

2982 ADワークスグループ

～個人富裕層向け収益不動産事業を拡大、新規事業への展開～

2026年9月1日

東証プライム

ポイント

・一棟型不動産販売が好調である。税制改正の影響で、不動産小口化商品の販売が大きく落ち込んでいるが、これを一棟型不動産販売とオフィス区分販売の拡大でカバーしようとしている。また、BtoC ビジネスの成長に向けて、ブランド力向上のマーケティングに先行投資を行っている。よって、今 2026 年 12 月期の業績は踊り場となり、減益を余儀なくされよう。来期は、ポートフォリオの入れ替えや新規事業の立ち上げで増益に転換してこよう。

・不動産小口化商品「ARISTO (アリスト)」の販売は、2024 年 132 億円、2025 年 229 億円に対して、今期は 50 億円に落ち込むと会社サイドは見ている。一方で、オフィス区分「ARISTO PLUS」の販売は、前期の 6 億円を今期 60 億円、来期は 100～150 億円へ拡大させる方針である。人員をオフィス区分事業にシフトさせた。仕入れ、販売のチャネルは不動産小口化事業と同じように活用できるので、転換はスピーディに進んでいる。

・中期 3 ヶ年計画は、3 年目を待たずに大幅に上回った。好調を持続している要因は、第 1 に、人材が集まっており、リテンション（人材の保持）の仕組みも充実させている。第 2 に、案件の大型化が進み、ポートフォリオが拡大している。仕入れ情報がかつてよりも入るようになり、販売ネットワークも実績をベースに積み上げ効果を生んでいる。

・第 3 に、事業開発力が充実し、新規事業がテンポよく広がりをみせている。①オフィス区分事業、②不動産クラウドファンディング事業、③系統用蓄電所事業はいずれも有望で、急ピッチの立ち上げを見せている。

・2 年前には、プライム上場基準をいかにクリアするか、ハードルが高いのではないかという見方があったが、業績の拡大でクリアした。創業者である田中社長のリーダーシップを核に、役職員が一丸となったパワー結集の成果であると高く評価できよう。

・ROE 15.0×PER 10.0 倍＝PBR 1.5 倍として、株価 600 円（時価総額約 300 億円）が目標となろう。株価 250 円で、プライム上場維持基準の流通株式時価総額 100 億円はクリアできる。中長期業績のもう一段飛躍に向けて、引き続きビジネスモデル(価値創造の仕組み)の革新が進もう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

目 次

1. 税制改正 その影響と対応
2. 特色 個人富裕層向け不動産事業に専心
3. 強み B to Cの領域で市場を拡大
4. 中期経営計画 ポートフォリオを迅速に入れ替え
5. 当面の業績 今 2026 年 12 月期は踊り場、来期は増益へ
6. 企業評価 新たな成長に向けて

企業レーティング A

株価 (26 年 8 月 31 日) 435 円 時価総額 221 億円 (50.74 百万株)
PBR 0.96 倍 ROE 13.8% PER 6.95 倍 配当利回り 4.6%

(百万円、円)

決算期	売上高	営業利益	税前利益	当期純利益	EPS	配当
2020.12	16840	645	432	264	6.8	2.6
2021.12	24961	933	650	312	7.2	3.5
2022.12	27856	1376	910	527	11.3	4.5
2023.12	41342	2441	2066	1419	29.9	8.0
2024.12	49910	3216	2547	1610	33.5	10.0
2025.12	67531	4987	5190	3315	68.5	16.0
2026.12 (予)	77000	4300	4500	3100	62.6	20.0
2027.12 (予)	87000	5500	5200	3500	70.7	20.0

(26.6 ベース)

総資産 86406 百万円 純資産 22389 百万円 自己資本比率 25.9%

BPS 452.2 円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想。2020.12 期は 9 カ月決算。

担当アナリスト 鈴木行生

(日本ベル投資研究所 主席アナリスト)

企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力、③業績下方修正に対するリスクマネジメント、④ESG から見た持続力、という点から定性評価している。

A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D：極めて厳しい局面にある、という 4 段階で示す。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

1. 税制改正 その影響と対応

不動産小口化商品に対する相続税が改定

2026年度の税制改正で、不動産小口化商品に対する相続税が改定された。相続税に関して、新たな評価ルールが新設された。従来の評価方法（土地は路線価、建物は固定資産税評価額）に対して、時価をベースとする。これによって、相続税について節税を図れる余地が大幅に低下する。詳細は今年末までに公表され、実施は2027年1月からになる。よって、2026年の不動産小口化商品の販売は大きく落ち込もう。それでも本来の投資利回りは一定程度確保でき、不動産小口化商品へのニーズは十分存在する。

主要事業の予想

(億円)

	2021.12	2022.12	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12 (予)	2027.12 (予)
国内一棟不動産	148	172	293	303	357	550	565
不動産小口化	31	22	48	127	229	50	100
オフィス区分					6	60	100
合計	179	194	341	430	592	660	765

(注) (予) はアナリスト予想。

主要業績指標

(百万円、%、百万円/人)

	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12 (計画)
売上高	41342	49910	67531	77000
営業利益	2441	3216	4987	4300
税前利益	2066	2547	5190	4500
収益不動産残高	44798	45465	54586	65000
株主資本	16353	17511	20576	22400
ROE	9.0	9.5	16.9	14.5
ROIC	4.0	4.4	7.0	6.4
人的生産性	31	36	48	44
自己資本比率	29.1	31.3	28.5	30.0

(注) (計画) は会社計画

ポートフォリオ戦略を大きく転換

当社でいえば、不動産小口化商品の販売は2024年127億円、2025年229億円へと急増したが、今2026年の会社計画は50億円である。会社側では税制の詳細をみた上で、顧客ニー

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ズの動向を把握し、今後のポートフォリオ戦略を見直していく。

今 2026 年 12 月期は、不動産小口化商品への税制改正を踏まえて、事業ポートフォリオを機動的に組み替えている。不動産小口化商品は 50 億円（前年比-179 億円）に落ち込む前提として、国内一棟不動産販売を 550 億円（同+193 億円）、オフィス区分販売を 60 億円（同+54 億円）に拡大させる。

不動産小口化商品は投資商品としてのニーズは十分あるので、税制改正の動きが織り込み済みとなれば、来 2027 年の販売は好転してこよう。今下期の動きに注目したい。

2. 特色 個人富裕層向け不動産事業に専心

ホールディング体制で運営

2020 年にホールディングス体制がスタートした。2020 年 4 月にホールディング会社を新設して、株式会社 AD ワークスグループとして上場した。従来の AD ワークスは子会社として継続しているが、1 対 10 の株式統合をしているので、株価面での連続性はない。主要な取引銀行は SMBC 三井住友銀行、MUFG 三菱 UFJ 銀行、りそな銀行である。ここをコアとして、銀行借入を地銀などに広げている。

AD ワークスグループ（ADWG）は、収益不動産ソリューションを主軸としながら、より多彩な商品サービスを提供する投資ソリューションカンパニーへの脱皮を目指している。

収益不動産事業、不動産小口化商品事業、海外不動産事業を主力として、その周辺領域に事業を広げている。オフィス区分所有事業、クラウドファンディング事業、私募ファンド事業、系統用蓄電所事業などに力を入れている。

会社のパーパス（存在意義）を「北極星」にしている。道標として、「ワクを超えるしなやかな発創で、世界を色鮮やかに染め直す。」ことを掲げている。創業の染色業から不動産業へ、そして、次の新しい価値創造へ進んでいく。そこに自らの存在意義を見出している。

経営陣をみると、不動産事業としての実質的な創業者である田中社長は西武不動産出身、鈴木専務はリクルートコスモス出身、後藤専務は三井住友銀行出身、山下取締役は住友不動産出身、室谷取締役は SBI ホールディングス出身と多彩である。

AD ワークスグループ～創業 140 周年

AD ワークスグループは、2026 年 2 月に創業 140 周年を迎えた。これを機に、北極星（パーパス）に沿ったリブランディングを推進している。BtoC ビジネスの展開に向けて、新しい記念ロゴを作り、マーケティングに力を入れている。コーポレートブランドを刷新し、「ADW、あなたの資産に輝きを、Asset Design Works」を強調した。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

当社は、会社としては2020年4月1日の設立で、2020年12月期は9か月決算であった。収益認識に関する会計基準の変更は、2022年12月期から適用している。

2020年3月に、持株会社体制へ移行するために、親会社としてADワークスグループを設立し、同社を東証1部に上場した。子会社としたエー・ディー・ワークス（ADワークス）は上場廃止となった。持株会社にするには、この方式が最もシンプルであった。

グループでは、ADワークスが収益不動産事業、ADパートナーズがプロパティ・マネジメント事業、エンジェル・トーチがCVC（コーポレートベンチャーキャピタル）事業を担当する。

ADワークスグループの事業内訳

(百万円)

セグメント	2023.12		2024.12		2025.12	
	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益
収益不動産販売事業	35660	2766	44305	3907	62436	6361
国内一棟不動産販売	29347		30317		35744	
不動産小口化商品販売	4848		12769		22931	
オフィス区分販売	—		—		626	
米国収益不動産販売	3096		2944		4706	
ストック型フィービジネス	5681	1289	6158	1142	5598	1205
賃料収入	1798		1783		1723	
不動産管理等	4323		4375		3875	
調整額		-1614	-553	-1833	-503	-2579
合計	41342	2441	49910	3216	67531	4987

(注) セグメント内の内訳は内部取引があるので、セグメント合計には一致しない。

調整額はセグメントに帰属しない全社費用。

4つのビジネスモデル

当社のビジネスモデルは、大きく4つから成る。1つは、一棟収益不動産販売である。10～20億円の住居、オフィスを購入して、これをバリューアップし、1棟丸ごと販売する。仕入れ、バリューアップ（工事、テナント誘致）、販売によって、ショット型で収益を稼ぐ。ショット型とは、仕入れから販売まで1年内の短期でビジネスを実行するモデルである。

2つ目は、不動産小口化商品販売である。好立地の優良不動産を仕入れ、それを不動産小口化商品として投資家に販売する。最低出資額500万円（1口100万円を5口）をベースとして、金融機関や会計事務所などの紹介を通して投資家に販売する。

信託受益権型スキームによって、不動産を小口化して販売する。投資家は金銭の割合に応じて、対象不動産（土地、建物）を共同所有する。これも仕入れから販売まで1年以内のショット型である。

3つ目は、オフィス区分商品で、前期にスタートし、今期は急拡大を図る方針である。都心の小規模オフィスを区分登記し、ワンフロアごとに分割し、オフィス区分商品とする。借

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

入を利用して、レバレッジを効かすことができる。

4つ目は、ストック型フィービジネスである。当社グループが保有する収益不動産からの賃料収入と商品販売後の不動産運営管理サポートによるフィーを得る。これらのフィーは所有する不動産をベースにして、安定的な収益となるので、ストック型のビジネスと位置付けている。

現業態では田中社長が実質的創業者

当社は、1886年創業の青木染工場を発祥とする。エー・ディー・ワークス（ADワークス）は2007年にジャスダックに上場、2015年に東証1部指定の後、2020年に単独株式移転により、ADワークスグループが設立され、東証1部に上場した。その後、市場変更で2022年に東証プライムに移った。

2025年12月末現在、社員数255名、グループ会社10社、国内は東京、大阪、福岡、海外は米国ロサンゼルスに拠点を置いて、営業活動を行っている。

ADワークスグループの実質的創業者である田中社長の株式比率は10.62%である。株主総数は2.42万人で、個人株主が70.99%、外国人株主が12.86%などである。

青木染工場は、1976年に不動産取引事業に参入し、1995年に社名をエー・ディー・ワークスに変更した。そして、1999年に染色業から不動産業へ事業を全面転換した。

田中秀夫社長は、大学（慶応）を出て、西武不動産に入った。ここで、不動産事業について経験を積んだ。不動産鑑定士の資格を取って鑑定の目を養い、不動産仲介に関わる業界のルール作りでも力を発揮した。

1886年に青木直治が創業した青木染工場（アオキダイイングワークス、ADワークス）は明治から続いた染色会社で、渋沢栄一や戦後のトヨタ自動車を立て直した石田退三も関わっていたことがある会社である。1970年代（昭和40年代）にかつての染色という本業をやめて、不動産事業に転身した。しかし、4代目の青木昇氏が引退することになり、事業継続が難しくなった。

そこで、これだけの名門企業を閉めるのは惜しいということで、田中社長が後を継ぐことになった。資産は全て売却し、その会社の簿価を3000万円とした後、同じ金額で田中氏が買収した。青木氏には一部分割払いにしてもらった。1993年に入社し、状況を把握した後、95年に会社の譲渡を受け、社長に就任した。社名のADワークスは、青木のA、染め工場（Dyeing Works）のD Worksからとっている。

富裕層への収益不動産の販売が事業の柱

現在の事業は、収益不動産を柱にしている。マンション、オフィスを1棟丸ごと購入し、それを再生して販売するという仕組みである。仕入れは、プロの不動産会社や信託銀行系を仲介役にして購入する。富裕層に販売する時も、不動産会社（銀行系なども含む）などの仲

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

介業者を通して。当社の独自性は、鑑定から培われた目利き力にある。しかも、全体のバリューチェーンを視野に置いている。

コーポレートガバナンス～監査等委員会設置会社へ移行

2016年に監査等委員会設置会社へ移行した。2025年1月に三井住友フィナンシャルグループ出身の後藤英夫氏が入社し、昨年3月の株主総会で取締役を選任された。今年3月の株主総会では執行サイドの金子取締役が退任、社外取締役が1名交代、監査等委員の社外取締役1名を増員した。

ADワークスグループは、10人の取締役のうち、執行サイドが5名、社外が5名（うち監査等委員4名、女性2名）である。その下に、収益不動産事業を担うADワークスなど子会社が業務を執行している。鈴木専務が国内不動産事業と海外不動産事業を、後藤専務がCFOとしてコーポレート全体を担当している。社外取締役の田名網氏は生保を経てマネックス出身、栗井氏は外資系でのビジネス経験が長い。

取締役会の実効性評価では、今後の改善余地として、1) 中長期的のサステナビリティやブランディングなどの議論の充実、2) 総合リスク管理体制の拡充、3) 議案資料提供の早期化が指摘され、それらに取り組んでいる。

今年2月の取締役会で、大規模買付ルール（買収防衛策）の更新が決議された。3月の株主総会で、この更新を付議し承認された。

北極星を軸にした長期経営方針

2024年8月に長期経営方針「北極星（パーパス）・ビジョン・バリュー」を策定した。全社員参加型の議論を経て、当社グループの目指すべき方向性を固めた。

パーパスを北極星と称し、「ワクを超えるしなやかな発創で、世界を色鮮やかに染め直す。」とした。A.D.ワークスの創業の由来にもさかのぼった文言である。

パーパス（企業の存在意義）を北極星と名付けた。創業期は染色業に尽力し、多彩な領域にチャレンジしてきた。不動産に軸足を置いた後も、常識にとらわれない価値を追求してきた。そこで、「ワクを超えるしなやかな発創で、世界を色鮮やかに染め直す。」ことが、ADWGグループの存在意義であると定めた。

その上で、「私たちの価値観＝バリュー」、「私たちの志＝ビジョン」を掲げた。バリューでは“Shinahen!”がユニークだ。「しなやかな変化」を“シナヘン”とした。

ビジョンとして、10年後の2034年に、1) 税前利益200億円、2) BtoCシェア40%の達成を掲げている。不特定多数を顧客とする事業は、2023年に限界利益65億円のうち16%（不動産小口化事業、海外のMLSL〈マスターリース・サブリース〉事業）であったが、これを2034年に限界利益400億円（計画）のうち40%に持っていこうというビジョンである。

ADワークスグループの長期経営方針

- 北極星 ——— 私たちの存在意義
「ワクを超えるしなやかな発創で、世界を色鮮やかに染め直す。」
- バリュー ——— 私たちの価値観
* 全体最適・・・高い視座でより良い社会を実現
* Integrity・・・誠実な姿勢で信頼を築く
* Take the Lead・・・尊重と賞賛で主体的な共創を巻き起こす
* Shinahen!・・・“しな”やかに“変”化、楽しみながら、新たな価値創造に挑む
- ビジョン ——— 私たちの志
「富の循環を創出し、誰もが心に火を灯せる社会をつくる」

10年後の目標

	2023年12月期	2025年12月期	2034年12月期 (10年後)
税前利益 (億円)	20	52	200
限界利益 (億円)	65	103	400
BtoC比率 (%)	16	38	40

サステナビリティ経営の推進

サステナビリティの推進に当たっては、2025年7月にマテリアリティ（重要な経営課題）を改定し、①不動産価値の再創造、②資産形成機会の拡充、③品質と透明性の高い商品・サービスの提供、④デジタル活用による効率化と事業革新、⑤多様な人財の能力発揮と組織力強化、⑥ステークホルダーとの対話促進、⑦コンプライアンス・リスク管理の徹底、⑧戦略的かつ柔軟な経営体制の強化、⑨地球環境・生物多様性・資源の保全、⑩人権の尊重、の10個とした。「北極星（パーパス）・ビジョン・バリュー」の策定に伴う見直しとなる。

サステナビリティの推進では、ESGを商品企画に盛り込み、事業を通して、SDGsに貢献すべく活動をしている。

記念プロジェクト～ネパールにてコーヒー植樹

創業140周年記念プロジェクトの1つとして、今期中にネパールにてコーヒー植樹を行う。身近なテーマとして、持続可能なコーヒー栽培の支援を取り上げた。植樹から3年後には、コーヒーの木から収穫されたコーヒーが届けられる予定である。富の循環を体験しつつ、社会に貢献しようという活動である。会社とともに、社員からも植樹の寄付を募っている。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

社会貢献活動～日本画アーティストを支援

当社は、社会的活動として、東京芸大の美術学部と共催で「AD ワークスグループ日本画賞」の表彰を行っている。日本文化の伝統への貢献として、日本画を選択し、そこでの活躍を目指すアーティストを応援する。

2026年3月にAD ワークスグループ「日本画」賞の第4回受賞者が決定した。2名が大賞を受賞した。2名の表彰者を2年にわたって支援する。芸大への寄付、アーティストの支援、その作品の発表機会の提供、作品の購入などに携わっている。

3. 強み BtoCの領域で市場を拡大

バリュー・イノベーション(価値創造)を独自に展開し、富裕層・ファンド・事業法人に特化

バリューチェーンとしては、1) リフォームして5～8カ月で販売する、2) 中長期で自社保有して家賃収入を収益とする、3) それを売却してキャピタルゲイン(販売益)を得る、4) 販売した後もマンションの管理(プロパティマネジメント=PM)の仕事を継続する、5) 建物の修繕やリフォームも自社でできるようにする、という流れである。

物件を仕入れて1年以内に売却するという点で、保有の資金負担はさほど重くないが、案件を増やすには、銀行借入れなど外部ファイナンスに頼る必要がある。国内物件価格の80～90%は銀行からの担保融資が受けられるが、10～20%分は自己資金が必要である。

収益不動産事業は中古マンション等を1棟買収して、バリューアップし販売する。ストック型というのは、少し足が長い。例えば、オーナーが中古の賃貸マンションを保有しているものの、改修などが十分にできず、入居率が下がっている物件がある。これを購入し、バリューアップして、高い入居率にもっていく。少し長く保有するので、賃料も当社の収入となる。そして、いずれは売却してキャピタルゲイン(売却益)も得るというパターンである。

主な財務指標

(百万円、%)

	2021.12	2022.12	2023.12	2024.12	2025.12
税前利益	650	910	2066	2547	5190
純資産	14817	15857	17166	18761	20576
収益不動産残高	28914	41476	44798	45465	54585
ROE	2.2	3.5	9.0	9.5	17.5
ROIC	1.8	2.2	4.0	4.4	7.0

不動産小口化投資商品の拡大とブレーキ

不動産の小口化商品については、2018年に商品化した。1棟売りか、小口化して売るか、

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

という違いである。小口化して販売すると、新しいマーケットが広がる。顧客の囲い込みによって、次のビジネス展開も見込める。一方で、相続税法の改定で、2026年のビジネスには急ブレーキがかかることとなった。

不動産特定共同事業法の任意組合型免許を2015年4月に取得し、小口不動産投資商品をスタートさせた。その後信託受益権型スキームによる商品販売を開始し、事業拡大を図った。現在、不動産特定共同事業法の下で、100社以上が認可を受けているが、そのうち6~7社が小口化商品の販売に力を入れている。

小口化商品の市場は、一定の参入障壁を有する。1) 地域金融機関など広域の金融商品販売チャンネルが必要であり、2) 地域金融機関は一定数を超える小口化商品事業者と提携する合理性がなく、3) 販売実績が地域金融機関や顧客からの信頼に繋がり、それがさらなる販売に繋がる、という特性を有する。

不特法（不動産特定共同事業法）に基づく業務の適正な運営と投資者の保護、事業の健全な発展に向けて、「一般社団法人不動産特定共同事業者協議会」が2021年4月に設立された。田中社長はこの協議会の創立メンバーで、2025年6月より会長に就任した。

国土交通省の不動産特定共同事業のデータによると、不特法に基づく事業の実績（任意組合型の出資額）は、2013年の26億円が2015年121億円、2020年に221億円、2023年に558億円、2024年718億円と拡大してきた。

ARISTO（アリスト）が成長～採算は良好

当社は、当初、商品作り、販売ネットワーク作りで苦労したが、ここ数年は急成長をみせた。2025年末で累計25不動産、総額506億円を組成し、運用している。ARISTOシリーズの2025年の稼働率は99.9%と極めて順調である。

不動産小口化商品 ARISTO が急成長した要因は、1) 好立地の優良不動産に500万円前後から投資できる、2) 管理運営はADワークスに一任する、3) 金銭出資割合に応じて、その不動産を共同所有できる、という点がうけている。

よい物件であるかを確認し、ADワークスの実績を信用し、自分の持分がはっきりしているので、投資しやすい。不特法に基づくスキームも制度としてしっかりしている。

スタートしてから4~5年は雌伏期であったが、2023年から本格的な成長が始まった。小口化の商品開発、販売ネットワークでの信用力が相まって、物件数をこなすことができるようになった。業界でもトップクラスの伸びをみせている。

2025年12月期でみると、国内一棟不動産販売の粗利率は16.1%であったが、不動産小口化商品販売の粗利率は22.2%と、一棟型を上回る。小口商品なので、販売の手間はかかるが、営業利益段階でみても採算は高い。

主力事業の収益性

(百万円、%)

	2022.12		2023.12		2024.12		2025.12	
	売上高	粗利益	売上高	粗利益	売上高	粗利益	売上高	粗利益
国内一棟不動産	17266	2843 (16.5)	29347	3853 (13.1)	30317	4074 (13.4)	35744	5774 (16.1)
不動産小口化商品	2178	342 (15.7)	4848	1035 (21.3)	12769	2819 (22.1)	22931	4861 (21.2)

(注) カッコ内は売上高粗利益率

米国事業は当面慎重～縮小の方向

2013 年に米国ロサンゼルスに子会社を設立して、米国での事業を開始した。米国は、A. D. Works USA の下に ADW-No. 1 LLC と ADW Management USA があり、LLC が不動産の保有、Management が実務面での仲介や管理を担っている。

米国では 2014 年に事業を開始し、2015 年に 2 棟を販売した。仕入れから販売まで一通りの経験を積んだ後、ペースが上がった。そのための陣容も強化してきた。

米国の収益不動産の賃料は年 4～5%は上がっていくので、顧客にとっての利回りは確保できる。当社は、販売のほかに、PM や AM のビジネスもオーナーから受けることになるので、そのフィーも入ってくる。利回りは 3.5～4.0%である。米国は金利が高いので、イールドギャップは小さいが、インフレの国なので、いずれ値上がりが見込め、賃料も上がってくる。

2025 年 1 月に発生した米国ロサンゼルスの山火事では、当社グループが保有する物件、管理受託する物件に、被害はなかった。従来からカリフォルニア州の山火事ハザードマップ等に基づき、そうした被災のないと判断したエリアに投資を実行していることが幸いした。

米国ロサンゼルスでのビジネスは、米国での金利状況をみながら、慎重な仕入れ、販売活動を進めている。

内外の仕入・販売動向

(百万円)

	2023.12		2024.12		2025.12	
	仕入	販売	仕入	販売	仕入	販売
国内	28324	34195	33142	43086	56213	59302
海外	1050	1453	719	1193	0	3133
合計	29374	35648	33862	44279	56213	62436

ROE 経営を志向

当社のビジネスモデルは、そもそも ROE 経営を軸にしている。まず、自己資金をベース

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

に、4.5 倍のレバレッジを効かす。銀行の与信枠である。その範囲で利回りを考慮して物件を購入する。それをどのくらいの期間保有するか、販売の回転を考える。つまり、株主から預かった資金に対して、利回り、回転率、レバレッジを考慮して、ROE を追求する。2.5～3.5%×1～1.5×3～4=7.5～21%の ROE が見込めるビジネスモデルといえよう。

収益不動産関連の上場企業比較（関連5社）

社名	ADワークス グループ	サンフロンティア 不動産	トーセイ	ムゲン エステート	ビーロッド
コード	2982	8934	8923	3299	3452
市場	東証PRM	東証PRM	東証PRM	東証STD	東証STD
決算期	2025.12	2026.3	2025.11	2025.12	2025.12
売上高 (億円)	675	1160	946	682	377
税前利益 (億円)	51	231	206	99	68
売上高税前利益率 (%)	7.7	19.9	21.8	14.6	18.0
株価 (8/31) (円)	435	2503	1836	1711	1498
時価総額 (億円)	221	1437	1782	417	302
PBR (倍)	0.96	1.06	1.60	1.13	1.27
ROE (%)	13.8	12.9	13.6	13.4	22.6
PER (倍)	6.95	8.23	11.8	8.44	5.61
配当利回り (%)	4.6	3.2	3.0	6.1	5.3

(注) PBR、ROE、PER、配当利回りは直近予想。

類似会社では、サンフロンティア不動産、トーセイ、ムゲンエステート、ビーロッドなどがあるが、細かく見るとビジネスモデルはそれぞれ異なっている。

2024 年末で、ROE 9.5%、PER 6.3 倍、PBR 0.5 倍であった。ROE、ROIC は 2021 年をボトムに急速に好転してきたが、PBR には十分反映されていなかった。ROE が上がった分、PER が下がってしまった。つまり、収益性の向上は一過性であって、将来の成長性を体現しているものではないとマーケットからみられた。投資家は今後の成長性を十分評価していなかった。あるいは、将来を見据えた経営の実態を十分わかってなかったかもしれない。

当社の株主資本コストを 8%と認識し、ROE の目標を 8%とおいてきた。2023 年の ROE 9.0%、2024 年の ROE9.5%と株主資本コスト 8% を上回っており、エクイティスプレッドはプラスとなっているが、PBR には当時反映されていなかった。

同業他社の動向を踏まえて、会社側は ROE の目標を上げることにした。2027 年までに ROE を 13～14%に改善させることにしたが、この目標は 2025 年で達成している。

収益性を高めることで、当然中期の成長性も高まる。本来の姿として、成長性を一段と高

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

めることに引き続き力を入れている。

4. 中期経営方針 ポートフォリオを迅速に入れ替え

新中期計画を推進

2024年2月に「第2次中期経営計画」を公表した。1) 人材生産性を高めると同時に、2) 財務健全性を維持し、3) EPSを毎期10%以上高めることを目標とした。

1年後の2025年2月に公表した「企業価値向上に向けた成長戦略」では、これまでの目標をもう一段レベルアップさせ、2027年までにROEを13~14%以上に改善することを新たに加えた。これを実現する中で、PBR 1.0倍以上を目指す。

中期3ヵ年計画の財務目標

(百万円、%)

	2023.12	2024.12	2025.12			2026.12	
	実績	(1期) 実績	当初計画	修正計画	実績	当初計画	修正計画3
売上高	41342	49910	52000	60500	67531	58000	77000
営業利益	2441	3216	3300	5000	4987	3700	4300
税前利益	2066	2547	2600	4900	5190	3000	4500
収益不動産残高	44798	45465	46000	50000	54585	50000	65000
株主資本	16353	17511	18500	19800	20576	20000	22400
ROE	9.0	9.5	9.6	15.4	17.5	10.4	14.5
ROIC	4.0	4.4	4.6	6.9	7.0	4.8	6.4

4つの成長戦略

企業価値向上に向けた成長戦略として、4つの実行戦略に力を入れてきた。第1は、不動産小口化事業のトップラインの成長加速であった。これは、今期より見直しを迫られた。

強みは4つあった。1) 物件仕入れ25人以上、商品化人員20人以上、一級建築士9人など専門性の高い人材が実績を積み上げている。この人材は一部、別の新規事業にシフトしている。2) 地銀などの金融機関、税理士法人などの会計事務所を含め、全国500社以上の販売チャネルを有している。ここで先行している。3) 東証プライム上場企業として、コンプライアンス管理を徹底しており、『顧客本位の営業姿勢』は全国金融機関等からの高い信用と信頼を培っている。4) 良好な運用実績をみせている。2024年までの実績配当利回りは全17商品平均で3.05%、ARISTOシリーズ運用商品の稼働率99.9%、持分途中売却希望は全て元本以上で売却となっている。これらによって、ARISTOのブランド力が高まっている。

第2は、再生販売事業の物件価値の向上である。中古不動産の再生では20年以上の実績

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

を有する。1) 収益不動産の目利き力と仕入れ力、2) バリューアップの方策（工事、テナント誘致）、3) 売却後の物件管理などで競争優位性を発揮している。これからも、東京から大阪、さらに福岡へとエリアを拡大していく。その中で、バリューアップの施策も充実させて、販売限界利益率を高めていく。とりわけ、サステナブルな商品化への取り組みに力を入れている。劣化しにくい素材、再生素材の利用、環境認証の取得、再生エネルギーの利用などにも注力していく。

第3は、ノンアセット事業を含む新規事業の立ち上げである。1) 区分オフィス販売事業、2) 不動産クラウドファンディング事業、3) 蓄電所開発事業に力を入れていく。今2026年12月期から、区分オフィス事業が一気に立ち上がっている。

第4は、人財のエンゲージメント向上である。全社員がエンゲージメントを向上させ、バリューを発揮して、スキルを高め、新たな企業価値に結び付けようという人的資本の推進である。実際、成功の好循環を通して、離職率も極めて低い。

営業拠点の強化

2025年1月に、九州エリアの事業拡大に向けて、福岡営業所を開設した。子会社ADワークスの資産運用事業本部では、不動産小口化商品として、ARISTO 大名（販売総額20.9億円）、ARISTO 博多（同7.25億円）などを販売した。今後は営業拠点をベースに仕入れとバリューアップに注力していく。

福岡営業所の活動として、福岡でホテルを2件取得した。また、2025年7月より自社保有物件「U Place 下北沢」で民泊及びサービスアパートメント事業を開始した。今後、ホテル関連ビジネスを本格化させる予定である。

収益不動産事業の大型化～NANKAI（南海電鉄グループ）と連携

今年3月に、NANKAI（南海電鉄グループ）と大型不動産の共同投資について、物件取得契約を結んだ。これによって、50億円規模以上の市場に参入できる。当社のノウハウを活かしていく。NANKAIは、中期計画で不動産事業の拡大を重点戦略としており、両社の意向が合致した。

1号案件のプロジェクトは40億円弱で、都内23区のレジデンス物件について、NANKAI 70%、ADW 30%の比率で出資して、不動産を取得しバリューアップを図っていく。

7月にNANKAI（南海電鉄グループ）と、大型不動産共同投資プロジェクトの2号案件を締結した。2号案件は約50億円で、持分は当社20%、NANKAI 80%である。

共同で出資することによって、規模が大きくなり、当社の資金負担を抑えることができる。案件については、ADWがマネージングしていくので、NANKAIとしては当社のノウハウを活用しながら収益不動産ビジネスを拡大できる。今後3号案件にも取り組んでいく予定である。

オフィス区分事業

一棟収益不動産事業は、1棟 10～20 億円の不動産を富裕層に販売する。当社は、もともと、ここを強みとしてきた。

不動産小口化事業は、①平均単価 1500 万円、②現金で購入、③運用期間 10～20 年という商品で、これに合う富裕層をターゲットとしてきた。その中で、商品開発力とともに、全国 500 社以上の金融商品販売チャネル（地域金融機関、全国税理士法人）で培った実績が信用力として強みとなっている。

オフィス区分商品は、①単価 1～3 億円、②借入金の利用が可能、③運用期間が無期限である。小口化商品よりも上の富裕層を狙うことができ、販売チャネルは小口化商品と同じルートを使うことができる。実際、特定の不動産のワンフロアを自分のものとして所有することができる。

小口化商品は不動産の証券化商品に相当するものであるが、ワンフロアなどの区分所有は、まさに不動産を明確に切り分けて所有する。よって、所有区分が明確なので銀行からの借入も可能となり、所有者はレバレッジを効かせて投資をすることができる。

この領域はまだ競合が少ない。当社の強みを活かすことができる。すでにニーズがあることも分かっている。3 年後のビジネスとして年商 300 億円を目指す。

不動産商品の事業マトリックス

種類	投資額	顧客層	顧客ニーズ
一棟収益不動産 再生販売	10～50億円	事業法人 機関投資家	アクティブ運用
不動産小口化商品 ARISTO	500万円～	個人富裕層 (60～80代)	安定運用 資産承継
オフィス区分商品 ARISTO PLUS	1億円～	個人富裕層 (50～70代)	安定運用 資産承継
不動産 クラウドファンディング	1万円～	個人投資家 (20～50代)	資産形成
不動産 私募ファンド	50億円～	機関投資家	アクティブ運用

オフィス区分商品「ARISTO PLUS」

オフィス区分商品「ARISTO PLUS」は、1) 中小型ビルのワンフロアを 1 億円台で販売する、2) 銀行借入が可能な担保付不動産となるので、一棟型と小口化商品の間の別のニーズ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

に合致する、3) 小口化商品と同じ販売チャネルが使える、4) 小口化商品よりも仕入れの開口を広げられる、ということで事業を一気に立ち上げることができよう。

例えば、1 棟が 10 階建のビルとすると 10 フロアある。1 フロア 1~2 億円とすると、1 棟 10~20 億円のビルを区分所有対象として仕入れることができる。昨年 6 月から 1 号商品「ARISTO 神田」の販売を開始した。

不動産クラウドファンディング

不動産クラウドファンディング (CF) は、今期中にローンチ予定で、これまでとは違った別の投資家層をターゲットする。1 万円から投資でき、若手の個人投資家の参加も促す。

不動産 CF は、マスの投資家を対象とする。上場企業としての信用、信頼を活かした商品を提供していく。CF の場合は、10 億円の物件を、1 口 1 万円、10 口単位とすると、1 万人に販売することができる。新しいアセットクラスとして伸びが見込める。

8 月に、不動産クラウドファンディングに関する許認可を受けた。不動産特定共同事業法の電子取引業務ができることになった。9 月よりサービス開始する。既に準備を進めてきたので、人材、物件、マーケティングなど、事業の立ち上げは素早くできそうである。

1) 不動産クラウドファンディングのサービスサイトの開設、2) 第一号ファンドの募集などがスタートしよう。

収益不動産を小口化して、1 万円単位で販売する。投資家とすれば、例えば 10 万円を投資して、10 口購入する。リターンは収益不動産と同じレベルで期待できる。小口で、違ったアセットクラスの投資商品となる。当社は、1 棟 10 億円の収益不動産を購入して、うまく販売できれば、すぐに資金回収ができる。物件のマネジメントをしっかり行い、ネットで顧客サービスと顧客管理を実行する。

今回のスキームは、収益不動産は当社のバランスシートに載せる形である。将来は SPC を活用する形にして、バランスシートに載らないノンアセット型に持っていく方針である。

今期中に 1~2 件を具体化し、実績を積み上げていく。来期はピッチが上がってこよう。不動産クラウドファンディングの市場は急拡大しており、2023 年度 1000 億円に対して、2024 年度で 1700 億円を超えている。

系統用蓄電所事業も着々と

系統用蓄電所事業は、電力事業者から電力を購入して、それを蓄電池 (バッテリー) に貯めて、それを販売するというビジネスである。夜間電力など電力料金の安い時間帯に電気を仕入れて、昼間の電気料金の高い時/寒い時などに適切に販売する。これによって、収益を上げようというエネルギービジネスである。

2025 年 2 月に策定された「第 7 次エネルギー基本計画」では、再エネの比率を 2040 年までに 4~5 割に上げようとしている。現在は、2 割強であるから再エネへの期待は大きい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

再エネの供給が増えると、その利用効率を上げることが必要となる。火力発電所なら需要に合わせて、発電所の稼働を調整することができるが、太陽光、風力などの再エネは、需要に関係なく発電される。

よって、その電力を貯めて需給調整をしつつ、効率的に活用する仕組みが必要である。電力会社の送配電網を利用する系統用電力を小型の蓄電所に貯めて販売する。

小型の蓄電所への投資は、1施設当たり5～10億円(1500㎡前後の用地)である。小口の不動産投資と同じ規模である。不動産の立地については、もともと得意である。電力の売買など蓄電所のオペレーションについては、専門の企業(アグリゲータ：需給調整事業者)に委託する方針である。

当社は出力2MW以下の高圧蓄電所の開発を中心に、系統用蓄電所の事業拡大を目指している。この高圧蓄電所は約1年間の開発期間で稼働開始できる。このスピード感が当社に合っている。

第1号拠点が稼働へ

今年1月に竣工した系統用蓄電所第1拠点「ADW 三重松阪市蓄電所」が3月に稼働を開始した。6億円の投資で、一定の高い投資リターンが見込める。不動産事業の強みを活かし、立地、交渉、施工など事業推進において、スピーディに立ち上げており、新事業としての展開が期待できる。

昨年9月に、系統用蓄電所事業の2つ目の拠点用地を取得した。熊本県益城町に蓄電所の開発を行い、2026年12月期の稼働を予定している。また、鹿児島市で3拠点目の用地を取得した。2026年12月の稼働を予定している。

稼働させる蓄電所をファンド化して、新たな投資商品として販売することも検討している。蓄電池は1か所5億円の投資、これを10か所まとめれば、50億円の投資となる。これをファンドとしてまとめれば、新たな投資商品として販売することができる。

収益貢献も具体化

第1号のADW 三重松阪市蓄電所が需給調整市場に参入した。この蓄電所は3月に稼働したが、6月から卸電力市場に加えて、需給調整市場での取引を開始した。運用の幅が広がるので、収益獲得の機会が増える。

系統用蓄電所事業は、6月に第7号(佐賀県伊万里市)、第8号(栃木県日光市)に続いて、第9号(愛知県東浦町)での開発用地を取得した。年初の計画では累計10か所を目標としていたが、これを15か所に上方修正した。

会社側では、15か所が2年後に稼働し、そのうち11か所を継続保有するとして、年平均の運用収益(減価償却前)で、8～13億円が見込めると試算している。これは、2025年12月期の全社の限界利益103億円に対して、1割前後のウェイトを持つ。新規事業の貢献とし

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

て一定のインパクトがあろう。

ポートフォリオの多様化

投資商品のポートフォリオの多様化が進んでいる。一棟型は20年の経験があり、中古のバリューアップには手慣れしている。アセットタイプも広がり、ホテルでも実績を出しつつある。小口化は現在伸び盛りで、仕入れ、開発、販売が好循環を示している。

オフィス区分所有のアリストプラスは、価格帯が1~3億円で個人の資産承継に向いている。ワンフロアなので、これを担保に借入ができる。10年以上の長期投資として新しいニーズを掘り起こそう。3年後には300億円の事業規模に育てようとしている。

クラウドファンディングは、すでに3物件を仕入れており、後発ながらよいものを提供することをモットーとする。2026年には販売に至ろう。

系統用蓄電所は土地の活用という点で不動産事業との相性がよい。現在9つの拠点が具体化した、近々15拠点まで確保できよう。

ホテル事業を開始

2025年10月に、初のホテル事業が営業を開始した。ホテルの一棟再販事業である。2025年3月に福岡で取得したホテルアセットを大規模改修し、「クインテッサホテル福岡渡辺通Comic&Books」とリブランドして営業をスタートさせた。築16年のホテルに2億円を投資して、バリューアップを図った。今後、1棟での再販を予定している。

組織力の強化

ADWGの組織力は強化されている。優秀な人材を経営陣に加えており、充実した管理職研修によって、リーダーの行動力、結束力を高めている。

北極星（パーパス）を軸として、会社のビジョン、方針が社員のエンゲージメントと結び付いて、離職率は大幅に下がっている。新卒7年目までのプロパー社員の離職はほぼゼロとなっている。

5. 当面の業績 今2026年12月期は踊り場、来期は増益へ

バランスシートでは販売用不動産に注目

B/Sでは、2024年12月期に3物件21億円の収益不動産を有形固定資産に振り替えた。2025年12月期も1件9.7億円を同じように振り替えた。長期で保有して賃料収入を得る目的である。建物等の減価償却も実施できるので、キャッシュ・フロー上も有利である。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

バランスシート

(百万円、%)

	2022.12	2023.12	2024.12	2025.12	2026.6
現預金	7425	9810	10129	11909	9738
売掛金	148	116	111	276	66
販売用・仕掛用不動産	41488	38414	36557	43588	58909
有形固定資産	156	6558	9106	11187	13055
投資他	1351	1550	1542	1469	1419
総資産	53359	58854	59809	72062	86406
買掛金	640	1258	933	651	1704
長短借入金（1年以内を含む）	31476	33744	34785	44902	58130
社債（1年以内を含む）	1038	1065	875	861	710
クラウドファンディング等預り金	1063	2257	957	0	0
純資産	15857	17166	18761	20576	22389
有利子負債	32515	34810	35661	45763	58840
有利子負債比率	60.9	59.1	59.6	63.5	68.1
自己資本比率	29.6	29.1	31.3	28.5	25.9

前 2025 年 12 月期の業績は急拡大した

2025 年 12 月期は、売上高 67531 百万円（前年度比+35.3%）、営業利益 4987 百万円（同+55.1%）、税前利益 5190 百万円（同+103.7%）、純利益 3315 百万円（同+105.9%）となった。3 期連続でピーク利益を更新した。

販売限界利益率の高い不動産小口化事業のトップラインの成長を加速させた。再生販売事業も、物件価値の向上を図ることで、販売限界利益率を高める意向である。

また、新規事業を立ち上げている。①区分オフィス販売事業を不動産小口化事業の販売チャネルを活用して開始した。②系統用蓄電池を供給する蓄電所開発事業もスタートさせた。③不動産クラウドファンディング事業を不特法に基づく商品として展開する。これらの事業が今期本格的に立ち上がってこよう。

海外では棚卸資産の評価損（-4.8 億円）が発生した。一方、米国子会社（ADW-No. 1LLC）の保有物件の売却が完了し、同社を解散した。これに伴い為替換算調整勘定の取崩しによる特別利益が約 9 億円発生した。ロサンゼルスを中心とした海外事業は、一旦休止し、国内事業に集中する。海外事業については、現在検討中で、内容・地域を見直した上で、いずれ再スタートを目指すことになるろう。

なお、2025 年 7 月に子会社のスミカワ ADD を株式譲渡で売却した。事業の見直しで子会社スミカワ ADD を売却し、特別利益 1.4 億円が発生した。

今後の市場環境

国内の収益不動産の市場環境をどうみるのか。まずは、不動産税制の改定に対応する必要がある。これには手を打っているので、乗り切ることができよう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

企業業績、物価、賃上げ、金利、為替、株式市場の行方なども影響してくる。2024 年は 3 月の日銀によるマイナス金利の解除、7 月の政策金利の追加引き上げがあった。2025 年は米国トランプ政権の政策に左右されたが、国内景況が大きく崩れることはなかった。

今後の市場環境については、1) 金利引き上げのタイミングに伴う資金調達、2) 物価高を反映した賃料の値上がり、3) 金融市場を反映した不動産価格の高止まりをよくみていく必要がある。

今後について、世界的な地政学的リスクの高まり、米国トランプ政権の政策による金融情勢の急変には十分注意する必要がある。国内の収益不動産市場においては、長期金利の上昇が懸念される。借入金、投資利回り、不動産価格へのネガティブな影響が出かねない。今のところは、需要は旺盛で心配はいらない。

収益不動産の販売状況

(百万円)

	仕入	販売	期末残高
2023.12	29374	35648	44798
国内	28324	34195	39612
海外	1050	1453	5185
2024.12	33862	44279	45465
国内	33142	43086	39596
海外	719	1193	5865
2025.12	56213	62436	54586
国内	56213	59302	52255
海外	0	3133	2330
2026.12 2Q	35023	30138	71782
国内	35023	29452	69449
海外	0	686	2333

ポートフォリオの入れ替え

オフィス区分事業は、リソースを集中して、今期の販売を 60 億円に拡大する予定である。人員は従来の 3 人から 11 人に増加させている。販売チャネルと商品力については、不動産小口化事業で培っており、十分活用できるので、立ち上げることができよう。

組織内で人員をフレキシブルに稼働させることに加えて、仕入れや販売チャネルではここ数年で一段と実力をつけ、信用を培っていることが活かされる。

不動産小口化商品、オフィス区分事業に加えて、今年本格的に開始予定の不動産クラウドファンディング事業は、いずれも BtoC の領域である。よって、ブランド認知の向上に向けて、PR などに先行投資をしていく。

セグメント別業績予想

(百万円)

セグメント	2024.12		2025.12		2026.12 (予)		2027.12 (予)	
	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益
収益不動産販売事業	44305	3907	62436	6361	73500	5800	83300	7000
国内一棟不動産販売	30317		35744		55000		56500	
不動産小口化商品販売	12769		22931		5000		10000	
オフィス区分販売			626		6000		15000	
海外収益不動産販売	2944		4706		1000		500	
ストック型フィービジネス	6158	1142	5598	1205	3800	1000	4000	1000
賃料収入	1783		1723		1800		2000	
不動産管理・工事等	4375		3875		2000		2000	
調整額	-553	-1833	-503	-2579	-300	-2500	-300	-2500
合計	49910	3216	67531	4987	77000	4300	87000	5500

(注) セグメント内の内訳は内部取引があるので、セグメント合計には一致しない。

調整額はセグメントに帰属しない全社費用。

プロパティ・マネジメント事業を売却

2026年1月にADパートナーズの外部オーナー向けプロパティ・マネジメント事業を外部の(株)アーキテクト・ディベロッパー(現 帝国不動産)へ譲渡した。この譲渡益(17.4億円)が今期の特別利益に入った。事業ポートフォリオの見直しで、当事業からは撤退した。

子会社エー・ディー・パートナーズ(ADパートナーズ)は、不動産売却後もオーナーが安心して資産を保有できる管理体制を提供することを目的として、事業拡大を図って来た。しかし、安定稼働後の物件管理は差別化が難しく、規模の経済が競争優位を発揮する。よって、当社にとって成長事業とは位置づけにくかった。事業ポートフォリオの見直しの一環として、当事業の売却を昨年11月に決断した。

ADパートナーズは、2024年12月期で売上高1929百万円、営業利益145百万円、純資産335百万円であった。今期から外部向けの事業がなくなった。

今期は踊り場、来期は好転期待

2026年12月期の会社計画は、売上高77000百万円(前期比+14.0%)、営業利益4300百万円(同-13.8%)、税前利益4500百万円(同-13.3%)、純利益3100百万円(同-6.5%)である。

仕入れは順調である。20人以上の仕入れ専門組織が機能している。また、関西、福岡へのエリア拡大が効果を上げている。よって、今期の事業拡大も十分見込めよう。

今期は減益となるが、来2027年12月期の業績は再び好転してこよう。不動産マーケットが大きく崩れないという見方をベースに、事業ポートフォリオのバランスと新規領域の拡大を図っていくことで増益に転換できよう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

業績予想

(百万円、%)

	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12 (予)	2027.12 (予)
売上高	41342	49910	67531	77000	87000
粗利益	7019 (17.0)	8635 (17.3)	12074 (17.9)	12500 (16.2)	15000 (17.2)
営業利益	2441	3216	4987	4300	5500
経常利益	1978	2515	4149	3300	4500
税前利益	2066 (5.0)	2547 (5.1)	5190 (7.7)	4500 (5.8)	5200 (6.0)
純利益	1419	1610	3315	3100	3500

2Qの実績～通期の見方に変更なし

2026年12月期の2Q累計（上期）は、売上高29000百万円（前年同期比-12.0%）、営業利益2515百万円（同-14.8%）、経常利益1920百万円（同-25.4%）、税前利益3626百万円（同+41.1%）、純利益2363百万円（同+47.1%）となった。

税前利益でみると、その利益増減は、1) 国内一棟不動産販売+10.3億円、2) オフィス区分販売+6.6億円、3) 海外不動産販売+3.4億円、4) 販売仲介手数料+3.3億円、5) 外部オーナー向けPM事業の事業譲渡益等の特別損益で+17.1億円、6) 小口化商品販売が-23.1億円となり、ネットで+10.6億円となった。

2Qの注指標

(百万円)

	2024.12 2Q	2025.12 2Q	2026.12 2Q
国内一棟再生 売上	11163	18520	23058
粗利益	1791	2882	3916
不動産小口化商品 売上	6356	10932	1292
粗利益	1717	2578	260
オフィス区分商品 売上	0	0	2331
粗利益	0	0	662
販売用収益不動産残高(国内)	44085	42610	69449
営業利益	1820	2954	2515

営業利益でみると、小口化商品販売の落ち込みをカバーできなかった。税前利益、純利益

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

が大幅増となったのは、事業譲渡益 1740 百万円が特別利益に入ったことによる。これは、子会社 AD パートナーズの一部事業売却によるものである。

長期金利は上昇基調にあるが、不動産投資に対しては旺盛な需要が続いている。通期の計画は十分達成できよう。収益不動産の仕入れは、順調に進み在庫は十分保有している。

オフィス区分の販売計画を今期 100 億円から 60 億円へ下方修正したが、一棟再生販売が好調なので、ここで十分カバーできる。オフィス区分事業は営業力が整いつつあるので、来期は 100~150 億円が見込めよう。

小口化商品は、上期の販売は 13 億円にとどまった。通期計画は 50 億円で、ここには届かない公算もあるが、この未達分も一棟再生販売でカバーされよう。税制改正の詳細が 11 月にははっきりしてくるので、来期は営業面で動きやすくなるだろう。

配当利回りは高い~4%以上を確保

配当については、2024 年 10.0 円、2025 年 16.0 円に対して、今 2026 年 12 月期は 20.0 円を予定している。

2024 年 12 月に配当方針を変更して、配当利回り 4%以上を確保できるようにした。当社の配当方針は、予想配当性向が 50%を超えない限り、配当利回り（年間配当金÷1~12 月の月末平均株価）で 4%以上となるように配当額を決定する。これに基づいて、2026 年 12 月期は年 20 円を予定している。株価 500 円（月末年平均）に対して、配当利回り 4%に相当する。株価が 600 円になると、配当利回り 4%として、配当は 24 円（配当性向 38%）が期待できる。

6. 企業評価 新たな成長に向けて

好調を持続している要因

なぜ好調を持続しているのか。第 1 に、人材が集まっており、リテンション（人材の保持）の仕組みも充実させている。実際退職者が出ていない。第 2 に、好業績をベースに案件の大型化が進み、ポートフォリオが拡大している。仕入れ情報がかつてよりも入るようになり、販売ネットワークも実績をベースに積み上げ効果を生んでいる。第 3 に、事業開発力が充実し、新規事業がテンポよく広がりを見せている。

2 年前には、プライム上場基準をいかにクリアするか。ハードルが高く難しいのではないかという見方もあったが、業績拡大で軽々とクリアしてきたのは、サプライズである。まさに、創業者である田中社長のリーダーシップをテコに、役職員が一丸となったパワー結集の成果であると高く評価できよう。

AD ワークスグループの役員、従業員に対して、第 6 回新株予約権（税制適格ストック・

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

オプション)を昨年9月に発行した。61.39万株(1株当たり483円)である。

2025年初のPBRは0.54倍であったが、現在は0.97倍である。今後の成長戦略によって、PBR1.5~2.0倍を目指す展開を会社サイドは狙っている。

今後の事業展開について～アセットライトなビジネス展開に注力

振り返ってみると、2018年当時の業績は順調であったが、その後は一時伸び悩んだ。丁度新型コロナが厳しくなる局面であった。業績を上げれば株価は反応するはずであるが、それが十分でなかった。その後、業績は回復に転じ、順調に伸びている。

株価面では、販売用収益不動産の会社として、他社との違いがまだ十分アピールできていない。当社は不動産の購入にあたって、不動産を厳しくチェック、購入後は十分手直しをして、価値を上げている。実際、不動産の回転ビジネスを基本としながら、リターンの低いものは買わない。よい物件は長めに所有して、賃料を稼ぐようにしている。

海外については、新型コロナの影響で、米国でのビジネスが停滞した。法規制、資金不足、人材不足の影響もあった。当時の勢いなら年商100億円を超えてもよいはずであったが、しばらく様子を見てきた。今後は縮小の方向にある。

一方で、不動産の小口化事業が順調に伸びた。収益性も高いので、ここが成長のドライバーとなった。10億円規模の国内一棟収益不動産の粗利を15%とすると、不動産小口化商品の粗利は一棟より数%高い。投資家ニーズの違いから、要求リターンに違いがあるので、採算がよい。次は、オフィス区分事業がリード役になろう。ここも回転が速く、採算がよい方向に持っていけそうである。

今後はファイナンスの多様化が求められる。2025年12月期末の自己資本205億円に対して、有利子負債は457億円である。次のデットファイナンスを踏まえながら、アセットライトなビジネス展開が求められる。

現在はそのための基盤整備に向けた投資フェーズにある。1)オンラインで個人投資家のエクイティ資金を調達する不動産クラウドファンディングビジネスや、2)機関投資家のエクイティ資金を調達するアセットマネジメントビジネスなどに力を入れようとしている。

流通株式時価の増加

当社の富裕層の顧客は1700人、これを3000~5000人へ拡大していく。所有不動産を10年で売却するとすれば、これがストック効果として回っていく。反面、シンプルなフィービジネスは、営業に手間がかかる。この領域は競争も厳しいので、ここに入っていくメリットは少ない。

IRでは、小型株に関心のある機関投資家を回っている。IRにはさらに力を入れていく方針である。株主優待もほしいところである。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

株価は400円超えまで上昇し、時価総額は200億円強へ増加した。流通株比率は80%水準なので、これで流通時価総額100億円という基準（株価250円相当）を十分クリアできている。

PBRを1.5倍以上にもっていくには、収益性(ROE)を高めるか、成長性(PER)を高めるか、あるいは、その双方が求められる。領域としては、私募ファンド、STO(セキュリティ・トークン・オファリング)の活用なども考えられる。

内部成長で自己資本を30~40億円ほど充実したい。そうすれば借入金を含めた100億円を使ってビジネスを拡大できる。不動産再生商品の販売は好調で、エリアも全国に広がっている。オフィス区分商品は、今期60億円、来期100~150億円へと伸ばしていけよう。今後の新規事業の広がりとスピードに注目したい。

上位株主に村上ファンドの一族が登場

6月末の大株主として、MURAKAMI TAKATERUが第2位となり、持株比率8.83%となった。村上ファンドで有名な村上氏の長男（村上貴輝氏）である。アクティビストとして何らかの意図を持つかもしれないが、当社の成長戦略は十分納得性があるので、今のところは純投資とみておきたい。

次の目標株価600円を目指して

株価に関連して、PBRを1.5倍以上に持っていくには、収益性(ROE)を維持しつつ、成長性(PER)を高め、さらに流動性を高める必要がある。

現在の株価に対して、今期の業績予想で $ROE\ 13.8\% \times PER\ 6.95\ 倍 = PBR\ 0.96\ 倍$ という水準にある。2027年12月期は営業利益で55億円の達成が射程に入ってくよう。そうなれば $ROE\ 15.0\% \times PER\ 10.0\ 倍 = PBR\ 1.5\ 倍$ として、株価600円（時価総額約300億円）を目指せよう。新成長分野の事業化のスピードに期待したい。