

# 青山財産ネットワークス(8929)

日本の高齢化メガトレンドと一致した先駆的  
マーケットリーダー

株価: 1,025 円 時価総額: 251 億円

## カバレッジ開始

- 成長を目指す財産コンサルティングのスペシャリスト - 株式会社青山財産ネットワークスは、総合的な財産コンサルティング会社として、個人資産家や企業オーナーに財産の運用・承継・管理ソリューションを提供している。不動産小口化商品サービス「ADVANTAGE CLUB」で大成功を収めるなど、戦略的な個別サービスを提供するマーケットリーダーを目指している。この独自の商品により、個人は安定した収益を提供する大都市一等地の高額不動産に投資することができる。経営陣は収益性と生産性の両面で改善を行い、中期的な収益の可視性を高めている。

2023年8月17日



出所: ブルームバーグ

## 永続的な財産コンサルティング・サービス

- 構造的な追い風、長期的視野に立った事業展開 - 高齢化が進む日本では、資産形成や後継者育成に対する構造的な需要が増えている。他のアドバイザー事業と差別化した財産コンサルティングの専門知識により、市場での確固たる地位を築いている。日本の相続資産の50%近くを占める不動産は、主要なアセットクラスであり、同社は長期にわたる継続的なビジネスを獲得するために、多世代にわたる顧客にサービスの提供を努めている。
- ESG - 当社の「アストリス・サステナビリティ」モデルのスコアカードにおいて、同社のスコアは「Amber」となっている。
- バリュエーション - EPS 成長率は前年比 36.4%増と堅調であり、このコンサルティング事業の価値創出の性質を示すフリー・キャッシュ・フロー利回りが 16.5%と高いことから、2024年12月期の予想 PER は 8.0 倍で取引されている。新規顧客の獲得、デジタル・トランスフォーメーションによるテクノロジーの活用、そして高い顧客の定着が原動力となり、中期的には2桁の利益成長が持続可能であると考えている。

### リターン

	年初来	1か月	3か月	12か月
絶対(%)	-5.1	+3.1	+7.7	+6.2
相対(%)	-20.3	+2.5	+2.0	-5.4

### セクター

不動産管理/サービス  
ウェルス・マネジメント

### 株式データ

株価(円)	1,025
時価総額(10億円)	25.1
時価総額(100万ドル)	171.8
52週レンジ(円)	894-1,277
発行済株式数(100万株)	24.5
日次平均出来高(100万ドル)	0.7
浮動株(%)	77.6
外国人株式保有比率(%)	16.2
コード	8929
取引所	Tokyo Standard
純有利子負債/自己資本(倍)	N/A
FFOレバレッジ(倍)	3.7
ブルームバーグ 買い   ホールド   売り	1   0   0

出所: ブルームバーグ

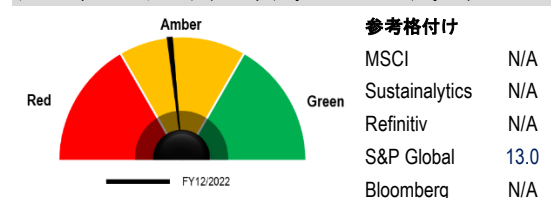
年度	12/2021	12/2022	12/2023E	12/2024E	12/2025E
売上高(10億円)	24.21	35.95	40.29	44.56	47.23
営業利益(10億円)	1.86	2.63	3.40	4.63	5.22
純利益(10億円)	1.48	1.69	2.27	3.10	3.52
EPS(円)	61.22	69.82	93.69	127.80	144.93
1株当たり配当(円)	28.00	35.00	46.84	63.90	72.46
売上高伸び率(%)	+26.6	+48.5	+12.1	+10.6	+6.0
営業利益成長率(%)	+42.4	+41.6	+29.6	+35.9	+12.9
純利益成長率(%)	+85.0	+14.4	+34.2	+36.4	+13.4
EPS成長率(%)	-7.3	+14.0	+34.2	+36.4	+13.4
PER(倍)	16.7	14.7	10.9	8.0	7.1
EV/EBITDA(倍)	42.1	23.8	10.9	8.1	7.2
EV/売上高(倍)	1.7	1.1	1.0	0.9	0.9
PBR(倍)	3.5	3.0	2.7	2.2	1.9
ROE(%)	22.0	22.0	25.7	29.9	28.8
ROCE(%)	13.7	15.8	19.1	23.6	24.3
FCF利回り(%)	8.6	8.3	16.5	16.5	17.6
配当利回り(%)	2.7	3.4	4.6	6.2	7.1

出所: 会社データ、アストリス・アドバイザー(予想)

### 事業概要

青山財産ネットワークスは、市場をリードする総合的な不動産コンサルティング会社である。

### アストリス・サステナビリティ ESG レーティング



### 次のイベント

2023年11月 2023年12月期第3四半期

電話: +81 3 6868 8797

Eメール: [Corporateresearch@astrisadvisory.com](mailto:Corporateresearch@astrisadvisory.com)

本レポートは同社から委託され、支払いを受けて作成されている。

## 内容

概要 .....	3
会社概要 .....	4
日本の高齢化と相続対策に関する当社の見解 .....	12
戦略 .....	15
ビジネスモデル .....	16
同業他社グループ分析 .....	21
バランスシート .....	26
資本配分 .....	28
最近の業績 .....	29
中期経営方針 .....	31
当社の業績予想と主な前提条件 .....	34
会社情報 .....	35
アストリス・クオンツシート .....	40
アストリス・サステナビリティ ESG 評価 .....	42
考察分野 .....	44



## 概要

青山財産ネットワークスは、市場をリードする総合的な財産コンサルティング会社である。相続や事業承継のニーズが高まる日本国内市場で事業を展開する同社の成長の実績は、以下のような差別化要因に支えられている。

- 独自の ADVANTAGE CLUB 商品(不動産小口化商品)における市場をリードする専門知識により、個人富裕層は安定した収益の不動産に投資できる。
- 資産運用、相続対策、事業承継など、顧客のニーズに合った最適なソリューションを提供し、確かな専門知識と実績により継続的に顧客を増やしていく。
- 差別化されたエンド・ツー・エンドのサービスは、多世代にわたる顧客にサービスを提供することを目指す。

当社は、青山財産ネットワークスは以下の要因によって、中期的な成長を推進すると予想する。

- 売上高の伸びは、特に ADVANTAGE CLUB のサービスが牽引する新規顧客の獲得と、財産コンサルティング・サービスを牽引する構造的需要によってもたらされた。
- 当社は、コンサルタントの生産性の向上 と組み合わせることで、2024 年 12 月期に営業利益率 10 %の目標を達成できると考えている。

EPS 成長率は前年比 36.4 %増と堅調で、株価は 2024 年 12 月期の予想 PER8.0 倍で取引されている。50 %の配当性向に基づく配当利回りは 6.2 %となる。フリー・キャッシュ・フロー利回りは 16.5 %と高く、質の高い人的資本とデジタル変革イニシアチブの活用により、設備投資と運転資本の必要性が低いことを示している。



# 会社概要

## 概要

1991年設立の総合的な不動産コンサルティング会社。  
2022年12月期の顧客数は2,377社  
(前年比14.5%増)

顧客は平均資産10億円の個人富裕層、または企業オーナー

全国95拠点のネットワークを運営

市場をリードするADVANTAGE CLUB(不動産小口化商品)の市場シェアは50%

青山財産ネットワークス(AZN)は、個人資産家(平均資産規模10億円・770万ドル)および企業オーナーにサービスを提供する総合的な財産コンサルティング会社である。顧客が直面している問題に現在および多世代にわたり対処する長期的なコンサルティング・サービスを提供しており、その主な目的は、最適な財産構成を実現し、円滑な資産の承継を行うことである。

AZNは1991年に株式会社船井財産ドックとして設立され、株式会社船井総合研究所のグループ会社であった。長期的な顧客関係を築き、定着率を高めた同社は、戦略的なM&Aを実行し、提携を結んで規模を拡大し、総合的な財産コンサルティング・プロバイダーとなることに成功した。地元の会計事務所や税理士事務所と提携し、全国95カ所の紹介ネットワークを構築している。シンガポールとインドネシアに現地法人を設立し、国際的なネットワークを強化している。

AZNの主な競争優位性は、市場シェア50%を有するADVANTAGE CLUB(不動産小口化商品)における市場をリードする専門知識と、長期的な顧客サービスを目指す差別化されたエンド・ツー・エンド・サービスの確かな専門知識と実績であると考えている。

### 図表1: 社史の概要

年月	詳細
1991年9月	(株)船井総合研究所のグループ会社として(株)船井財産ドックを設立
1999年4月	商号を株式会社船井財産コンサルタンツに変更(個人資産家向けコンサルティングが中心)
2002年5月	ADVANTAGE CLUB 営業開始
2004年7月	東京証券取引所マザーズ市場に上場
2008年10月	株式会社プロジェクトホールディングスを統合し、事業承継コンサルティングに進出
2011年11月	Aoyama Wealth Management Pte. Ltd.をシンガポール共和国に設立
2012年7月	商号を株式会社青山財産ネットワークスに変更
2013年10月	財産コンサルティング強化のため、株式会社日本資産総研を経営統合
2015年5月	東京証券取引所市場第二部に市場変更
2016年1月	SBI新生銀行と合弁会社「新生青山パートナーズ(株)」を設立
2016年8月	(株)日本M&AセンターHDと合弁会社「(株)事業承継ナビゲーター」を設立 この合弁会社は現在「株式会社ネクストナビ」に商号変更。
2017年5月	PT Aoyama Zaisan Networks INDONESIAをインドネシア共和国に設立
2020年10月	(株)青山フィナンシャルサービスを設立
2021年1月	(株)青山ファミリーオフィスを設立
2021年9月	創立30周年

出所: 会社データ

同社は、2007年に東京証券取引所マザーズ市場に上場し、2015年に東京証券取引所第二部に市場変更した。現在はスタンダード市場で取引されている。



## 事業セグメント情報

AZN は、総合的な財産アドバイザーおよびコンサルタント・サービスとして、幅広いサービスを提供しており、これらは 2 つの報告セグメントに分かれている。

図表 2: 事業セグメントの詳細

事業セグメント	事業内容	中核的サービスの詳細
財産コンサルティング	• 財産承継	相続を見据えた資産家の最適な財産構成の実現を提案・実行。「円滑な財産承継」、「相続税の納税資金の確保」、「財産の運用と保全」、「まさかへの備え」を重要視する。サービスには以下が含まれる。 <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 相続の事前・事後対策とその実行</li> <li>○ 不動産の有効活用</li> <li>○ 不動産の組み替え</li> <li>○ 不動産の購入・売却</li> </ul>
	• 事業承継	サービスには以下が含まれる。 <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 同族承継</li> <li>○ 社員承継</li> <li>○ M&amp;A支援</li> <li>○ 転廃業支援</li> </ul>
	• 商品組成等	独自の商品開発をして運用サービスを展開する。 <ul style="list-style-type: none"> <li>○ ADVANTAGE CLUB(以下「AD」)-不動産小口化商品(商品の組成時・期中管理・解散時の手数料を認識)</li> <li>○ 地域創生コンサルティング</li> <li>○ IFA(独立系ファイナンシャルアドバイザー)による金融商品マネジメント・サービス</li> <li>○ オペレーティングリース商品</li> <li>○ 海外運用商品</li> </ul>
不動産取引	• ADVANTAGE CLUB(以下「AD」)	東京都心 3 区を中心とした不動産小口化商品(不動産売却の売上を認識)
	• その他の不動産取引	AD以外の 1 棟ものの不動産を提供。

出所: 会社データ

## ADVANTAGE CLUB –市場をリードする不動産小口化商品

同社は、安定したリターンを生み出す不動産小口化商品 ADVANTAGE CLUB (AD)を提供する市場リーダーである。これは、日本の法律「不動産特定共同事業法」に基づき、個人顧客の集合体が任意組合を通じて不動産を共同購入し、賃貸収入を得ることを認めるものである。顧客は、1口 1,000 万円から東京都心の高額不動産に投資することができる。

AD の幅広い魅力を証明するように、AZN は、2002 年 5 月の開始以来、4,284 人の投資家に支えられて 63 組合の ADVANTAGE CLUB を組成し、累計 1,168 億円を調達している。AD 独自の価値提案は、以下のように要約できる。

- 不動産の取得は、**100 %エクイティ** (全額現金購入)で資金を調達し、レバレッジはかけない。これにより、**明確な出口戦略で安定したリターン**を生み出すことができる。取得した資産は、通常の銀行借入れでは制限されるような古い不動産であることが多く、一等地にあり、リセールバリューが上がった実績がある。例えば、銀座や表参道などにある、築 50 年を迎えるオフィスビルなどである。
- 同社は、**全国 95 の会計事務所および 40 の金融機関との提携**を通じて、富裕層の投資家にリーチすることができた。
- 安定した家賃収入を得られる数少ない地域の一つであるため、都市部の立地は非常に重要である。しかし、このような物件は高額で、管理やメンテナンスに専門知識が必要である。AD の体制は、こうした課題に対応するために設計されており、AZN の経験豊富な専門チームが、**物件の選定と管理**を行う。
- **AD 投資家の平均保有期間 9 年 3 ヶ月のリターンは年 6.12 %**である。

2022 年 12 月期、AZN は首都圏に 6 組合の AD を新たに組成した。

図表 3: ADVANTAGE CLUB– 2022 年 12 月期に組成した新組合

物件の所在地	九段下	銀座六丁目西銀座通り	表参道	西麻布	神田岩本町	築地
組成日	22年3月	22年3月	22年6月	22年9月	22年12月	22年12月
組成額(十億円)	0.77	10.40	4.72	6.15	1.55	4.90

出所: 会社データ

AD は投資家に着実に受け入れられており、7 年間の CAGR は 52 %と堅調である。現在のパイプラインに基づく、AZN は新規 AD の組成は 2023 年 12 月期に 325 億円に達すると予想している。

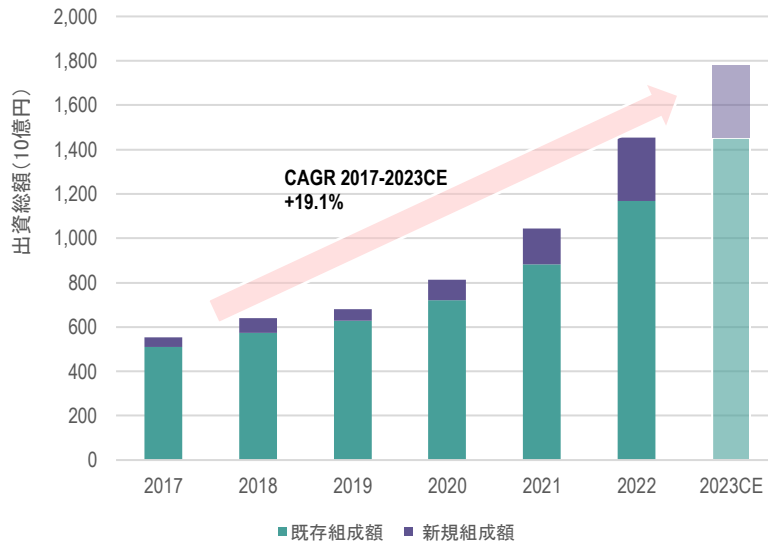
AZN は現在までに  
63 組合の  
ADVANTAGE  
CLUB を組成し、  
1,168 億円を調達

不動産取得資金は  
100%現金で調達

大都市圏の一等地  
に立地する不動産

ADVANTAGE  
CLUB の投資家の  
平均リターンは年  
率 6.12 %、平均保  
有期間は 9 年 3 カ  
月

図表 4: ADVANTAGE CLUB の実績と 2023 年 12 月期の目標

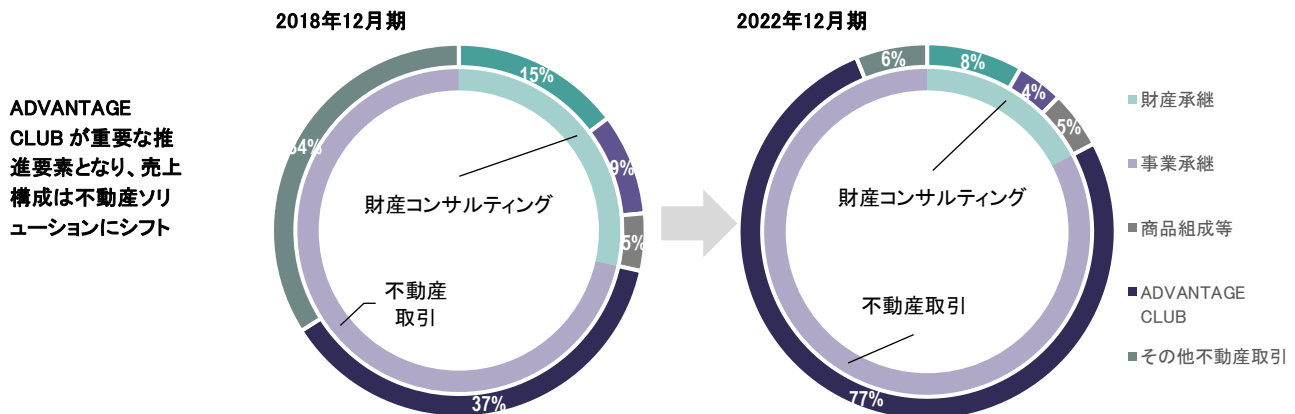


出所: 会社データ  
\*注: CE は会社予想

## 事業セグメント別売上高

過去 5 年間、AD の持続的な成功により、売上構成は不動産取引割合が大幅に増加。

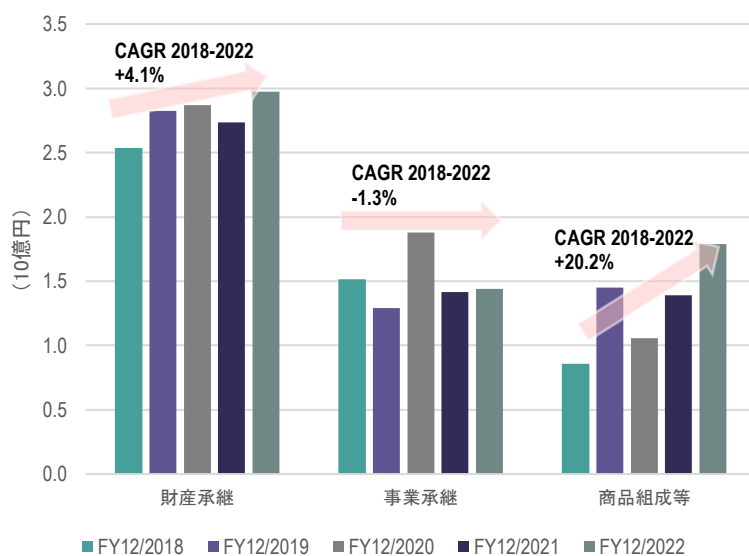
図表 5: 事業セグメント別と主要サービス別の年間売上高 (2018 年 12 月期～2022 年 12 月期)



出所: 会社データ

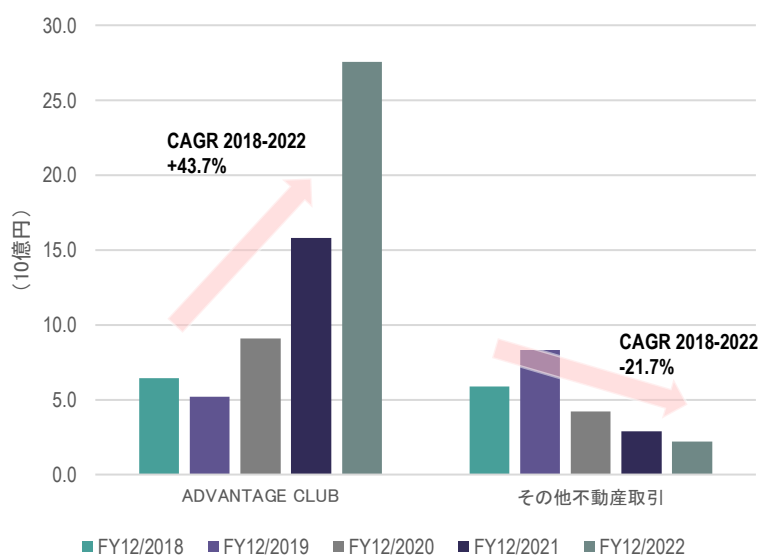
2021 年 12 月期の不動産コンサルティングの売上高は、コロナ禍で、一部対面での会議が制限されたため、前年比で減少した。売上高は、2022 年 12 月期に着実な増加基調を回復した。

図表 6: 年間売上高推移-財産コンサルティング主要サービス



出所: 会社データ

図表 7: 年間売上高推移-不動産取引主要サービス



出所: 会社データ

不動産取引の売上高は AD の堅調な伸びにより同期間に倍増した。





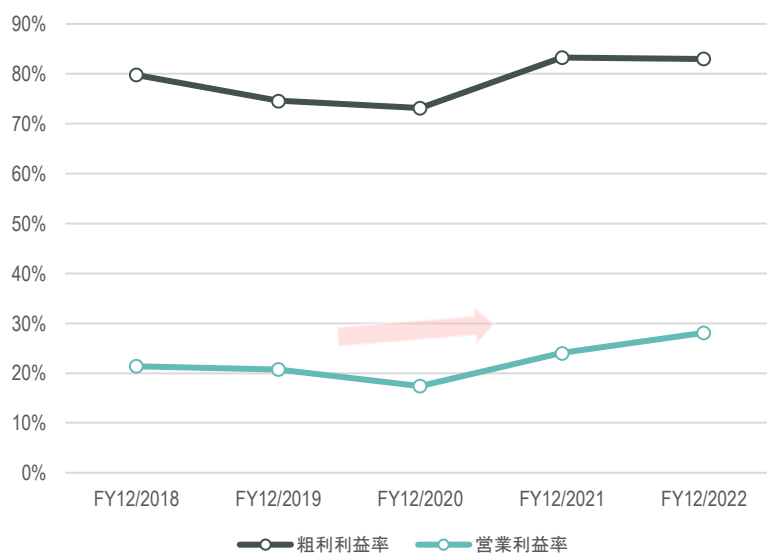
## 最近の収益性の推移

同社は、日本の会計原則(GAAP)の要件に従い、不動産取引の売上高を総額ベースで認識している。本セクションでは、不動産取引の売上高を純額ベースにした場合の調整後売上高および調整後売上原価を使用して収益性を説明する。

調整後売上高と調整後売上原価は、以下のように計算される。

- 調整後売上高は、不動産購入に関連する費用を売上高と相殺したものである。
- 調整後売上原価は、不動産取引の売上原価に含まれる不動産購入に係る売上原価と人件費を控除したものである。

図表 8: 売上総利益率と営業利益率の推移

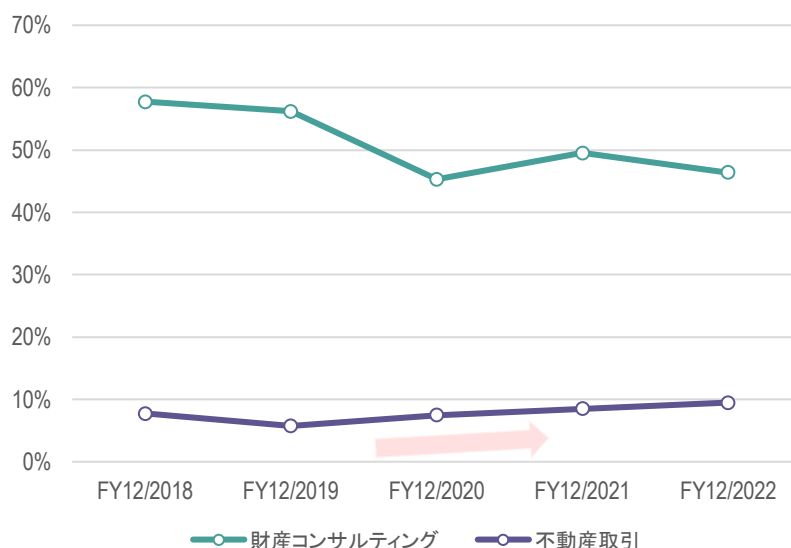


出所: 会社データ

過去5年間にわたり、全体的な売上総利益と営業利益は緩やかな上昇傾向にあるが、事業セグメント別では、財産コンサルティングの売上総利益が低下している一方、不動産取引の売上総利益は着実に上昇傾向にある。

## セグメント別利益プロフィール

図表 9: セグメント別年間売上総利益率の推移



出所: 会社データ

同社は、2020年まで ADVANTAGE CLUB を既存顧客や提携会計事務所からの紹介者に販売していた。しかし、2021年以降、AZN は金融機関の顧客に販売するために紹介料が発生し、資産コンサルティングの売上総利益が減少した。

これは AZN の成長戦略の中核的要素であるが、ADVANTAGE CLUB は、金融機関から紹介された新規顧客を引き込み、獲得し、後の段階でコンサルティング・サービスを提供するために利用される。

紹介料の増加により一時的に売上総利益は低下するが、経営陣は、新規コンサルティング契約による売上拡大が、中期的に利益回復につながると考えている。

## グループ会社

AZNは11の連結子会社を通じて、総合的な財産コンサルティングサービスを顧客に提供している。

図表 10: グループ会社

子会社	グループ会社の状況	持株比率	事業内容
青山総合エステート	連結	100%	不動産管理
青山財産インベストメンツ	連結	100%	経営コンサルティング
日本資産総研	連結	100%	総合財産コンサルティング
Aoyama Wealth Management Pte. Ltd. (シンガポール)	連結	100%	海外資産コンサルティング
Aoyama Zaisan Networks USA, Inc.	連結	100%	海外資産コンサルティング
PT Aoyama Zaisan Networks INDONESIA	連結	100%	海外資産コンサルティング
青山財産ネットワークス九州	連結	80%	事業承継・財産コンサルティング
日東不動産	連結	100%	不動産管理
青山フィナンシャルサービス	連結	100%	金融商品仲介業
青山ファミリーオフィス	連結	100%	同族企業一族の非財産分野コンサルティング
日本デジタルインベストメント ネクストナビ	連結 持分法 適用会社	60% 50%	投資運用業 総合財産コンサルティング

出所: 会社データ

# 日本の高齢化と相続対策に関する当社の見解

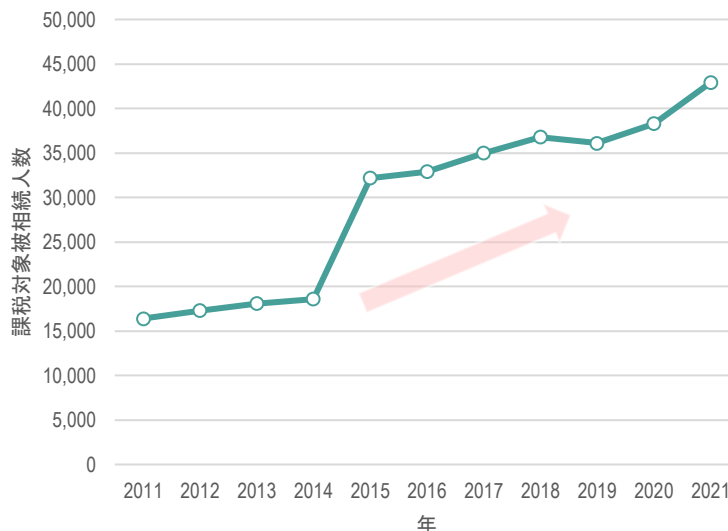
## 対応可能な市場規模が大きい

国内のファイナンシャル・プランニングとマネジメント業界は、高齢化社会と最近の相続関連規制の改正が重なり、大きな恩恵を享受する準備が整っていると考える。

日本は相続税率が高いことで知られており、その税率は受取人の相続額によって異なる。税率は、相続額が1,000万円までは10%から、6億円を超えると55%に達する。この最高税率は世界最高である。

2015年の相続税法改正では、最高税率が50%から55%に引き上げられ、基礎控除額は引き下げられた。その結果、関東地域のデータが示すように、課税対象になる相続人の数が大幅に増加した。

図表 11: 相続人の年次推移(東京都、千葉県、神奈川県、山梨県)



出所: 会社データ、東京国税局会社データ

人口高齢化、高い税率、事業承継問題を背景とした獲得可能な最大市場規模(TAM)

日本では相続財産の50%近くを不動産が占める

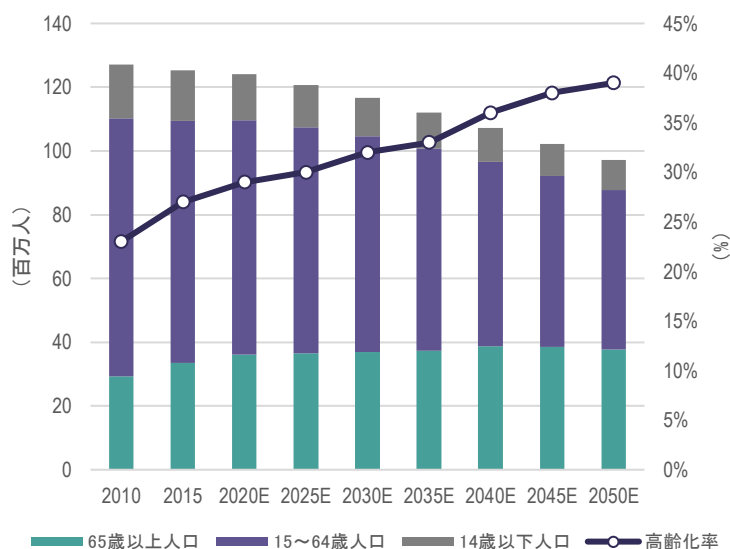
相続財産の50%近くが不動産(残り50%は現預金・有価証券)であることから、相続財産ポートフォリオの見直しによる納税対策が求められている。その結果、日本の富裕層の間では、円滑な財産承継を行うための最適な財産構成を実現するコンサルティング・サービスに対する需要が高まっている。不動産の有効活用や組み替えによる収益性の向上や金融資産の運用によるキャッシュフローの極大化を図り納税資金の確保をしていく必要がある。

## 高齢化のメガトレンド

日本の高齢化は著しく進んでいる。同国は、出生率の低下や高齢者の増加など、さまざまな要因が重なり、人口動態の問題に直面している。



図表 12: 人口と人口動態の推移

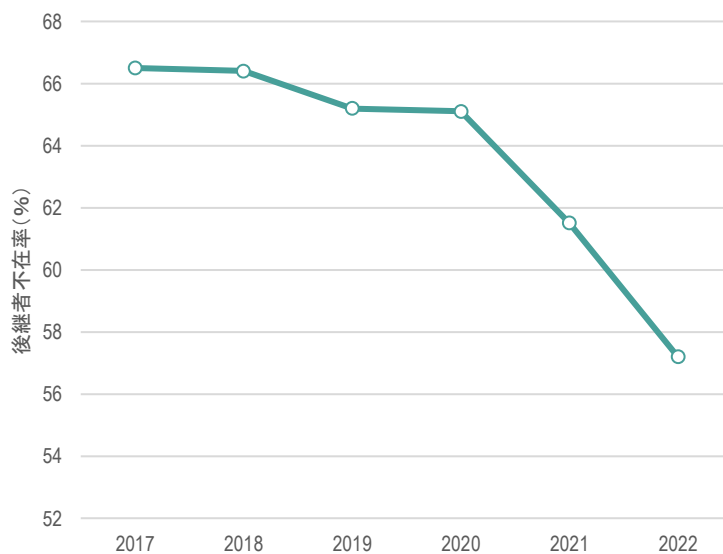


出所: 会社データ、総務省「平成 28 年版 情報通信白書 人口減少社会の到来」

注: シニアとは 65 歳以上を指す

人口の高齢化に伴い、中小企業(小規模から中規模の企業)の最高経営責任者も高齢化している。全国の最高経営責任者の平均年齢は 1990 年の 54 歳から 2021 年には 60.3 歳に上昇した。高齢化した最高経営責任者の中には後継者を探している者もいるが、不在率は依然として高い水準にある。

図表 13: 事業承継者の不在率-全国



出所: 会社データ、帝国データバンク

最高経営責任者や企業オーナーの高齢化と後継者不在率の高さが、AZNの事業承継グループ(およびその他のM&Aアドバイザリー事業)の価値を高め、求められていると結論付ける。

## 戦略

### 中核となるビジョンと目標

競争力を強化し、  
長期的な顧客関係を  
構築するための  
コンサルティングに  
注力

同社のビジョンは、日本トップの総合的な財産コンサルティング会社になり、財産コンサルティングを求める顧客にとって第一の選択肢となることである(標語は「財産のことなら青山財産ネットワークス」)。現在の中期経営計画(2022年12月期～2024年12月期)は、このビジョンを実現するために策定された。

AZNのビジョンは、多世代にわたって顧客から信頼されるコンサルティングファームになることでもある。この目標を達成するため、同社は他の財産コンサルティング会社とは一線を画す、総合的なサービスを提供する広範なポートフォリオを構築してきた。

- 専門家チームは、多様な顧客の現状分析、課題の抽出、提案、実行、検証、見直しを行うことで顧客の最適な財産構成を実現する。
- 多様な顧客の特定のニーズに対して、同社は最適なサービスラインナップを選択的かつ戦略的にカスタマイズすることができる。

同社は、総合的な財産コンサルティングとのクロスセリングの機会として、8つの戦略的個別サービスを提供している。

図表 14: 戦略的個別サービス

事業内容	詳細
ADVANTAGE CLUB	東京都心の高額不動産を共同購入し、不動産賃貸から収入を得る不動産賃貸システム。顧客は1口1,000万円から投資でき、安定した収入を得ることができる。
不動産有効活用コンサルティング	首都圏における土地の有効活用の計画・実行を支援する。
購入コンサルティング	不動産購入をサポートする。
ファミリー・オフィス・サービス	同族企業一族を維持・強化するための仕組みづくりと運営を長期的に支援する。
地域創成コンサルティング	AZNが持つ不動産特定共同事業や資金調達に関する専門知識を活用し、官民パートナーシップによる公共不動産を開発・運営する。
事業承継ファンド	事業承継が困難で廃業を検討している企業に最適なプランを提案。廃業した場合でも計画的に雇用を提供し、経営資産を保全する方策を提示する。
IFA(独立系ファイナンシャルアドバイザー)による金融商品マネジメント・サービス	顧客の現状をしっかりと分析した上で、総合的かつ長期的な観点から、目的に応じた最適な資産運用を支援する。
STO(セキュリティ・トークン・オファリング)事業	ブロックチェーン技術を持つHash DasH Holdingsと提携し、デジタル証券を発行し、収益を生み出す不動産を24時間365日、少額から顧客に提供する。

出所: 会社データ

# ビジネスモデル

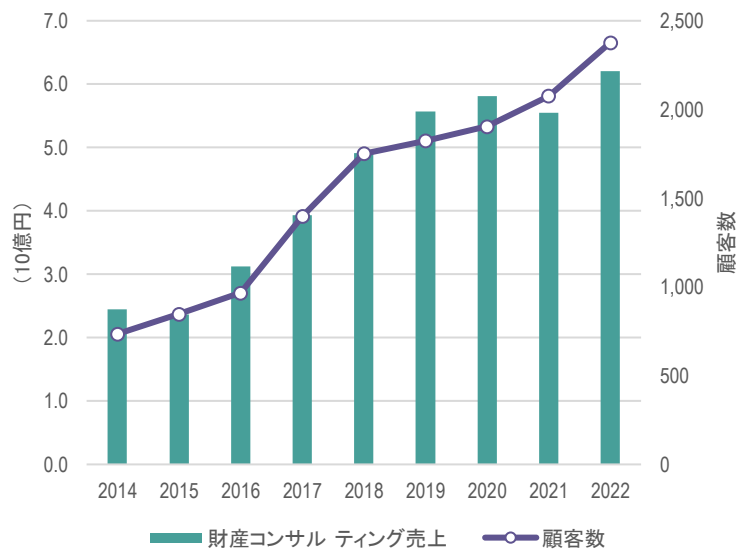
## 主要コンセプトと固有の長所

### 新規顧客獲得

ADVANTAGE  
CLUB による新規  
顧客獲得

経営陣は、新規顧客数の伸びを業績の重要な指標と考えている。これは会社の売上拡大の中核となる原動力だからだ。この増加の主な要因は、AD 投資家の流入である。そのため、AD の持続的な人気は AZN の成長を示す有力な指標となる。

図表 15: 財産コンサルティングの売上高と顧客数



出所: 会社データ

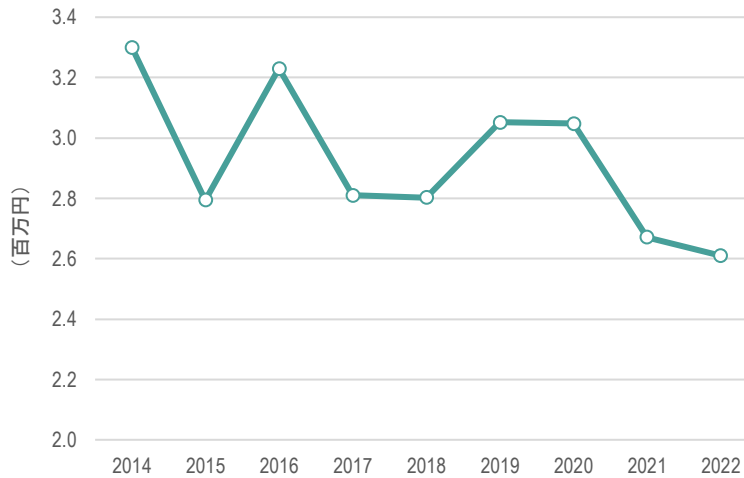
### 顧客一人当たりの平均手数料

AZN が顧客一人当たりに請求する料金は、重要な業績指標である。手数料の水準はコンサルティング契約の内容によって変動することがあるが、顧客一人当たりの平均手数料は過去 9 年間、安定した水準を維持している。





図表 16: 顧客一人当たりの平均年間手数料



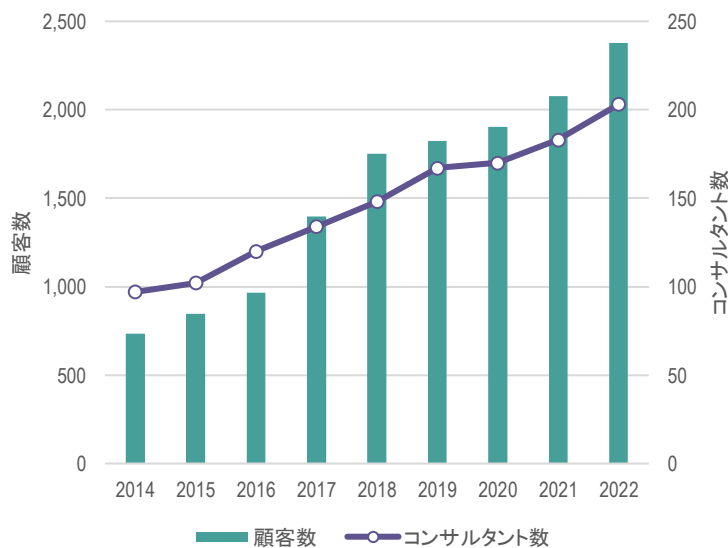
出所: 会社データ

### コンサルタント一人当たりの生産性

AZNにおけるコンサルタントの生産性は、業績の3番目に重要な指標である。顧客の案件の複雑さはそれぞれ異なるため、コンサルタントが効果的にサービスを提供できる顧客の数が、必ずしも高い生産性を示すとは限らない。しかし、この9年間で、一人のコンサルタントが担当できる顧客数は着実に増加傾向にある。この数字は、成長を支えるために新規採用されたコンサルタントの増加によるもので、最近では横ばいとなっている。同社は、新しいコンサルタントが迅速にスピードアップできるように、分業体制とデジタル化を実施している。

デジタル化で生産性を重視

図表 17: 顧客数とAZNコンサルタントの推移



出所: 会社データ



通常、ファイナンシャル・コンサルタントやアドバイザーは、顧客のために高いリターンを得ようと努力する。これとは対照的に、同社の信条は、100年後も顧客のベストパートナーになることだ。そのため、同社は、相続税による資産価値の目減りを最小限に抑えながら顧客の資産を守るビジネスモデルを構築している。



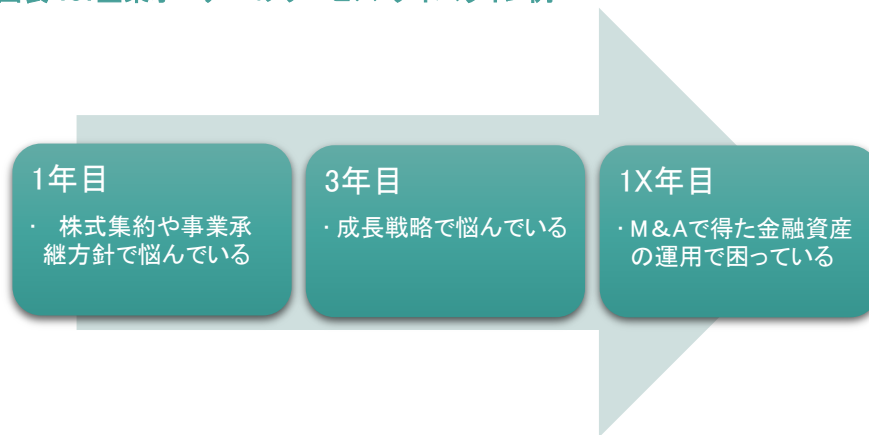
## 顧客セグメンテーション

同社のビジネスモデルは、企業オーナー向けサービスと不動産や金融資産を所有する個人資産家向けサービスの2つの顧客セグメントに分類できる。

### 企業オーナー

ビジネスが成長するさまざまな段階において、経営者の悩みや頭痛の種はさまざまな形をとる。AZNは、必要な時に必要な場所で経営者にアドバイスを提供し、長期にわたり持続可能なアドバイザリー関係を築き、維持することができる。

図表 18: 企業オーナーのサービス・タイムライン例

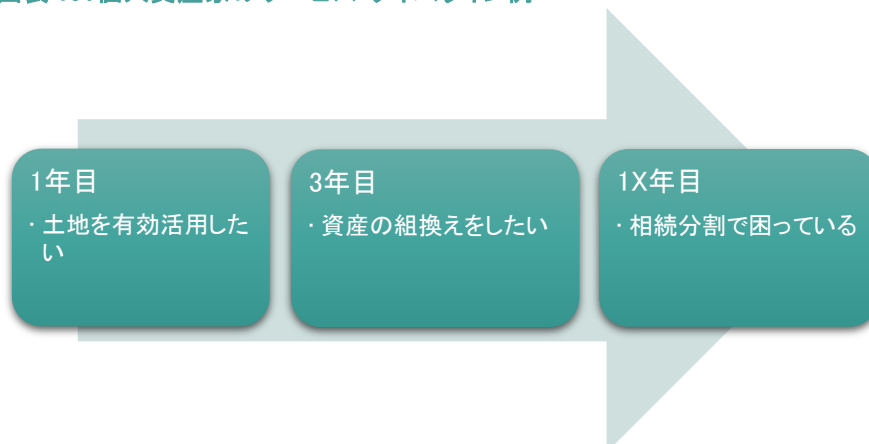


出所: 会社データ

### 個人資産家

AZNは、不動産や金融資産を所有する個人資産家に対し、必要な時に必要な場所で最善のアドバイスを提供し、多世代にわたるアドバイザリー関係を築くことに努めている。

図表 19: 個人資産家のサービス・タイムライン例



出所: 会社データ



## 収益計上

---

### 財産コンサルティング

収益はサービス完了時に認識される。媒介契約に基づく不動産仲介サービスについては、売買契約締結後に不動産取引が実現することが客観的に確実となった時点で履行義務が認識される。

### 不動産取引

不動産販売における履行義務は、不動産の引渡し時に果たされ、収益はその時点で認識される。同社が代理人を務める一部の不動産取引では、収益は不動産供給業者に支払った金額を控除した後、顧客の正味受取額として認識される。

## 競争上の優位性

---

当社は AZN の主な競争優位性を、次のように考えている。

- ADVANTAGE CLUB 商品(不動産小口化商品)で市場をリードする専門知識がある。
- 資産管理、相続対策、事業承継問題の解決策など、顧客一人一人に最適な選択肢を選ぶ確かな専門知識と実績がある。
- 差別化されたエンド・ツー・エンドのサービスは、多世代にわたる顧客にサービスを提供することを目指す。



## 同業他社グループ分析

AZN は独自のビジネスモデルがあるため、同業他社を見つけるのは難しい。不動産取引を扱い、財産コンサルティングを提供できる専門家チームを擁するプレーヤーはほとんどいない。参考までに、AZN の利益とバリュエーションを評価するために、次の同業者を選定する。

- **中堅の金融サービスおよびコンサルティング会社**: 同業他社は、主に中堅の金融サービスおよびコンサルティング会社から選んでいる。ブローカー業務や REIT 商品を提供しているところもある。その他はオペレーティング・リースや M&A コンサルティングを紹介している。

図表 20: 国内金融サービス企業

会社名	説明
日本 M&A センターホールディングス	中小企業向けの M&A 仲介会社。会計士と税理士が設立する。地方銀行や会計事務所と協力する。
M&A キャピタルパートナーズ	中小企業向けの独立系 M&A 仲介サービス会社。2016 年にレコフを買収する。事業承継に強い。
ストライク	公認会計士・税理士を中心とした M&A 仲介業務を行う。インターネットを活用したマッチングシステムに強い。
FP パートナー	個人・法人向け保険代理店業、金融商品仲介業である。
ジャパンインベストメントアドバイザー	航空機オペレーティング・リースが中心である。太陽光発電リース、信託、M&A、事業承継支援も行う。
FPG	主な事業は、船舶とコンテナのオペレーティング・リースである。小規模不動産、保険、証券に多角化する。
M&A 総研ホールディングス	M&A 仲介事業。デジタル・トランスフォーメーションや AI を活用したシステム・マッチングに強い。
ウェルスナビ	資産運用を完全自動化するロボ・アドバイザーの開発・提供する。
いちご	不動産投資を小口投資家に身近なものにしたパイオニア。
クリアル	プロ向け不動産ファンド事業や少額投資による不動産クラウドファンディングを展開する。
キャピタル・アセット・プランニング	生命保険会社に資産運用のプラットフォームを提供し、個人の相続税対策も行う。
山田コンサルティンググループ	ファイナンシャル・プランナーのトレーニングからスタート。現在は経営コンサルティングが主な業務となる。事業再生と事業承継に強い。M&A コンサルティングも行う。

出所: 各社データ、ブルームバーグ

- **世界の同業他社**-世界の同業他社は、広範なネットワークを持つ中堅から大手金融機関である。

図表 21: グローバル企業

会社名	説明
Raymond James Financial, Inc. (レイモンド・ジェームズ・ファイナンシャル)	アメリカの多国籍独立系投資銀行および金融サービス企業で、個人、法人、自治体に金融サービスを提供している。
Schroders PLC(シュローダー)	1804年に設立された英国の多国籍資産運用会社。同社は世界32拠点で5,000人以上の従業員を雇用している。本社はロンドン・シティ。
Hargreaves Lansdown plc(ハーグリーブス・ランズダウン)	ブリストルに本社を置く英国の金融サービス会社で、英国の個人投資家向けにファンドや株式、関連商品を、ウェブサイトを通じて販売している。
Julius Baer Gruppe AG(ジュリアス・ベア・グループ)	スイスに設立されたプライベート・バンキング・グループ。本社はチューリッヒ。投資運用、不動産融資、資産管理を提供している。
EFG International AG(EFGインターナショナル)	チューリッヒに本社を置き、プライベート・バンキングおよび資産運用サービスを提供するグローバル・プライベート・バンキング・グループ。EFGインターナショナルのプライベート・バンキング事業グループは、世界約40カ所で事業を展開している。
Stifel Financial Corp.(シュティフェル・ファイナンシャル)	1983年7月に設立されたアメリカの多国籍独立系投資銀行および金融サービス会社。主要ブローカー・ディーラー子会社であるStifel, Nicolaus & Company, Incorporatedは、1890年に設立されたフルサービスのブローカー・投資銀行会社である。
Vontobel Holding AG(ヴォントベル・ホールディング)	チューリッヒに本社を置くスイスのプライベート・バンキングおよび投資管理グループ。1924年に設立され、資産管理、アセット・マネジメント、デジタル投資を中核事業とし、富裕な個人顧客や機関投資家に対応している。
The Bank of N.T. Butterfield & Son Limited バンク・オブ N.T.バタフィールド & サン	バミューダを拠点とし、主要な銀行業務を行うバミューダ、ケイマン諸島、ガンジー島、ジャージー島、および専門的な金融サービスを提供するバハマ、スイス、シンガポール、英国の顧客にサービスを提供している。

出所: 各社データ、ブルームバーグ

主な調査結果は次の通り。

- **収益性-同業他社と同水準**
  - 同社の直近12か月の営業利益率は7.3%で、国内同業他社平均の22.8%を下回る。しかし、AZNの不動産取引をネットベースで計算すると、2022年12月期の営業利益率は28.1%となる。M&Aに特化した同業他社の平均営業利益率は約40%であることから、M&Aコンサルティングは営業利益率が高い傾向にある。
  - AZNの直近12ヶ月のROEは22.0%で、同業他社平均の21.0%と同水準である。これは、1)ADとのエクイティ・ファイナンス・スキームに支えられた低レバレッジを維持していること、2)純粋なM&Aコンサルタント会社である同業他社が相対的に高いリターンを享受しており、平均ROEを押し上げていることなどからポジティブに捉えるべきだろう。



- **実績-選択した同業他社より高い利益成長率**
  - 過去5年間のCAGRを見ると、AZNは国内の同業他社と同程度に売上を伸ばしている(+19.8%対+23.7%)。しかし、EBIT(+21%)とEPS(+15.9%)はともに高いペースで伸び、これは生産性向上における経営陣の堅実な実行力を示している。
- **バリュエーション-平均以上の成長率を考えると割安。** 同社は、高い営業利益率と高いフリー・キャッシュ・フローを生み出しているにもかかわらず、国内の同業他社に対して大幅なディスカウント価格で取引されていると我々は考えている。
  - 株価はPER10.9倍で取引されているが、成長の実績からすれば低い水準に見える。
  - フリー・キャッシュ・フロー利回りが17.0%と高いのは、事業が人的資本と技術に大きく依存していることと、運転資金需要が低いことを反映している。
  - EVベースでは、M&Aキャピタル・パートナーズ(6080)や山田コンサルティンググループ(4792)など、より純粋なコンサルタント会社の同業他社と同水準で取引されている。



図表 22: 主要な収益性指標とバリュエーション指標の同業他社分析

ティッカー	会社名	時価総額 (百万米ドル)	収益性				バリュエーション					
			直近 12 か 月の営業 利益率(%)	10 年平均 OPM (%)	直近 12 か 月の ROE (%)	直近 12 か 月の ROIC (%)	EV/EBITD A 12 か月フォ ワード (倍)	EV/売上高 12 か月フォ ワード (倍)	配当利回り 12 か月フォ ワード (%)	FCF 利回り 12 か月フォ ワード (%)	PER 12 か月フォ ワード (倍)	PBR (x)
8929 JP	青山財産ネットワークス	168	7.3	6.0	22.0	10.1	8.1	0.9	6.2	16.5	8.0	3.0
<b>国内</b>												
2127 JP	日本 M&A センターホールディングス	2,399	37.0	45.5	18.9	28.2	16.4	6.5	2.3	3.3	28.6	6.4
6080 JP	M&A キャピタルパートナーズ	679	44.1	46.8	21.0	22.3	5.4	2.3	0.0	6.4	13.4	2.7
6196 JP	ストライク	444	36.7	36.1	27.4	26.8	7.4	3.0	1.8	3.8	14.0	5.3
7388 JP	FP パートナー	637	14.9	9.1	38.6	29.6	18.6	2.6	2.6	4.2	14.4	9.6
7172 JP	ジャパンインベストメントアドバイザー	245	13.3	40.9	6.8	4.9	42.0	6.5	2.5	-	12.2	0.8
7148 JP	FPG	781	28.0	47.8	31.2	10.0	11.9	3.1	5.2	-	9.1	2.9
9552 JP	M&A 総研ホールディングス	1,463	55.1	32.3	66.8	-	28.5	15.0	-	1.7	39.9	46.9
7342 JP	ウェルスナビ	471	3.1	-74.6	2.8	-1.1	13.5	6.4	-	-	166.9	6.0
2337 JP	いちご	896	19.1	21.6	9.3	4.5	18.8	4.3	2.9	16.3	12.1	1.2
2998 JP	クリアル	305	3.3	4.0	13.8	7.0	42.0	1.3	-	-	79.5	14.1
3965 JP	キャピタル・アセット・プランニング	34	1.3	4.2	-0.3	3.3	9.2	0.6	1.4	7.7	13.0	1.6
4792 JP	山田コンサルティンググループ	212	17.5	19.6	14.9	15.7	6.0	1.0	4.3	0.5	13.0	2.1
<b>国内平均</b>			<b>22.8</b>	<b>19.4</b>	<b>20.9</b>	<b>13.7</b>	<b>18.3</b>	<b>4.4</b>	<b>2.6</b>	<b>5.5</b>	<b>34.7</b>	<b>8.3</b>
<b>海外</b>												
RJF US	Raymond James Financial, Inc.	21,818	18.5	17.1	17.1	9.2	7.2	5.4	1.8	-	11.0	2.2
SDR LN	Schroders PLC	8,278	20.8	25.5	11.2	7.0	3.1	1.0	5.3	-	12.2	1.5
HL/ LN	Hargreaves Lansdown plc	4,637	48.2	59.2	42.6	65.0	8.3	4.4	6.0	6.9	12.8	6.1
BAER SW	Julius Baer Gruppe AG	12,002	24.6	18.8	15.4	4.6	-	1.2	5.3	-	9.3	1.8
EFGN SW	EFG International AG	3,040	17.5	11.7	10.7	4.0	-	-4.2	5.3	-	11.0	1.3
SF US	Stifel Financial Corp.	6,237	21.2	17.1	12.4	5.8	-	1.2	2.6	-	8.5	1.3
VONN SW	Vontobel Holding AG	3,416	16.1	19.4	11.5	8.0	-	8.8	5.5	-	11.8	1.5
NTB US	The Bank of N.T. Butterfield & Son Limited	1,351	35.8	29.3	26.7	7.5	-	0.7	6.5	-	5.6	1.4
<b>海外平均</b>			<b>25.3</b>	<b>24.8</b>	<b>18.4</b>	<b>13.9</b>	<b>6.2</b>	<b>2.3</b>	<b>4.8</b>	<b>6.9</b>	<b>10.3</b>	<b>2.1</b>

出所: FactSet、ブルームバーグ、アストリス・アドバイザーの予想





図表 23: 実績の同業他社比較分析-成長率(5年 CAGR)

ティッカ ー	会社名	成長率の5年 CAGR					総資産 成長率
		売上高	EBIT	純利益	EPS	BPS	
8929 JP	青山財産ネットワークス	19.81	21.24	17.12	15.90	16.55	11.68
<b>国内</b>							
2127 JP	日本 M&A センターホールディングス	10.90	5.79	3.86	3.21	19.14	15.65
6080 JP	M&A キャピタルパートナーズ	19.95	21.80	21.15	19.11	23.04	24.37
6196 JP	ストライク	28.24	29.86	29.81	29.04	24.88	23.32
7388 JP	FP パートナー	-	-	-	-	-	-
7172 JP	ジャパンインベストメントアドバイザー	16.06	10.92	10.10	6.41	23.55	21.65
7148 JP	FPG	22.95	-1.97	-2.42	-1.39	9.31	13.80
9552 JP	M&A 総研ホールディングス	-	-	-	-	-	-
7342 JP	ウェルスナビ	65.27	-	-	-	33.77	38.37
2337 JP	いちご	3.32	-5.11	-7.66	-6.18	4.76	2.69
2998 JP	クリアル	63.27	24.67	30.23	29.54	104.63	50.76
3965 JP	キャピタル・アセット・プランニング	2.34	-	-	-	12.99	7.41
4792 JP	山田コンサルティンググループ	4.64	0.49	2.68	2.63	6.61	8.84
<b>平均</b>		<b>23.69</b>	<b>10.81</b>	<b>10.97</b>	<b>10.30</b>	<b>26.27</b>	<b>20.69</b>
<b>海外</b>							
RJF US	Raymond James Financial, Inc	11.31	15.50	18.86	19.30	10.95	18.30
SDR LN	Schroders PLC	2.86	-7.16	-4.15	-3.63	4.68	-1.05
HL/ LN	Hargreaves Lansdown plc	8.41	0.31	0.43	0.45	13.36	7.73
BAER SW	Julius Baer Gruppe AG	4.10	4.01	6.14	7.00	2.63	1.53
EFGN SW	EFG International AG	2.61	16.45	30.26	25.34	3.06	0.91
SF US	Stifel Financial Corp.	8.87	23.57	29.35	30.09	11.56	11.81
VONN SW	Vontobel Holding AG	5.37	0.26	2.57	2.49	4.52	5.90
NTB US	The Bank of N.T. Butterfield & Son Limited	5.36	7.37	6.91	8.88	2.97	5.82
<b>平均</b>		<b>7.72</b>	<b>7.16</b>	<b>10.40</b>	<b>10.29</b>	<b>8.66</b>	<b>8.05</b>

出所: リフィニティブ、ファクトセット

注: 5年間の CAGR がない場合は空白がある



## バランスシート

私たちは次のように考えている。

- 選択した企業のほとんどは流動性があり、現金を保有しているように見え、本格的な不動産事業として運営していない限り、借入の必要性は限られる。
- AZN が際立っているのは、資産回転率の高さであり、資産を持たないコンサルタント・モデルと、売上を生み出すために資産を活用する効率の高さである。

図表 24: 流動性、負債比率、資本効率性

会社名	流動性		負債比率				効率性	
	流動比率(倍)	ネット D/E レシオ(倍)	EBITD A 有利子負債倍率(倍)	インタレスト・カバレッジ・レシオ(倍)	負債総資本比率(%)	自己資本比率(%)	資産回転率(倍)	
青山財産ネットワークス	3.0	-0.2	-0.7	33.2	53.8	38.0	1.8	
日本 M&A センターホールディングス	5.0	-0.8	-2.9	-	0.0	82.6	0.7	
M&A キャピタルパートナーズ	5.9	-1.1	-3.5	136723.0	0.0	81.6	0.6	
ストライク	4.3	-0.9	-2.6	-	0.0	80.2	0.9	
FP パートナー	2.7	-0.8	-2.0	568.7	6.4	68.1	2.3	
ジャパンインベストメントアドバイザー	1.3	0.6	8.9	2.4	73.7	24.6	0.1	
FPG	1.4	2.2	5.0	23.4	75.1	21.9	0.5	
M&A 総研ホールディングス	4.1	-1.2	-1.6	9409.2	2.6	75.8	1.4	
ウェルスナビ	-	-0.9	-34.5	-	11.8	52.2	0.2	
Ichigo Inc.	-	1.6	9.1	7.9	66.9	30.7	0.2	
クリアル	-	-1.5	-7.4	15.0	49.4	14.5	1.0	
キャピタル・アセット・プランニング	1.9	0.0	0.1	26.3	31.4	56.4	1.2	
山田コンサルティンググループ	3.4	-0.9	-4.3	398.7	14.4	73.5	0.9	
<b>平均</b>	<b>3.3</b>	<b>-0.3</b>	<b>-3.0</b>	<b>16352.7</b>	<b>27.6</b>	<b>55.2</b>	<b>0.8</b>	
<b>海外</b>								
Raymond James Financial, Inc	-	4.5	17.2	21.3	85.4	12.6	0.2	
Schroders PLC	-	-0.9	-5.0	-	8.8	20.4	0.1	
Hargreaves Lansdown plc	-	-0.8	-1.5	405.3	2.4	60.4	0.5	
Julius Baer Gruppe AG	3.9	-1.0	-	-	48.5	6.0	0.0	
EFG International AG	0.7	-4.1	-	-	35.4	4.7	0.0	
Stifel Financial Corp.	-	-0.1	-0.4	17.3	31.0	13.8	0.1	
Vontobel Holding AG	0.7	4.3	-	-	86.2	6.6	0.1	
The Bank of N.T. Butterfield & Son Limited	0.3	-1.0	-	-	18.0	6.8	0.0	
<b>平均</b>	<b>1.4.4</b>		<b>0.1</b>	<b>2.6</b>	<b>147.9</b>	<b>39.5</b>	<b>16.4</b>	

出所: リフィニティブ、ファクトセット



## ローン返済スケジュール

2022年12月期、同社は以下のような負債を抱えていた。

図表 25: 借入金の詳細- 2022年12月期

項目	残高(十億円)
<b>1年以内の期限:</b>	
短期借入金	0.0
1年以内に返済予定の長期借入金	1.95
<b>合計</b>	<b>1.95</b>
<b>期限:</b>	
1~2年	1.77
2~3年	1.42
3~4年	1.09
4~5年	0.40
5年以上	1.34
<b>合計</b>	<b>6.00</b>

出所: 会社データ



## 資本配分

過去5年(2018年12月期～2022年12月期)において、AZNの累計資本配分の実績は次のとおりである。

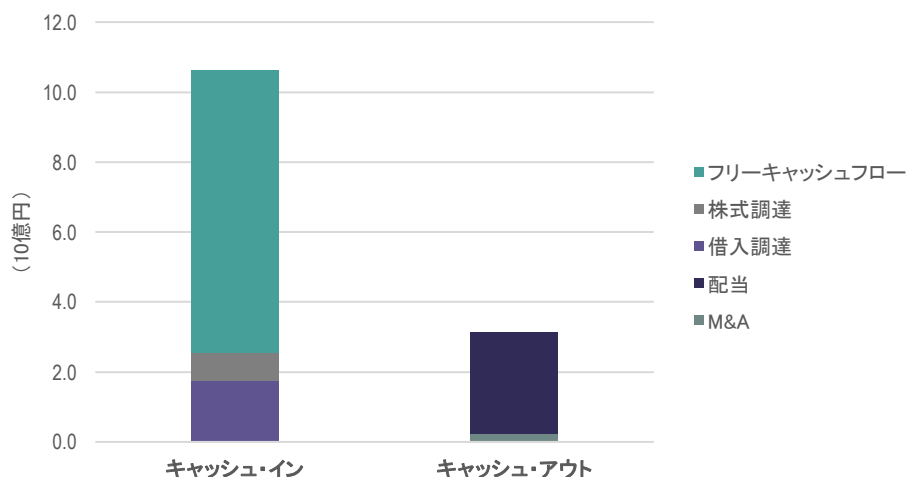
- **プラスのフリー・キャッシュ・フロー創出**-同社は過去5年連続でプラスのフリー・キャッシュ・フローを創出しており、フリー・キャッシュ・フロー・コンバージョン(税引前利益に対する比率)は平均約70%で、改善傾向にある。これは、次の理由によるものと考えられる。
  - 人的資本と技術に依存するビジネスであるため、必要な設備投資は少ない。
  - 運転資金の必要性が低い。
  - 長期的な顧客関係は定期的な収益をもたらし、キャッシュ・フローの予測可能性と安定性を高める。
- **最近の財務活動**-同社は、一部借り換え目的で長期借入金を借り入れた。貸借対照表は期間を通じて十分な資本を維持している。エクイティファイナンスは、2019年12月期に実施した自己株式およびオプションの売却に関するものである。
- **M&A**-期間中のM&Aは限定的であった。2020年12月期には、子会社の株式会社日本資産総研が、日東不動産株式会社の全株式を2.5億円で取得した。

図表 26: M&Aの実績(2018年12月期～現在)

日付	会社名	説明
20年12月期	日東不動産	不動産管理事業

出所: 会社データ

図表 27: 5年間累計の資本創出と配分(2018年12月期～2022年12月期)



出所: 会社データ

そのため当社は事業投資を継続するための十分な資本を有していると結論付けている。

## 最近の業績

### 23年12月期 1-2Q 決算

図表 28: 主要財務

(10 億円)	22 年 12 月期 1-2Q	23 年 12 月期 1-2Q	前年比伸び率 (%)
売上高	20.23	14.04	-30.6
売上総利益(総損失)	2.67	2.57	-3.8
売上総利益率	13.2	18.3	
営業利益(損失)	1.10	1.10	+0.5
営業利益率	5.4	7.9	
経常利益	1.04	1.25	+19.3
親会社株主に帰属する当期純利益	0.71	0.83	+16.7

出所: 会社データ

注: 上記の売上高は日本基準(総額計上)に基づく

図表 29: 事業セグメント別(消去前)

(10 億円)	22 年 12 月期 1-2Q	23 年 12 月期 1-2Q	前年比伸び率 (%)
売上高			
<b>財産コンサルティング</b>			
財産承継	1.20	1.83	+53.2
事業承継	0.72	0.47	-35.2
商品組成等	0.92	0.62	-32.7
<b>合計</b>	<b>2.84</b>	<b>2.92</b>	<b>+2.9</b>
<b>不動産取引</b>			
Advantage Club	15.51	10.69	-31.1
その他の不動産取引	1.89	0.43	-77.2
<b>合計</b>	<b>17.39</b>	<b>11.12</b>	<b>-36.1</b>
売上総利益			
財産コンサルティング	1.16	1.25	+7.9
不動産取引	1.51	1.32	-12.8
売上総利益率(%)			
財産コンサルティング	40.7	42.7	
不動産取引	8.7	11.9	

出所: 会社データ

## 決算ハイライト

ADVANTAGE CLUB 用の販売用不動産を第3四半期組成の STO に組み替えたことから前年同期比で売上高(及び第2四半期予定した不動産粗利)が減少。財産コンサルティングの売上高(財産承継)が前年同期を大幅に上回ったことから収益性は改善した。

ポジティブ要因は 2022 年度からの新規顧客獲得が 121 件増加した。同社は下期に向けコンサルタント数を増やす前提。

## 財産コンサルティング

- **財産承継** – 2023年12月期1-2Qの売上高は、顧客数増加で前年比53.2%増となった。
- **事業承継** – 売上高は前年比35.1%減となったが、2023年12月期第3四半期以降に予定されているM&A案件の成約、事業承継ファンド(事業終了)の組成タイミングによるもので下期売上高改善する予定。
- **商品組成等** – ADの組成が減少したため、事務手数料が前年比で減少し、全体の売上高を32.8%押し下げた。

## 不動産取引

- AD組成予定で仕入れを進めていた渋谷区神宮前の案件をSTO用に切り替えたため上期は3件の組成となり全体の売上高を36.1%押し下げた。STO用の物件は7月末に譲渡が完了しており第3四半期の収益として計上予定。



# 中期経営方針

## 成長拡大期

同社は2019年12月期から2021年12月期までの第2次中期計画に着手し、成長を目指している。しかし、売上高、利益、コンサルタント一人当たりの生産性が伸び悩み、成長が停滞した。このため、AZNは、主要目標として**収益性と生産性の向上**に重点を置く明確な定量目標を掲げた2022年12月期から2024年12月期までの第3次中期経営計画を策定した。4つの主要なアプローチが行われている。

### より質の高い顧客サービスの実現と量的拡大

同社は、総合的な財産コンサルティング・サービスを基本サービスとして、8つの戦略的個別サービス(「戦略」のセクションを参照)を提供している。しかし、新規の顧客は、このサービスの深さと広さに圧倒されるかもしれない。

同社は、新規の顧客に対し、まずそれぞれの具体的なニーズに合った戦略的な個別サービスを提供することで、総合的な財産コンサルティング・サービスになじみやすくすることを目指している。この最初の接点を確立することで、同社が提供するあらゆるサービスに顧客をシームレスに移行させることができる。

### デジタル化

同社は収益性と生産性を向上させるために、**ARTシステム**という社内業務システムを開発した。ARTは「Aoyama/Assets, Real, and Technology」の頭文字をとったもので、**高品質でありながらカスタマイズ可能なサービスを生み出すための標準的で統一された手順を作成するために設計されている。**

ARTシステムは、相続対策、事業承継、不動産活用など、各分野のトップコンサルタントの知見を統合している。顧客データを入力するだけで、問題を素早く分析し、戦略の選択肢を提示する。このシステムを利用することで、同社は日本全国の数多くの顧客にコンサルティング・サービスを提供することができる。また、ARTシステムによって、コンサルティング業務の分業が可能になり、インサイドセールスチームが標準化されたコンサルティングで初期段階を担当し、専門コンサルタントが総合的な不動産コンサルティングに専念することで、顧客により広範なケアを提供することができる。

### 人間力が高いコンサルティング・グループへの成長

AZNのコンサルタントは、顧客の信頼を得ることを優先し、価値ある資産やビジネスに関するコンサルティングを成功に導く。彼らは、誠実さ、優しさ、思いやりなど、**人間力の高いコンサルティング・グループ**を目指している。人の役に立ちたい、顧客の幸せに貢献したいという気持ちが不可欠だと考えられている。こうした能力を養うため、社内研修や社外での社会貢献活動への参加を支援している。

### 社会貢献活動への積極的な取り組み

AZNは企業の社会的責任の重要性を認識し、持続可能な経営を支える社会貢献活動に積極的に取り組んでいる。東京都医師会に寄付し、事業で得た利益の一部を医療機関



に提供している。さらに、社会問題に取り組む団体への寄付や、従業員の社会貢献活動への参加を奨励している。

同社は株主優待として新たな社会貢献プランを策定し、サステナビリティ委員会のような職務上の域を超えた組織を通じて社会貢献に取り組んでいる。

## 財務方針

基本的な財務方針は、会社の安定した経営を保証するものである。

- **十分な流動性**- 2年分の人件費および営業経費を賄えるだけの現預金の維持に努めている(ADVANTAGE CLUB 組成 300億円超を目標に、現金と負債の水準を調整する)。
- **低レバレッジ**- D/E レシオ 1.0 倍以下、ネット D/E レシオ 0 倍以下の維持を目指している。

## 数値目標

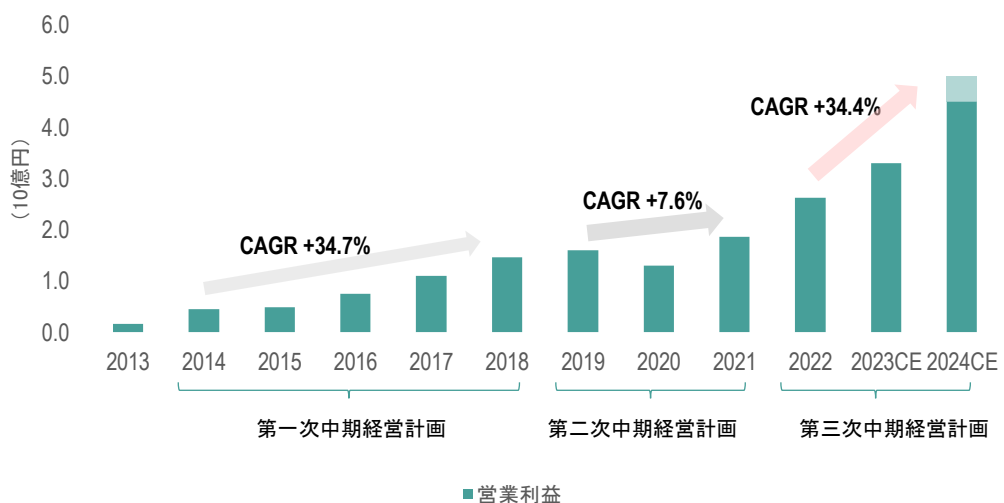
現第3次中期計画の最終年度である2024年12月期の目標は以下の通りである。

- **売上総利益**-75億円~80億円のレンジ(2022年12月期は57億円)
- **営業利益**-45億円~50億円のレンジ(2022年12月期は26億円)

売上総利益の内訳を65%(財産コンサルティング)と35%(不動産取引)に変更し、利益率の高いコンサルティング・グループの比重を高める。これは、2022年12月期の60%・40%から変わる。

- **営業利益率**:10%(2022年12月期は7.3%)
- **ROE**:20%以上(2022年12月期は22%)

図表 30: 営業利益の過去と予想の推移



出所: 会社データ



AZN は 2022 年 12 月期に 31 名の専門職を採用し、従業員数は 290 名となった。その成長を支えるために、さらに 20 名の職員を募集している。その採用の場は、紹介からヘッドハンティング会社までさまざま。

## 2023 年 12 月期 会社計画

2023 年 12 月期第 1 四半期決算後、経営陣は会計年度の計画を据え置いた。コンサルタントは年初にアカウントプランの見直しを開始し、下半期に向けて計画を実行に移すため、事業には若干の季節性がある。

図表 31: 2023 年 12 月期の定量目標値

(百万円)	22 年 12 月期	23 年 12 月期 1-2Q	2023 年 12 月期 会 社計画
<b>売上高</b>			
財産コンサルティング	6,204	2,921	7,500
不動産取引	29,747	11,118	32,000
<b>総売上高</b>	<b>35,951</b>	<b>14,039</b>	<b>39,500</b>
売上原価	30,251	11,471	
売上総利益	5,700	2,567	
<b>売上総利益率</b>	<b>15.9%</b>	<b>18.3%</b>	
営業利益	2,629	1,102	3,300
<b>営業利益率</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.9%</b>	<b>8.4%</b>
経常利益	2,499	1,246	3,050

出所: 会社データ

## 株主還元

株主への配当については、財務状況、キャッシュ・フロー、業績見通しなどを総合的に勘案する。そして、次の順序で配分に優先順位をつける。

1. 事業領域の拡大と成長のための投資・M&A
2. 株主還元
3. 負債削減

AZN は配当性向 50 %程度を目指しており、4 年間の平均配当性向(2019 年 12 月期～2022 年 12 月期)は 53.0 %である。ROE の目標は 20 %以上である。

DOE 目標の 10.0 %は、約 8.0 %と予想される自己資本コストよりも高く設定されている。

図表 32: ROE、配当性向、DOE の最近の推移

会計年度	ROE(%)	配当性向(%)	*DOE (%)
2019	31.1	35.7	10.9
2020	12.7	80.3	10.2
2021	22.0	45.7	10.1
2022	22.0	50.1	11.0
4 年平均	22.0	53.0	10.6
会社目標	20.0 以上	50.0 レベル	10.0 レベル

出所: 会社データ

注: \*DOE=株主資本配当率

## 当社の業績予想と主な前提条件

当社の主な業績予想は次の通り。

図表 33: アストリス・アドバイザーの業績予想

年度末	23年12月期 GE	23年12月期 予	24年12月期 予	25年12月期 予
<b>売上高(十億円)</b>				
<b>財産コンサルティング</b>	7.50	7.57	8.89	9.78
前年比伸び率(%)	+20.9	+22.0	+17.5	+10.0
<b>不動産取引</b>	32.00	32.72	35.67	37.45
前年比伸び率(%)	+7.6	+10.0	+9.0	+5.0
<b>総売上高(十億円)</b>	39.50	40.29	44.56	47.23
前年比伸び率(%)	+9.9	+12.1	+10.6	+6.0
<b>営業利益(十億円)</b>	3.30	3.40	4.63	5.22
OPM(%)	8.4	8.5	10.4	11.1
<b>EBITDA(十億円)</b>	N/A	3.75	5.07	5.70
EBITDA 利益率(%)	-	9.3	11.4	12.1
<b>FCF(十億円)</b>	N/A	4.15	4.15	4.43
FCF 利益率(%)	-	10.3	9.3	9.4
FCF コンバージョン(%)	-	125.4	91.8	86.6
<b>FCF 利回り(%)</b>	-	16.5	16.5	17.6

出所: 会社データ、アストリス・アドバイザーの予想

注: FCFの換算式は FCF/税引前利益

主な前提条件は次の通り。

- **売上高**-財産コンサルティングは2桁成長、不動産取引はADVANTAGE CLUBが牽引し、高い持続的な安定成長を見込んでいる。
- **営業利益**-継続的なコンサルタントの生産性向上と財産コンサルティングにおける売上高の伸びを組み合わせることで、2024年12月期に営業利益率10%の目標を達成できると考えている。
- **フリー・キャッシュ・フロー**-設備投資は少なく、必要な運転資本が限られているため、同社は引き続き高いフリー・キャッシュ・フローを生み出すと思われる。

## 会社情報

### 役員(12名、女性比率0%、社外取締役2名)

<b>代表取締役社長、CEO</b>	<b>蓮見 正純</b>
所有株式率	10.29%
<b>略歴</b>	
1983	青山監査法人入所
1991	山田 & パートナーズ会計事務所入所
1996	プロジェクト(2005年7月にプロジェクトホールディングスに商号変更)代表取締役
2005	プロジェクト(現:(株)青山財産インベストメンツ)代表取締役
2008	同社取締役
	同社代表取締役社長
2016	事業承継ナビゲーター (現:(株)ネクストナビ)代表取締役社長
2017	PT Aoyama Zaisan Networks INDONESIA Director(現任)
2018	日本資産総研 代表取締役会長(現任)
2020	青山フィナンシャルサービス代表取締役
2021	青山ファミリーオフィスサービス代表取締役(現任)

<b>取締役常務執行役員、CFO</b>	<b>橋場 真太郎</b>
所有株式率	-%
<b>略歴</b>	
1987	協和銀行(現:(株)りそな銀行)入行
2003	同行新百合ヶ丘支店長
2004	同行東京中央営業第一部長
2008	同行新都心営業第三部長
2014	ジェイコムホールディングス(株)(現:ライク(株))取締役
2015	入社 経営企画室長
2017	同社執行役員 経営管理本部長
2020	同社取締役執行役員 経営管理本部長
2020	同社取締役執行役員 経営企画本部長
2021	青山ファミリーオフィスサービス 取締役(現任)
2022	同社取締役常務執行役員 企画開発本部長(現任) 青山フィナンシャルサービス代表取締役(現任) 青山財産ネットワークス九州取締役(現任)

<b>取締役常務執行役員</b>	<b>八木 優幸</b>
所有株式率	-%
<b>略歴</b>	
1990	村上開明堂入社
1991	入社
2006	同社取締役執行役員 第一事業部長
2011	同社執行役員 個人コンサルティング事業部長
2013	同社取締役執行役員 統括事業本部長
2014	同社取締役常務執行役員 統括事業本部長
2021	同社取締役常務執行役員 統括事業本部長兼不動産第二事業部長 事業承継ナビゲーター (現:(株)ネクストナビ)取締役
2022	同社取締役常務執行役員 管理本部長(現任)
2022	青山総合エステート取締役(現任)
2022	青山財産インベストメンツ 取締役(現任)

取締役常務執行役員	松浦 健
所有株式率	-%
<b>略歴</b>	
1991	大和ハウス工業(株)入社
1995	日商岩井不動産(株)(現:双日(株))入社
2000	入社
2005	同社執行役員 不動産事業部長
2006	船井エステート(現:青山総合エステート)代表取締役社長
2007	同社取締役執行役員 第六事業部長
2011	同社執行役員 不動産事業部長
2014	同社取締役執行役員 不動産事業本部長
2016	同社取締役常務執行役員 不動産事業本部長
2017	新生青山パートナーズ 取締役(現任)
2021	同社取締役常務執行役員不動産第一事業本部長
2022	同社取締役常務執行役員不動産事業本部長(現任) 青山フィナンシャルサービス取締役(現任)

取締役常務執行役員	小川 隆臣
所有株式率	-%
<b>略歴</b>	
1992	鷹野保雄税理士事務所(現:税理士法人税務総合事務所)入所
2003	船井財産コンサルタンツ京葉(現:(株)日本資産総研)取締役
2009	船井財産コンサルタンツ京葉(現:(株)日本資産総研)代表取締役社長
2013	同社執行役員 NSS 事業本部長
2016	同社取締役執行役員 NSS 事業本部長
2017	日本資産総研(旧:(株)日本資産総研コンサルタント) 代表取締役社長(現任)
2020	日東不動産(株)代表取締役(現任)
2022	同社取締役常務執行役員 コンサルティング事業担当 兼 NSS 事業本部長(現任) 青山フィナンシャルサービス取締役(現任)

取締役執行役員	島根 伸治
所有株式率	-%
<b>略歴</b>	
1995	太田昭和監査法人(現:EY 新日本有限責任監査法人)入所
2000	日本アバイア(株)入社
2001	プロジェクト(現:(株)青山財産インベストメンツ)入社
2006	同社取締役
2016	新生青山パートナーズ(株)代表取締役(現任)
2016	同社取締役執行役員 事業承継コンサルティング事業本部長
2021	同社取締役執行役員コンサルティング第四事業 本部長
2022	同社取締役執行役員 事業承継ファンド事業部長(現任)
2022	青山財産インベストメンツ代表取締役(現任)

取締役	長坂 道広
所有株式率	-%
<b>略歴</b>	
1985	若林法律事務所入所
1992	日本 M&A センター入社
2010	日本 M&A センター事業推進部長
2014	同社社外取締役
2015	日本 M&A センター総合企画本部営業支援部 営業支援部長
2021	事業承継ナビゲーター(現:(株)ネクストナビ)取締役(現任)
2022	同社社取締役(現任)

取締役	島田 晴雄
所有株式率	-%
<b>略歴</b>	
1975	慶應義塾大学経済学部 助教授
1982	慶應義塾大学経済学部 教授
1986	マサチューセッツ工科大学訪問 教授
2000	東京大学先端科学技術研究センター 客員教授
2007	同社社外取締役(現任) 千葉商科大学 学長
2015	岡谷鋼機社外取締役(現任)
<b>2016</b>	島田総合研究所 代表取締役(現任)
2017	東京都公立大学法人 理事長
2021	テックアイエス 社外取締役(現任)

取締役	渡邊 啓司
所有株式率	-%
<b>略歴</b>	
1987	青山監査法人(現:PwC あらた有限責任監査法人)代表社員
1996	監査法人トーマツ(現:有限責任監査法人トーマツ)代表社員
2000	いちよし証券 社外取締役
2003	Deloitte Touche Tohmatsu Global Middle Markets Leader
2008	朝日工業社 社外取締役(現任)
2010	SBI ホールディングス社外取締役
2011	当社社外取締役(現任)
2017	SBI インシュアランスグループ(株)社外取締役(現任)
2017	北越紀州製紙(株)(現:北越コーポレーション(株)) 社外監査役(現任)
2018	うかい 社外取締役

監査役	藤多 洋幸
所有株式率	-%
<b>略歴</b>	
1989	三井銀行(現:(株)三井住友銀行)入行
1995	山崎税理士事務所入所
2000	監査法人トーマツ(現:有限責任監査法人トーマツ)入所
2004	公認会計士登録
2018	同社社外監査役就任(現任)
2018	日本資産総研 監査役(現任)
2018	事業承継ナビゲーター(現:ネクストナビ)監査役(現任)
2019	青山財産ネットワークス九州監査役(現任)
2020	日東不動産(株)監査役(現任)
2020	青山フィナンシャルサービス 監査役(現任)
2021	青山ファミリーオフィスサービス監査役(現任)
2022	日本デジタルインベストメント監査役(現任)

監査役	中塚 久雄
所有株式率	-%
<b>略歴</b>	
1970	東海銀行(現:(株)三菱UFJ銀行)入行
1994	東海銀行藤沢支店長
1996	東海銀行調布支店長
1999	東海銀行竹ノ塚支店長
2001	同社入社
2002	同社取締役 コンサルティング事業部長
2002	同社取締役 管理部長
2005	船井エステート(旧:(株)青山総合エステート)監査役
2006	同社常務取締役
2008	プロジェクト(現:(株)青山財産インベストメント)監査役
2010	青山総合エステート 取締役
2013	日本資産総研 監査役
2014	日本資産総研 取締役
2015	同社相談役
2016	同社監査役(現任)

監査役	六川 浩明
所有株式率	-%
<b>略歴</b>	
1997	弁護士登録(第一東京弁護士会) 堀総合法律事務所入所
2002	Barack Ferrazzano 法律事務所(シカゴ)入所
2007	東京青山・青木・狛 Baker&Mckenzie 法律事務所入所 東京都立産業技術大学院大学 講師(現任)
2008	小笠原六川国際総合法律事務所 代表
2009	同社社外監査役(現任)
2013	東海大学大学院実務法学研究科 教授
2016	ツナググループ・ホールディングス社外取締役(現任)
2020	Abalance(株)社外取締役(現任)
2021	オープンアップグループ社外監査役(現任)
2022	内幸町国際総合法律事務所代表弁護士(現任) 明治機械社外取締役(現任)

出所:会社データ



## お問い合わせ先

### 住所

〒107-0052  
東京都港区赤坂 8 丁目 4 番 14 号  
青山タワープレイス 3 階

### IR お問い合わせ先:

電話番号: +81 (120) 022-313

出所: 会社データ

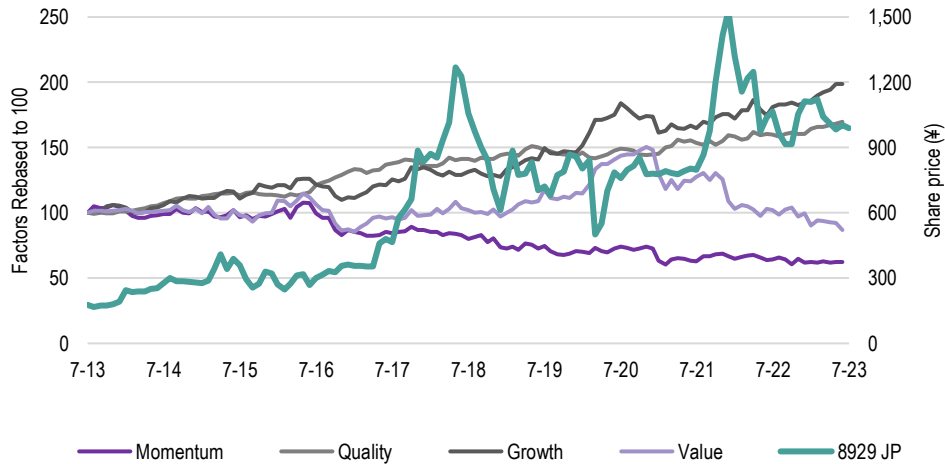
## 株主情報(2022 年 12 月現在)

主要株主	出資比率(%)
蓮見正純	10.29
日本 M&A センター	4.11
ノムラ PB ノミニーズ・オムニバスマージン(キャッシュ PB)	3.28
日本マスタートラスト信託銀行(信託口)	3.03
日本カストディ銀行(信託口)	3.01
ゴールドマン・サックス・インターナショナル	2.89
鷹野保雄	2.64
日本カストディ銀行(年金信託口)	2.01
ヒビキ・パス・アオバ・ファンド	1.80
MSIP クライアントセキュリティーズ	1.66

出所: 会社データ

## アストリス・クオンツシート

### 株価チャートと時系列要因分析(2013年7月より)



出所:ファクトセット

要因	1年相関	3年相関	10年相関
モメンタム: 12か月-1か月のパフォーマンス	0.13	0.17	0.00
質: フリー・キャッシュ・フロー利回り	-0.06	0.18	0.10
成長: 営業利益伸び率	-0.39	0.15	-0.04
バリュー: 簿価時価比率	-0.09	0.02	-0.04

出所:ファクトセット

ROICは一貫して2桁台、ROEは20%を超えており、株価はかなり低い水準ではあるが、質と最も近い相関関係を示している。

### 時系列における要因の計算方法と定義

#### ユニバース

TOPIX500

#### ファクター・リターンの計算

四分位範囲分析: 1ヶ月間予測した各要素について、上位四分位平均パフォーマンスから下位四分位平均パフォーマンスを差し引いて、要素のリターンを計算する。この分析は、取引コストを考慮せずに毎月繰り返される。

#### ファクター

##### モメンタム

1ヶ月リターン

12ヶ月リターン

直近1ヶ月を差し引く

##### 質

フリー・キャッシュ・フロー利回り(予想)

##### 成長

営業利益成長率(予想)

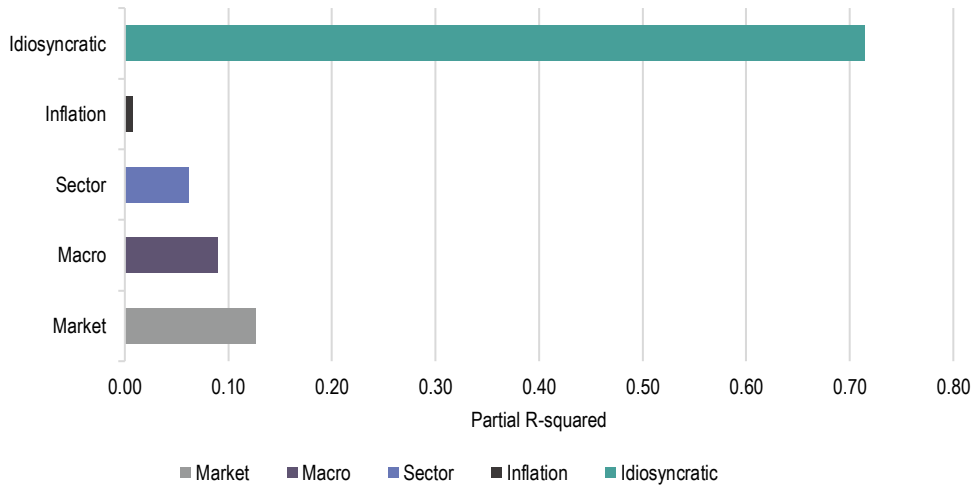
##### バリュー

簿価時価比率(実績)

出所:ファクトセット



### 株価パフォーマンスのドライバ



出所: ファクトセット

厳密に言えば、GICS 不動産および TOPIX 不動産業界グループに属するが、同社のビジネスモデルに沿って、株式は金融と密接に相関している。

国内企業であるため、為替レートの変動が収益や財務に与える影響はほとんどない。従って、米ドルとの 1 年間の高い相関関係は偶然である可能性が高い。

### 重回帰分析の計算方法

#### 重回帰分析

すべてのドライバを含む回帰分析を行い、一度に 1 つのドライバを除外して個別の回帰分析を行う。各ドライバの具体的な影響を定量化するために、(すべてのドライバを含む回帰分析からの残差二乗和 - 1 つのドライバを除く回帰分析からの残差二乗和) / 1 つのドライバを除く回帰分析からの残差二乗和という式を使って、部分決定係数(部分 R 二乗値)を計算する。

出所: ファクトセット

要因	1 年相関	3 年相関	10 年相関
<b>市場</b>			
東証一部	0.28	0.17	0.31
MSCI Japan	0.27	0.18	0.30
<b>セクター</b>			
TOPIX 不動産指数	0.23	-0.04	0.19
MSCI ジャパン不動産	0.20	-0.04	0.16
MSCI ジャパン金融	0.39	0.06	0.18
<b>規模</b>			
TOPIX 小型株指数	0.28	0.20	0.38
<b>マクロ</b>			
日本円米ドル	0.64	0.19	-0.03
日本国債 10 年	-0.11	-0.05	-0.16
鉱工業生産	-0.27	0.03	-0.01
CPI 全国	0.12	-0.10	-0.05

出所: ファクトセット

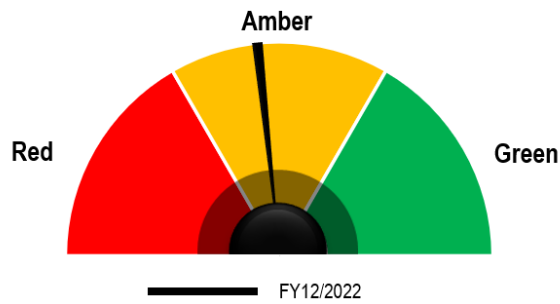
# アストリス・サステナビリティ ESG 評価

## 格付けとスコアカード

当社の社内評価モデルである「アストリス・サステナビリティ ESG」では、AZN のスコアを 46.0 %と評価し、2022 年 12 月期の当社評価で「Amber」に格付けされている。

当社独自の手法\*により、測定可能な ESG の中核的要因として選定したものを取り上げ、時価総額 155 億円から 1,000 億円の国内 GICS 不動産管理および開発業者(合計 54 社)と比較して、パフォーマンスをランク付けしている。

図表 34: アストリス・サステナビリティ ESG モデルによる青山財産ネットワーク株式会社の評価



出所:アストリス・アドバイザー(\*注:社内格付け制度の詳細については、アストリスのコーポレートアドバイザーまでお問い合わせください)

## ESG スコアカード

	22 年 12 月期
環境(選別した同業他社グループから抽出した 2 つの要因)	
アストリス環境スコア	11.8
社会(選別した同業他社グループから抽出した 7 つの要因)	
アストリス・ソーシャルスコア	40.8
ガバナンス(選別した同業他社グループから抽出した 35 の要因)	
アストリス・ガバナンススコア	55.
総合スコア(全 49 要因中)	46.0

出所:会社データ、FactSet、アストリス・コーポレートアドバイザー

当社の手法では、以下の主要トピックを重視している。

### 環境

同社は、2022 年 12 月期の CO2 排出データ(スコープ 1、2、3)を開示している。

### 社会

同社のウェブサイトには、比較的広範囲の「人的資本」の開示データが掲載されている。

## ガバナンス

顧客にとって「100年後もベストパートナー」となることを企業理念とする同社は、ガバナンスの枠組みを推進している。顧客の大切な金融資産を守るため、公正で公平なコンサルティング・アドバイスを保証するコーポレート・ガバナンス体制を構築している。

「公平性」を維持するという会社の方針は、取締役会の適切な機能を監視する権限を持つ監査委員会の設置に具体化されている。

- **取締役会**- 9名の取締役で構成され、うち2名は社外取締役である。会議は毎月開催されている。
- **執行役員制度**- 13名の執行役員で構成される。この制度は、組織の管理と政策の実行を分離するために設けられている。
- **経営執行会議**- 社長、常勤取締役、執行役員で構成される。会議は毎週開催され、企業方針の有効性を確認している。
- **監査役会**- 公正な監査機能を確保するため、3名の監査役で構成され、うち2名は社外監査役である。
- **報酬諮問委員会**- 社長と社外取締役2名で構成され、取締役の報酬を決定する。
- **指名委員会**- 社長と社外取締役2名で構成され、取締役を決定する。
- **コンプライアンス委員会**- 社長、常勤取締役、各執行役員の事業本部長、弁護士で構成される。
- **サステナビリティ委員会**- 社長と常勤取締役で構成される。組織の着実かつ持続的な成長を確保することが託されている。

## 論争

当社はここに、同社とその株主に財務上または評判上の重大な影響を及ぼす可能性のある、重大な論争は見当たらないことを指摘しておく。

## 考察分野

### 投資家向けの主要トピック

---

当社は以下の点が、投資家との質疑応答において重要な分野になると考えている。

1. マクロ的な課題：
  - a. 相続業界におけるこれまでの法律や規制の変更にどのように対処してきたのか。
  - b. (Advantage Club について)これまでの不動産業界の谷間をどのように乗り切ってきたのか。
2. M&A
  - a. 将来の成長機会や事業拡大を促進するために関心を持っている領域は何か？
  - b. (成長を支えるための)負債による資金調達にとって、どの程度の潜在的なギアリング(レバレッジ)が快適なのか。
3. 人材の採用
  - a. 経営者はどのように人材を集め、維持する方針なのか。
  - b. 逼迫した労働市場におけるコスト圧力の管理。
4. 次に展開する地域(海外を含む)はどこか。
5. 顧客を紹介してくれる多くのパートナー(金融機関や公認会計士事務所)がいる。これらの事業体がコンサルタント機能を内部化し、競合するサービスを提供し始める可能性についてどう考えるのか。

JGAAP Financial Summary

(¥bn)	FY 12/21	FY 12/22	FY 12/23E	FY 12/24E	FY 12/25E
<b>Sales</b>	<b>24.21</b>	<b>35.95</b>	<b>40.29</b>	<b>44.56</b>	<b>47.23</b>
COGS	19.88	30.25	33.66	36.81	38.70
<b>Gross profit</b>	<b>4.33</b>	<b>5.70</b>	<b>6.63</b>	<b>7.75</b>	<b>8.53</b>
Gross profit margin (%)	17.9	15.9	16.5	17.4	18.1
<b>Total OP</b>	<b>1.86</b>	<b>2.63</b>	<b>3.40</b>	<b>4.63</b>	<b>5.22</b>
OP margin (%)	7.7	7.3	8.5	10.4	11.1
Non-operating income	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
Non-operating expenses	(0.12)	(0.19)	(0.15)	(0.17)	(0.16)
<b>Recurring profit</b>	<b>1.80</b>	<b>2.50</b>	<b>3.31</b>	<b>4.51</b>	<b>5.12</b>
Pre-tax profit	2.01	2.48	3.31	4.51	5.12
Tax	(0.53)	(0.78)	(1.04)	(1.41)	(1.60)
Effective tax rate (%)	29.7	31.3	31.3	31.3	31.3
<b>Net income</b>	<b>1.48</b>	<b>1.69</b>	<b>2.27</b>	<b>3.10</b>	<b>3.52</b>
Non-controlling NI	(0.00)	-	-	-	-
<b>Parent attributable NI</b>	<b>1.48</b>	<b>1.69</b>	<b>2.27</b>	<b>3.10</b>	<b>3.52</b>
Sales growth YoY (%)	+26.6	+48.5	+12.1	+10.6	+6.0
OP growth YoY (%)	+42.4	+41.6	+29.6	+35.9	+12.9
Pre-tax profit YoY (%)	+82.9	+23.1	+33.7	+36.4	+13.4
NI growth YoY (%)	+85.0	+14.4	+34.2	+36.4	+13.4

Balance sheet (¥bn)	FY 12/21	FY 12/22	FY 12/23 E	FY 12/24 E	FY 12/25 E
Cash & equivalents	10.87	12.80	15.47	17.67	19.84
Accounts receivables	-	-	-	-	-
Inventories and WIP	0.56	0.68	0.46	0.46	0.46
Other	0.63	1.93	1.30	1.30	1.30
<b>Current assets</b>	<b>12.06</b>	<b>15.42</b>	<b>17.23</b>	<b>19.43</b>	<b>21.60</b>
Tangible assets	2.68	2.63	2.55	2.47	2.39
Goodwill	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02
Intangible assets	0.52	0.39	0.35	0.37	0.38
Long term investments	1.59	2.73	2.73	2.73	2.73
Other	0.54	0.58	0.58	0.58	0.58
<b>Fixed assets</b>	<b>5.36</b>	<b>6.34</b>	<b>6.23</b>	<b>6.16</b>	<b>6.09</b>
<b>Total assets</b>	<b>17.43</b>	<b>21.76</b>	<b>23.46</b>	<b>25.59</b>	<b>27.68</b>
Short term borrowing	1.73	2.10	2.10	2.10	2.10
Trade payables	0.19	0.29	0.33	0.36	0.38
Other	1.93	2.75	3.24	3.49	3.70
<b>Current liabilities</b>	<b>3.85</b>	<b>5.14</b>	<b>5.67</b>	<b>5.95</b>	<b>6.18</b>
Long term borrowing	4.86	6.03	6.03	6.03	6.03
Other LT liabilities	1.59	2.26	2.26	2.26	2.26
<b>Long term liabilities</b>	<b>6.45</b>	<b>8.30</b>	<b>8.30</b>	<b>8.30</b>	<b>8.30</b>
<b>Shareholder's equity</b>	<b>7.11</b>	<b>8.27</b>	<b>9.43</b>	<b>11.29</b>	<b>13.15</b>
Share acquisitions rights	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03
Non-controlling interests	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02
<b>Total net assets</b>	<b>7.13</b>	<b>8.32</b>	<b>9.49</b>	<b>11.35</b>	<b>13.21</b>
<b>Total liabilities &amp; net assets</b>	<b>17.43</b>	<b>21.76</b>	<b>23.46</b>	<b>25.59</b>	<b>27.68</b>

Cash flow statement (¥bn)	FY 12/21	FY 12/22	FY 12/23E	FY 12/24E	FY 12/25E
<b>Profit before tax</b>	<b>2.01</b>	<b>2.48</b>	<b>3.31</b>	<b>4.51</b>	<b>5.12</b>
Depreciation/amortization	0.31	0.31	0.34	0.45	0.47
Changes in working capital	0.33	(0.91)	1.38	0.28	0.23
Other non-cash items	(0.06)	0.69	0.31	0.50	0.40
Tax paid	(0.20)	(0.34)	(1.04)	(1.41)	(1.60)
<b>Cash from Operating Activities</b>	<b>2.39</b>	<b>2.22</b>	<b>4.31</b>	<b>4.32</b>	<b>4.62</b>
Capex	(0.22)	(0.13)	(0.16)	(0.18)	(0.19)
Acquisitions/increase stakes	-	0.00	-	-	-
Other investing cash flow	(0.41)	(1.13)	(0.77)	(0.95)	(0.86)
<b>Cash from Investing Activities</b>	<b>(0.63)</b>	<b>(1.26)</b>	<b>(0.93)</b>	<b>(1.13)</b>	<b>(1.05)</b>
Total cash dividends paid	(0.66)	(0.73)	(0.85)	(1.14)	(1.55)
Debt issuance/(retirement)	0.42	1.55	-	-	-
Equity financing	(0.17)	-	-	-	-
Other	0.04	0.06	0.06	0.06	0.06
<b>Cash from Financing Activities</b>	<b>(0.37)</b>	<b>0.88</b>	<b>(0.79)</b>	<b>(1.07)</b>	<b>(1.49)</b>
FX impact	0.05	0.09	0.07	0.08	0.08
<b>Net cash flow</b>	<b>1.44</b>	<b>1.93</b>	<b>2.67</b>	<b>2.20</b>	<b>2.16</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>2.17</b>	<b>2.09</b>	<b>4.15</b>	<b>4.15</b>	<b>4.43</b>
<b>EBITDA</b>	<b>0.97</b>	<b>1.73</b>	<b>3.75</b>	<b>5.07</b>	<b>5.70</b>
EBITDA margin (%)	4.0	4.8	9.3	11.4	12.1
Free cash flow margin (%)	9.0	5.8	10.3	9.3	9.4
Free cash flow conversion (%)	107.9	84.5	125.4	91.8	86.6
Capex/sales (%)	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4
Capex/depreciation (%)	70.4	41.2	47.0	40.0	40.0
CFO margin (%)	9.9	6.2	10.7	9.7	9.8

Key metrics	FY 12/21	FY 12/22	FY 12/23E	FY 12/24E	FY 12/25E
<b>Profitability</b>					
Gross margin (%)	17.9	15.9	16.5	17.4	18.1
Operating margin (%)	7.7	7.3	8.5	10.4	11.1
Net margin (%)	6.1	4.7	5.6	7.0	7.4
ROA (%)	8.9	8.6	10.1	12.6	13.2
ROE (%)	22.0	22.0	25.7	29.9	28.8
ROCE (%)	13.7	15.8	19.1	23.6	24.3
ROIC (%)	9.9	12.0	13.8	17.2	17.6
<b>Liquidity</b>					
Current ratio (x)	3.1	3.0	3.0	3.3	3.5
<b>Leverage</b>					
Debt/Equity ratio (x)	0.9	1.0	0.9	0.7	0.6
Net Debt/Equity ratio (x)	net	net	net	net	net
	cash	cash	cash	cash	cash
Equity ratio (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
Interest cover (x)	23.2	32.9	41.9	56.9	64.2
Net Debt/EBITDA (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>Valuation</b>					
EPS reported (¥)	61.22	69.82	93.69	127.80	144.93
PER (x)	16.7	14.7	10.9	8.0	7.1
Diluted PER (x)	16.9	14.8	11.0	8.1	7.1
DPS (¥)	28.0	35.0	46.8	63.9	72.5
Dividend payout ratio (%)	45.7	50.1	50.0	50.0	50.0
Dividend yield (%)	2.7	3.4	4.6	6.2	7.1
Free cash flow yield (%)	8.6	8.3	16.5	16.5	17.6
Diluted FCF yield (%)	8.6	8.3	16.4	16.4	17.5
PBR (x)	3.5	3.0	2.7	2.2	1.9
EV/sales (x)	1.7	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	42.1	23.8	10.9	8.1	7.2
EV/EBIT (x)	22.1	15.6	12.1	8.9	7.9
EV/FCF (x)	18.9	19.6	9.9	9.9	9.3

Source: Company, Astris Advisory



## 免責事項

本レポートは、アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社が作成したものです。本レポートは、アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社が信頼できると考える公開情報源から入手した情報に基づいていますが、独自検証は行っていない、その正確性や完全性について保証、表明、保証をするものではありません。本レポートは、当該企業について述言及すべき全事項を記載したのではなく、また、記載を試みるものでもありません。ここに記載された意見は、本レポート作成時点におけるアストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社の判断を反映したものであり、予告なく変更される場合があります。本レポートに記載されている将来の見通しに関する情報または記述には、仮定、今後の業績予測、未確定な金額見積もりなどに基づく情報が含まれているため、既知および未知のリスク、不確実性および、このテーマに関する実際の結果、業績または成果が現在の予想とは大きく異なる可能性をもたらすその他要因が含まれています。

本レポートは概説として作成されたものであり、特定の金融商品または戦略を個人的に推奨するものではなく、また個人的な投資アドバイスを構成するものでもありません。

アナリストは、(i)本レポートで表明する見解は、本レポートの対象である企業および証券に関する当該リサーチアナリストの個人的見解を正確に反映していること、(ii)当該リサーチアナリストの報酬のいかなる部分も、直接的にも間接的にも当該リサーチアナリストが本レポートで述べた見解に過去、現在、未来を通して関連しないことをここに証明します。

本レポートは、日本法に基づき設立され、日本の金融庁の監督下にあるアストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社により作成されました。現地当局による規制範囲に関する詳細をご要望の場合は、弊社から入手可能です。

### 利益相反

本レポートは、当該企業が委託して費用を負担したものであり、MiFID II で定義される許容可能な軽微な非金銭的利益に該当すると判断されるものです。

読者は、アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社が、現在、もしくは今後3ヶ月以内およびその後、当該企業に対してIR/コーポレート・アドバイザリーなどのサービスを提供する、または提供することを求める可能性があることを前提とする必要があります。

記載金融証券への投資：アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、取締役、役員、従業員およびサービスプロバイダーの個人的な取引について制限的な方針をとっています。アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、投資業務を行っておらず、本レポート記載の金融証券は一切保有していません。

### 責任制限

アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、本レポートに基づき投資家が行った投資、売却、保有の決定に関して、いかなる責任も負わないものとします。アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、本レポートの情報に起因する直接的、間接的、偶発的、特別、または結果的損害(予見可能か否かを問わず)に対して、一切の責任を負わないものとします。

Copyright 2023 Astris Advisory Japan K.K. All rights reserved.

全著作権所有。無断転載禁止

