST (セキュリティ・トークン) ※専門の証券会社を傘下に有する金融持株会社。本出資を通じて、AD ワークスグループによる「社債型 ST」の発行検証と、FA 事業における ST 活用検証を進める。
2023 年 8 月	H.I.F.(株)	AI を活用した与信審査サービス、信用保証業、家賃保証業等。AI と信技術を活用した企業への資金調達支援及び外国人家賃保証への活用を検討。

※ ST とは、ブロックチェーン技術を活用して発行されたデジタル証券。株式や社債、不動産など多様な資産を Web 上で取引・管理できることから、新たな資金調達手法としての活用が期待されている。

出所：会社発表資料よりフィスコ作成

なお、新規事業の 1 つとして取り組んでいた REIT 事業に関しては、最近のマーケット状況等に照らして、一旦、凍結する方針を決定した。これに伴い 2022 年 3 月に合併事業契約を締結していた (株)みらいホールディングスとの REIT 組成に向けた合併事業を解消し、併せて共同出資していた投資運用会社 JMR アセットマネジメント (株)のみらいホールディングス保有分の株式 (出資比率 12%) も、同社がすべて取得したことを 2024 年 2 月に発表した。

業績動向

2023 年 12 月期業績は国内の収益不動産販売事業がけん引し、大幅増収増益を達成

1. 2023 年 12 月期の業績概要

2023 年 12 月期の連結業績は、売上高で前期比 48.4% 増の 41,342 百万円、EBITDA ※で同 84.1% 増の 2,790 百万円、経常利益で同 107.5% 増の 1,978 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で同 169.3% 増の 1,419 百万円と大幅な増収増益となった。持株会社体制移行前も含めると、売上高は 3 期連続で過去最高を更新、各利益は 2019 年 3 月期以来 5 期ぶりに過去最高を更新した。

※ 2023 年 12 月期より EBITDA の算出方法を、税金等調整前当期純利益 + 特別損益 + 借入等に伴う金融関連費用 + 償却費等に変更。前年同期の数値は営業利益 + 償却費等で算出。従前の算出方法の場合、2023 年 12 月期の EBITDA は 2,596 百万円。

主力の収益不動産販売事業において、国内の仕入・販売がともに前期を上回ったことが増収増益要因となった。2023 年 12 月期末の収益不動産残高は、前期比 8.0% 増の 44,798 百万円に積み上がった。

業績動向

2023年12月期連結業績

(単位：百万円)

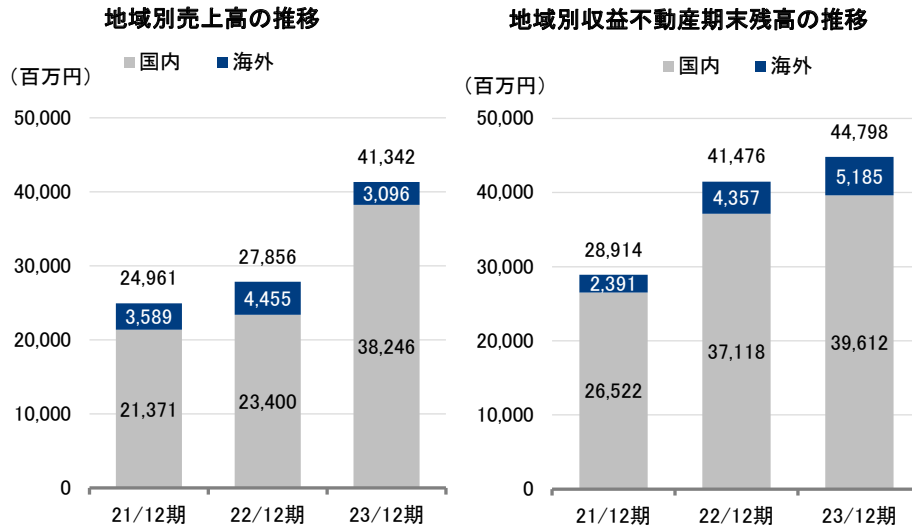
	22/12期		会社計画	23/12期		前期比	計画比
	実績	売上比		実績	売上比		
売上高	27,856	-	40,000	41,342	-	+48.4%	+3.4%
(収益不動産販売)	22,314	80.1%	-	35,660	86.3%	+59.8%	-
(ストック型フィービジネス)	5,868	21.1%	-	6,122	14.8%	+4.3%	-
売上総利益	5,385	19.3%	-	7,019	17.0%	+30.3%	-
販管費	4,008	14.4%	-	4,577	11.1%	+14.2%	-
EBITDA	1,515	5.4%	2,730	2,790	6.7%	+84.1%	+2.2%
(収益不動産販売)	1,713	7.7%	-	2,955	8.3%	+72.5%	-
(ストック型フィービジネス)	1,335	22.7%	-	1,424	23.3%	+6.7%	-
経常利益	953	3.4%	1,870	1,978	4.8%	+107.5%	+5.8%
税金等調整前当期純利益	910	3.3%	2,000	2,066	5.0%	+126.9%	+3.3%
親会社株主に帰属する当期純利益	527	1.9%	1,200	1,419	3.4%	+169.3%	+18.3%
収益不動産残高(期末)	41,476		-	44,798		+8.0%	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

世界的な金融引き締めや円安の進行も含めた物価の上昇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売買市場は活況で、豊富な手持ちの収益不動産物件を順調に販売できたことが主因だ。同社が注力する大都市圏での10～20億円規模のオフィスビルについては、入居率、賃料ともに安定して高水準が続き、また首都圏のマンション賃料についても住宅価格高騰の影響で賃貸需要が活況だったこともあり、堅調に推移した。米国においては旺盛な賃貸需要がある一方で、借入金利の上昇を背景に手持ちの収益不動産物件を売却して新たな物件を購入するといった動きが停滞しており、同社においても仕入について慎重なスタンスで臨み、収益不動産物件についても販売を急がずある程度保有して賃料収入による安定したキャッシュを獲得していく方針とした。

こうした市場環境を反映して地域別売上高は、国内が前期比63.4%増の38,246百万円、海外が同30.5%減の3,096百万円となった。また、期末の収益不動産残高については国内が前期末比6.7%増の39,612百万円、海外が同19.0%増の5,185百万円とそれぞれ積み上がる格好となった。

業績動向



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

売上総利益率は前期の19.3%から17.0%に低下した。これは収益不動産販売事業において、販売価格の高い大型物件の比率が上昇したことが要因と見られる。一般的に、販売価格が高いと売上総利益も大きくなるため、売上総利益率は中小型物件よりも低くなる傾向にある。一方で、1棟当たりの販売に係る費用については販売手数料を除けばほとんど変わらないため、販管費率は低下することになる。実際、販管費率は前期の14.4%から11.1%に低下し、この結果、EBITDAマージンは5.4%から6.7%に上昇した。なお、販管費が前期比で14.2%増加したが、主には人件費、仲介手数料の増加による。

販売物件の大型化が進み、収益不動産販売事業が大幅増収増益に

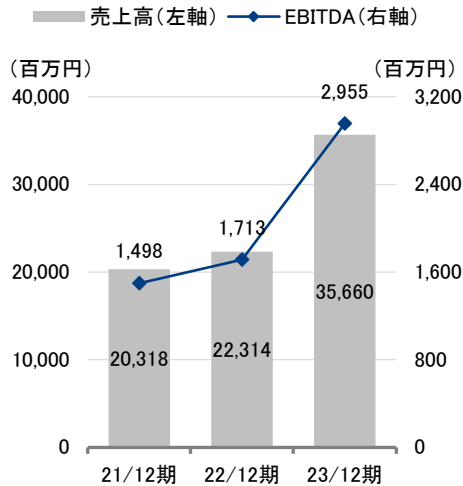
2. 事業セグメント別動向

(1) 収益不動産販売事業

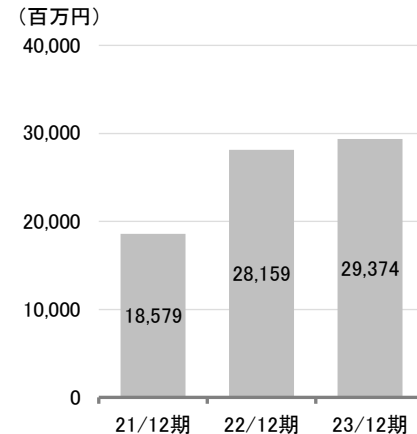
収益不動産販売事業の売上高は前期比59.8%増の35,660百万円、EBITDAは同72.5%増の2,955百万円と大幅増収増益となった。良好な事業環境が続くなか、大型物件を中心に国内の販売が同75.9%増の34,195百万円（棟数は同10棟増の25棟）と大きく伸ばしたことが要因だ。このうち、3棟は不動産小口化商品（「ARISTO表参道（一部は前期に販売）」「ARISTO福岡大名」「ARISTO原宿」）として販売し、合計で約50億円の売上を計上した（前期実績は約21億円）。商品企画力を生かしてバリューアップした多彩な商品をそろえることで、国内外の個人投資家や機関投資家、事業法人など顧客層の裾野が広がったことが高成長につながった。一方、海外での販売高は前期比49.4%減の1,453百万円と減少した。前述のとおり、米国の収益不動産売買市場が借入金利の上昇により冷え込んでおり、慎重な仕入・販売活動を進めたことが要因だ。

業績動向

収益不動産販売事業の業績推移



収益不動産の仕入高推移

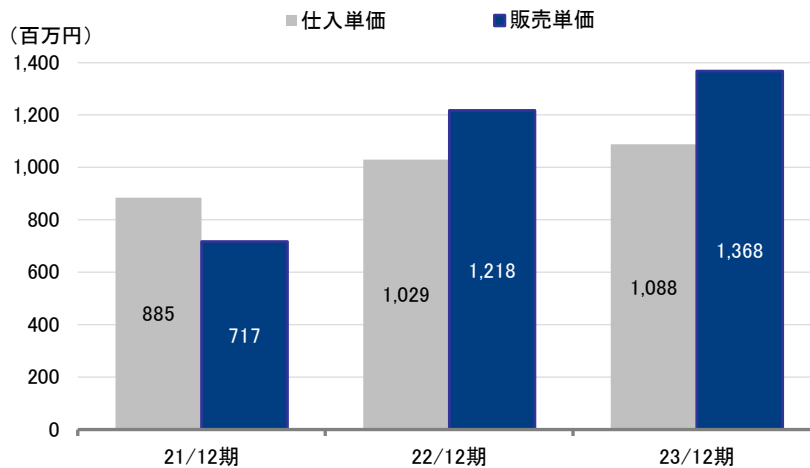


注：掲載数値は内部取引高も含む
 出所：決算説明資料よりフィスコ作成

仕入高については前期比4.3%増の29,374百万円となった。慎重な仕入活動を行った海外が約70%減の10億円と減少したものの、国内は大型の優良物件を中心に積極的な仕入活動を行い、約15%増の283億円となった。また、今後の利益の源泉となる期末の収益不動産残高は前期末比8.0%増の44,798百万円となり、期末ベースで過去最高を更新した。

なお、国内における仕入及び販売単価の動向を見ると、仕入単価が前期比5.8%増の1,088万円、販売単価が同12.3%増の1,368万円といずれも上昇傾向が続いており、同社が成長戦略の1つとして推進してきた取り扱い物件の大型化と、それに伴う顧客層の拡張が順調に進んでいるものと評価される。

国内仕入・販売単価の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

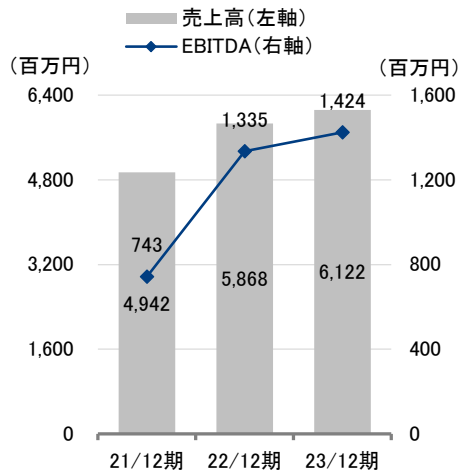
業績動向

(2) スtock型フィービジネス

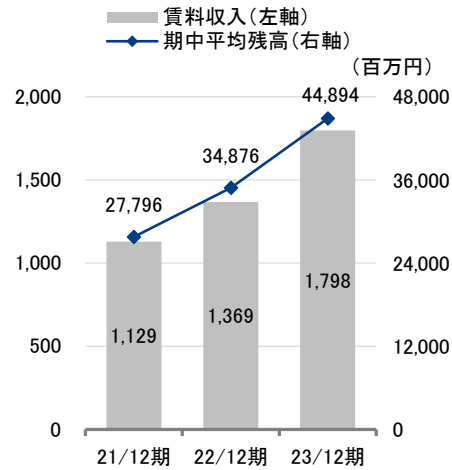
Stock型フィービジネスの売上高は前期比 4.3% 増の 6,122 百万円、EBITDA は同 6.7% 増の 1,424 百万円となった。期中平均の収益不動産残高が同 28.7% 増の 44,894 百万円と大きく積み上がったことで、利益率の高い賃料収入が同 31.3% 増の 1,798 百万円と大幅増となったことが主因だ。EBITDA マージンも売上構成比の変化により、前期の 22.7% から 23.3% に上昇した。

そのほかの事業では、PM 収入が管理物件数の増加に伴い同 3.1% 増の 964 百万円と堅調に推移した一方で、スマカワ ADD による工事・改修収入については、建設資材高騰の影響で採算重視の受注活動を行ったことで、同 35.2% 減の 1,077 百万円となった。スマカワ ADD は減収となったものの、利益水準は維持したもようだ。

Stock型フィービジネスの業績推移



賃料収入と収益不動産残高の推移



注：掲載数値は内部取引高も含む
出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

賃料収入目的の収益不動産 63 億円を流動資産から有形固定資産に振り替え

3. 財務状況と経営指標

2023年12月期末の財務状況を見ると、資産合計は前期末比5,495百万円増加の58,854百万円となった。主な増減要因を見ると、流動資産では現金及び預金が2,385百万円増加した一方で、販売用及び仕掛販売用不動産が3,074百万円減少した。固定資産では、有形固定資産が6,401百万円増加したほか、のれんを327百万円※計上した。有形固定資産の増加分のうち約63億円は、賃料収入目的の収益不動産物件を流動資産から期末に振り替えたものとなる。固定資産として計上したほうが金融機関からの融資も受けやすくなり、財務戦略上の判断による。有形固定資産として計上することで減価償却費も発生するが、同社では100億円程度まで有形固定資産として計上する意向のようだ。

※ 複数の医療モールに関するマスターリース・サブリース事業を取得したことによる。

負債合計は同4,186百万円増加の41,688百万円となった。不動産物件取得のため、借入金や社債など有利子負債が2,295百万円増加したほか、クラウドファンディング等預り金が1,194百万円、未払法人税等が601百万円それぞれ増加した。クラウドファンディングは不動産物件取得のための資金調達手段として活用しており、期末残高は2,257百万円となっている。今後も資金調達手段の一つとしてクラウドファンディングを活用していく方針だが、預り金としては20億円程度を今後も目安にしている。純資産合計は利益剰余金の増加等により同1,308百万円増加の17,166百万円となった。

経営指標を見ると、自己資本比率が前期末の29.6%から29.1%に、有利子負債比率が同206.0%から203.5%となり、財務内容については大きな変化が見られなかった。一方で、収益性についてはROICで同2.2%から4.0%、ROEで同3.4%から8.6%、EBITDAマージンで同5.4%から6.7%といずれも上昇傾向が続いた。同社は2021年12月期からスタートした第1次中期経営計画において、借入金等を活用しながら収益不動産の仕入れを積極的に進め、結果として収益の拡大とROE向上、並びにWACCを上回るROICの達成を目指してきた。2023年12月期はWACC(3.1%)を上回るROICを達成したことで、同社の戦略が順調に進んだ結果と評価される。

業績動向

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	20/12期	21/12期	22/12期	23/12期	増減額
流動資産	34,399	40,778	51,735	50,293	-1,442
(現預金)	7,400	8,433	7,425	9,810	2,385
固定資産	1,396	1,235	1,593	8,538	6,945
(有形固定資産)	175	182	156	6,558	6,401
資産合計	35,850	42,047	53,359	58,854	5,495
(収益不動産残高)	24,682	28,914	41,476	44,798	3,321
負債合計	22,633	27,229	37,501	41,688	4,186
(有利子負債)	19,017	23,078	32,515	34,810	2,295
(その他)	3,616	4,150	4,985	6,877	1,891
純資産合計	13,216	14,817	15,857	17,166	1,308
経営指標					
(安全性)					
自己資本比率	36.8%	35.1%	29.6%	29.1%	-0.5pt
有利子負債比率	140.0%	156.2%	206.0%	203.5%	-2.5pt
(収益性)					
ROIC (投下資本収益率)	2.0%	1.8%	2.2%	4.0%	1.8pt
ROE (自己資本利益率)	2.0%	2.2%	3.4%	8.6%	5.2pt
EBITDA マージン	4.5%	4.3%	5.4%	6.7%	1.3pt

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

2024年12月期は不動産市況の変化に備えて仕入れを抑制しつつ、2ケタ増収増益を目指す

4. 2024年12月期の業績見通し

2024年12月期の連結業績は、売上高で前期比13.7%増の47,000百万円、営業利益で同22.9%増の3,000百万円、税金等調整前当期純利益で同11.3%増の2,300百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で同10.2%増の1,565百万円と2ケタ増収増益を見込んでいる。

日銀のマイナス金利政策解除が予想されるなかで、国内金利動向が不動産市況に与える影響については注視しておく必要があるが、同社が展開している大都市圏における10～20億円規模のオフィスビルやマンションに対する投資需要は引き続き旺盛であり、金利水準が多少上昇したとしてもマーケットに与えるインパクトは軽微と考えられる。同社では不動産小口化商品の「ARISTO」シリーズなど商品企画力を生かした販売を展開することで2ケタ増収を目指し、また販売単価の上昇傾向も続くことで利益率も上昇する見通しだ。

業績動向

2024年12月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	23/12期		24/12期		前期比
	通期実績	売上比	通期計画	売上比	
売上高	41,342	-	47,000	-	13.7%
営業利益	2,441	5.9%	3,000	6.4%	22.9%
税金等調整前当期純利益	2,066	5.0%	2,300	4.9%	11.3%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,419	3.4%	1,565	3.3%	10.2%
収益不動産残高(期末)	44,798	-	45,000	-	0.5%
1株当たり利益(円)	29.85		32.95		

出所：決算短信よりフィスコ作成

(1) 収益不動産販売事業

収益不動産販売事業においては、金利動向も注視しながら需要が旺盛な都心部や地方の政令都市等で10～20億円規模のオフィスビル、マンションの仕入活動を推進する方針だが、期末収益不動産残高は前期末比0.5%増の450億円とほぼ横ばい水準で計画している。従来は積極的に残高を積み上げてきたが、金利の先行き不透明感から保守的なものに軌道修正した。

国内における前期末の保有物件数は35棟、395億円でこのうち簿価10億円以上の物件が17棟と約半分を占めており、業績状況に合わせてこれら保有物件の販売を進めていく。このうち、不動産小口化商品として「ARISTO 札幌」(5F建て新築マンション)、「ARISTO 青山II」(5F建て新築店舗事務所ビル)の2商品の販売を開始しており、2024年12月期は不動産小口化商品で約80億円の販売を計画している。

米国についてはインフレの沈静化により金利の低下が見込まれているが、金融機関の破綻など複数のリスクが残っていることもあり、引き続き仕入活動については慎重なスタンスで臨んでいく方針となっている。前期末の保有物件はすべて居住用で13棟、51億円となっており、前期末に完成した新築分譲住宅などの販売を予定している。なお、ハワイで建設中の賃貸マンションについては2024年5月頃に竣工予定となっており、当面は自社で保有し、賃貸収入を獲得していくことにしている。

(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うち賃料収入については、期中平均の不動産残高が前期並みの水準となりそうなことから、横ばいで見込んでいる。また、PM収入については管理物件数の増加に伴い若干増ペースが続くものと予想される。スマカワADDによる工事・改修収入については、特定顧客のマンション修繕工事に集中することで前期比横ばい水準を見込んでいる。

(3) 新規事業

CVC事業やFA事業については、業績への影響がほとんどないため計画には織り込んでいない。FA事業で2023年に契約し持分法適用関連会社(出資比率27%)となっていた地域新聞社については、2024年2月より同社の専務取締役CFOであった細谷佳津年(ほそやかつとし)氏が代表取締役社長となって抜本的な経営改革に取り組み、低迷している収益を回復させていくことにしている。

■ 中期経営計画

2023 年 12 月期までの第 1 次中期計画はおおむね当初の目標を達成

1. 第 1 次中期経営計画の振り返り

同社は第 1 次中期経営計画（2021 年 12 月期～2023 年 12 月期）の 3 年間で、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、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きた。また、事業戦略としては積極的な仕入活動による収益不動産残高の積み上げと、取扱い物件の大型化による販売効率の向上、地域の環境や働き方の変化に対応した商品企画による価値創造、商品ラインナップ拡充による顧客層の拡張（不動産小口化商品による個人投資家層の獲得等）、安定収益基盤となるストック型フィービジネスの拡大に注力してきた。

※ 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”不動産事業の収益割合を 2025 年 12 月期に全体の 3 割にすることを目標としていた。

これら取り組みの結果、経営数値目標として掲げた税引前利益 20 億円及び超過利潤（WACC を上回る ROIC）を 2023 年 12 月期で達成した。新規事業の育成が遅れ気味となっているほか、REIT 事業への進出も市場環境を踏まえ凍結、米国での事業展開は金利上昇による市況悪化で苦戦を強いられるなどすべてが順調だったわけではないが、業績面では過去最高を更新するなど全体的に見ればポジティブに評価できる。なお、「プライム市場」の上場維持基準について、2023 年 12 月末時点で流通株式時価総額が約 98 億円と基準の 100 億円に若干届いていないが、今後も ROIC の向上に取り組むことで企業価値を高め、上場基準をクリアしていく方針だ。なお、株価が 250 円を上回れば基準をクリアするものと思われる。

第 2 次中期計画では「人材生産性向上」と「財務健全性の維持」により毎期 10% 以上の EPS 成長を目指す

2. 第 2 次中期経営計画

(1) 経営数値目標

第 2 次中期経営計画（2024 年 12 月期～2026 年 12 月期）では、事業成長を軌道に乗せると同時に持続可能な社会への貢献を行う“Sustainable Business, Sustainable Growth”をテーマに掲げ、「人材生産性の向上」と「財務健全性の維持」に取り組みながら、株主価値となる「EPS の毎期 10% 以上の成長」を目指していく。最終年度となる 2026 年 12 月期の経営数値目標としては、「税引前利益 30 億円、株主資本 200 億円」を掲げ、EPS は 41.76 円となる見通しだ。

中期経営計画

経営数値目標

(単位：百万円)

	21/12 期末実績	22/12 期末実績	23/12 期末実績	24/12 期計画	25/12 期計画	26/12 期計画
売上高	24,961	27,856	41,342	47,000	52,000	58,000
営業利益	933	1,376	2,441	3,000	3,300	3,700
税金等調整前当期純利益	650	910	2,066	2,300	2,600	3,000
収益不動産残高	28,914	41,476	44,798	45,000	46,000	50,000
株主資本	14,724	15,217	16,369	17,500	18,500	20,000
期末従業員数(人)	207	219	232	若干増	若干増	若干増
ROE	2.2%	3.5%	9.0%	9.2%	9.6%	10.4%
ROIC ^{※1}	1.8%	2.2%	4.0%	4.3%	4.6%	4.8%
人材生産性(PH総利益) ^{※2}	24	25	31	33	34	35
財務健全性(自己資本比率)	35.1%	29.6%	29.1%	30%程度	30%程度	30%程度
株主価値(EPS)	7.22円	11.32円	29.85円	32.95円	36.35円	41.76円

※1 ROIC = (親会社株主に帰属する当期純利益 + 支払利息 + 借入手数料) ÷ (期中平均株主資本 + 期中平均有利子負債)

※2 PH総利益 = 売上総利益 ÷ 期中平均従業員数

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

人材生産性については、従業員1人当たり売上総利益で2023年12月期の31百万円から2026年12月期に35百万円まで引き上げていく。引き続き単価の高い大型物件の取扱いを増やすこと、商品企画力を生かして付加価値の高い物件を販売していくことで達成は可能な水準と弊社では見ている。販管費については間接部門の業務効率向上による固定費の抑制を図っていくため、1人当たり売上総利益が拡大すれば、それ以上の成長率で税引前利益が拡大していくことになる。なお、従業員数については前期末の232名から今後も若干増ペースが続く計画だ。

財務健全性の維持については、今後3年間の市況動向が不透明なため、事業環境の変化への耐久力に留意し、金融機関からの借入れなどをコントロールしながら、自己資本比率で30%程度の水準を維持していく方針だ。このため、2026年末の収益不動産残高も500億円と2023年末の447億円から12%程度の増加に留めることを想定している。第1次中計期間では2020年末の246億円から82%増の447億円まで積み上げたことを考えると慎重なスタンスと見ることができる。

(2) 事業環境及び重点施策

同社は国内の不動産市場の環境について、人口減少傾向の継続やリモートワーク定着によるオフィス需要の減少、マイナス金利解除による市況悪化リスクなどがマイナス要因となる一方で、都市部の不動産物件に関しては人口集中により一定の需要が見込まれること、また直接金融の整備による個人投資家資金の不動産市場への流入や、日本の不動産に対する割安感により海外投資家からの資金流入が続くことがプラス要因になると考えている。

また、同社独自の強みとしては不動産物件のソーシング・選定力と商品組成力、商品に対する高い信頼(遵法性/誠実性)、海外不動産事業の実績と展開力を挙げ、一方で弱みとして収益不動産販売事業への依存度が高いこと、自己資本比率が30%弱程度であり財務レバレッジを高める余地が限られること、細分化された業務プロセスなどを挙げている。これら外部環境と内部要因を踏まえて、同社では以下の6つの重点施策に取り組んでいく方針だ。

a) 大都市圏の不動産投資を継続

収益不動産販売事業において、国内では東京や大阪など大都市圏を対象に投資を継続していく考えだ。人口集中が続く傾向にある大都市圏では投資利回りが他の地域と比較して低い（不動産価格が高い）ものが安定して推移する傾向にあり、2024年以降にマイナス金利政策が解除されたとしても、不動産価格への影響は相対的に小さいと見ているためだ。また、大都市圏では賃料も上昇傾向にあるため、長期保有目的の購入を検討しやすい。同社では、長期保有用の収益不動産の割合を増やし賃料収入をも増やすことで安定収益基盤を拡大していくことにしている。

b) 不動産小口化事業の拡大

国内における不動産小口化商品（任意組合型）の市場規模（募集額）は、2014年度の65億円から2022年度は437億円と8年間で6.7倍に急拡大している。良質な不動産に対して、少額から投資できること（同社の場合、1口100万円から）、相続対策にも利用できることなどが人気を集めている要因と見られる。今後も国民の投資意識が高まるなかで、リスクが小さく安定した利回りが期待できる同商品に対する需要は拡大していくものと予想され、同社においても積極的に商品化を進めていく方針だ。

不動産小口化商品については競合も多いが、一棟再販事業との親和性が強く、仕入れと商品企画力を生かして付加価値の高い商品を販売することで競争優位性を確保している。実際、2023年の運用商品の平均稼働率（＝入居率）は99.9%と極めて高く、「ARISTOシリーズ」のブランド力も向上している。2024年には営業企画部を新設し、さらなる組織体制の強化を図っており販売の生産性向上にも取り組んでいく。販売に関しては金融機関等も含めた提携パートナーが約470社まで拡大しているが、今後もパートナー数やオーナー数※をさらに拡大していくとともに、これらのノウハウを海外不動産事業や他の新規事業に活用できる可能性についても模索していくことにしている。

※ 2023年までに合計9商品（総額139.2億円）を累計約900人に販売した。

c) 海外不動産の積極的な仕入

米国ではインフレ抑制のためFRBが政策金利を引き上げてきたことにより、収益不動産価格が下落傾向となり同社も仕入を抑制してきたが、2024年は政策金利を引き下げるとの見方が強まっており、市況の好転が期待される。同社では状況を慎重に見極めつつ、好機と判断した段階で積極的な仕入方針に転換し、事業拡大を目指していく。海外事業の売上高は2023年12月期で約30億円と2020年3月期の約61億円から半分の水準に留まっており、市場環境が好転すれば早期に同水準まで回復を目指す考えだ。

d) 海外投資家とのリレーション強化

アジア太平洋地域を投資対象とする不動産ファンドの未投資資金は2017年から増加傾向にあり、クロスボーダー投資家にとって、東京は魅力的な都市として常にランキング上位に位置している。こうした状況に照らし、収益不動産事業における取引先、特に販売先として海外投資家とのリレーション強化を図っていく。

e) 金融機関とのリレーション強化とオルタナティブファイナンスの活用

同社は国内外の約 40 行から、ピークで約 400 億円規模の借入れを行っており、今後のさらなる規模拡大に備え、資金力を持つメガバンクとの取引の比重を高めていく考えだ。このため、金融機関の融資基準（行内格付け / 自己査定）を意識した財務戦略を推進していく。具体的には、賃料収入を目的とした長期保有不動産を 100 億円規模にまで増やし（前期末約 63 億円）、販管費等の固定費を賃料収入など安定収益で賄い、固定費カバー率を引き上げていく。

また、金融機関からの借入れを補完する位置付けとして、クラウドファンディングなどのオルタナティブファイナンスや、コマーシャルペーパー及び社債発行などを活用していく。

f) ノンアセットビジネスの探索

第 1 次中期経営計画にて、2025 年 12 月期に“脱”不動産事業の収益比率 3 割を目標に掲げたが、これを「ノンアセット事業シェア 30%」とし、期限は定めずに取り組んでいく方針だ。FA 事業にて 4 件のアドバイザリー収入を獲得するなど実績も徐々に始めている。また、その他にも新規事業を創出するべく様々なグループ全体で組織面及び人材面から取り組んでいる。

具体的な取り組みとして、2023 年 10 月より AI 利活用による新規事業（非不動産分野含む）の創造を目指した共同研究を慶應義塾大学の岩尾俊兵准教授と開始した。2024 年 1 月には学生が作成した複数の新規事業計画案のプレゼンテーションを同社社員も参加して開催し、同計画書をブラッシュアップして同年 3 月までに新規事業の企画書を策定する予定となっている。

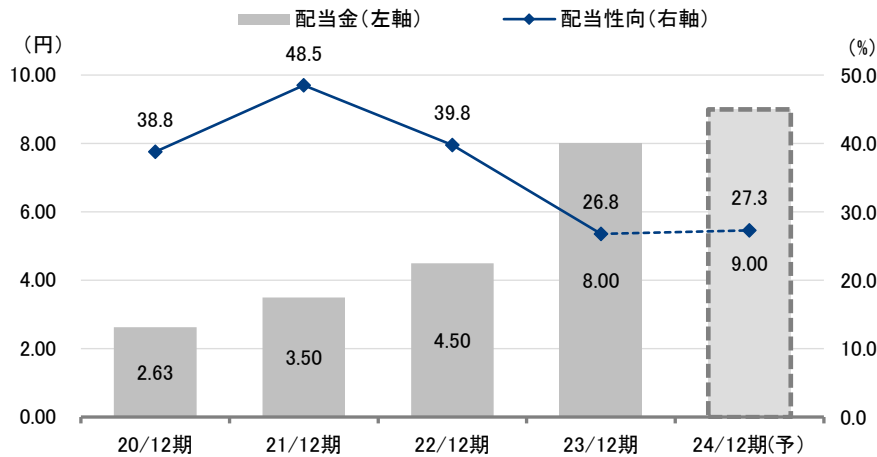
株主還元策

2024年12月期の1株当たり配当金は9.0円と連続増配を予定

株主還元方針については、将来の事業展開に備えるための内部留保を確保したうえで、業績に応じた配当を実施していくことを基本方針としており、配当性向については30%弱の水準を維持し、利益の成長とともに配当も増額していく意向だ。

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（配当性向26.8%）とした。2024年12月期は同1.0円増配の9.0円（同27.3%）と連続増配を予定している。2023年12月期末の1株当たり純資産が356.6円でPBR1倍割れの評価が続いていることを考慮すれば、企業価値向上施策としてROICの向上だけでなく、株主還元のさらなる充実も1つの選択肢になると弊社では考えている。

1株当たり配当金と配当性向



注：20/12期は9ヵ月変則決算
 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