

Company Report

2025 年 5 月 2 日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
藤野 敬太



2024 年の経営統合で実現した、不動産の実務と DX の融合の本質はまだ市場に評価されていない

タスキホールディングス（以下、同社）は、2024 年にタスキと新日本建物の統合により形成された、不動産デベロッパー発不動産 DX 企業である。タスキは新日本建物から派生した企業で、不動産 DX を活用することで新築投資用レジデンスの分野で成長し、新日本建物とは異なる成長シナリオで独自性を磨いてきた。この両社が再度統合することで、不動産実務と不動産 DX を融合する新しい成長モデルを模索していくこととなった。

同社の「企業の DNA」は、「大手デベロッパーがやろうとしない案件をこなすための、事業展開における機動力、スピード感、柔軟性」である。新日本建物が持つ「企業の DNA」をもとに不動産 DX の活用に活路を見出したタスキと、不動産開発ノウハウや仕入に定評がある新日本建物は、DNA レベルで親和性が高く、この経営統合は、他では真似することができない優位性として働く公算が高いと考えられる。

同社は長期ビジョン「BEYOND2033」を公表し、33/9 期に売上高 2,000 億円を達成することを目標に据えている。また、27/6 期を最終年度とする中期経営計画では、24/9 期比で売上高 2.1 倍、EBITDA2.5 倍を目指す内容である。期末棚卸資産残高を約 2 倍にする KPI が設定されており、用地仕入の拡大が成長を左右する構図となっている。

タスキの株価は、2020 年 10 月の上場後に調整局面に入り、COVID-19 の影響からの回復局面にあった TOPIX に対し劣後し続けた。経営統合後も短期業績の動向で株価が変動し、2025 年 1 月の最大 19%超の希薄化となる新株予約権発行の開示後は、株価は下落した。今後も中期経営計画の目標値との進捗をみながらの株価形成が続くだろうが、類似企業のバリュエーションを考慮すると、同社の不動産 DX の本質的な可能性は、市場に十分に評価されていないと考えられる。ここで言う本質的な可能性とは、タスキが得意とする「不動産 DX による業務効率化・生産性向上」の効果の新日本建物への波及と、経営統合直後にグループ入りしたオーラの空き家情報プラットフォームの可能性の 2 つである。こうした評価されきれていない部分への理解が浸透していく局面では、バリュエーションの上昇を伴い、同社のビジネスモデルの優位性が株価に反映されていくと考えられる。

株価・出来高



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価(5/2)	655
52週間高値(24/12/30)	845
52週間安値(24/8/5)	512
上場来高値(24/12/30)	845
上場来安値(24/8/5)	512
発行済株式数(百万株)	51.5
時価総額(十億円)	33.7
EV (十億円)	41.0
自己資本比率(24/9実績、%)	35.9
ROE (24/9*実績、%)	10.4
PER (25/9会予、倍)	7.1
PBR (24/9実績、倍)	1.6
配当利回り (25/9会予、%)	5.3

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
【タスキホールディングス】										
20/9 単体	7,027	37.3	579	36.2	522	58.2	331	49.1	70.3	26.0
21/9 単体	9,190	30.8	1,251	116.1	1,112	113.0	795	140.2	72.9	52.0
22/9	12,277	33.6	1,715	37.1	1,571	41.3	1,089	37.0	92.7	33.0
23/9	18,565	51.2	2,430	41.7	2,228	41.8	1,538	41.2	118.0	50.0
【タスキホールディングス】										
24/9	47,455	—	4,065	—	3,560	—	2,217	—	53.4	16.0
25/9 会社予想	76,000	60.2	8,650	112.8	7,550	112.1	4,750	114.2	92.1	35.0

注：タスキは 22/9 期から連結業績開示。22/9 期の前年比は 21/9 期の単体業績との比較

25/9 期の EPS には、2025 年 2 月発行の新株予約権の行使による株数増加の影響は含まれていない

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

目次

1. 不動産デベロッパー発の不動産 DX 企業	5
2. 柏村社長から見たタスキホールディングスの生い立ち	8
1) 源流となる新日本建物	8
2) タスキができるまで	9
3) MBO で独立した後のタスキの展開	10
4) タスキと新日本建物の経営統合	11
5) 企業の DNA	12
3. 経営戦略論の観点からのタスキホールディングスの経営戦略	12
1) マイケル・ポーターのポジショニング理論からのアプローチ	12
2) リソース・ベースド・ビュー (RBV) からのアプローチ	13
3) タスキホールディングスの模倣困難性	13
4) 統合前のタスキと新日本建物の模倣困難性	13
5) 経営統合で高まった模倣困難性の検証：他社が採り得る戦略は？	14
4. 事業の現状	15
1) 経営統合後の新セグメント区分	15
2) 収益モデル	16
3) 財務動向	16
4) タスキの不動産 DX	18
5) オーラの空き家情報プラットフォーム	19
5. Life Platform 事業	19
1) IoT レジデンス (タスキ、新日本建物)	19
2) リファイニング (タスキ)	20
3) 資産コンサルティング (オーラ)	20
4) その他 (物流施設、オフィス、ホテル、賃貸) (新日本建物)	21
5) 定量面で見た Life Platform 事業の状況	21
6. Finance Consulting 事業	25
7. SaaS 事業	27
1) 概要	27

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

2) 「TASUKI TECH LAND」	27
3) 「TASUKI TECH TOUCH&PLAN」	29
8. 業績動向	30
1) タスキの過去の業績 (23/9 期まで)	30
2) 新日本建物の過去の業績 (24/3 期まで)	31
3) 経営統合後初の決算となったタスキホールディングスの 24/9 期業績	32
4) 25/9 期第 1 四半期業績	33
5) 25/9 期会社計画	33
9. 中長期展望	35
1) 東京における投資用マンション市場を取り巻く状況	35
2) 不動産業界における M & A	35
3) 長期ビジョン「BEYOND2033」	36
10. 同業他社との比較	37
11. 株価動向とバリュエーション	39
12. リスク要因	44
13. ESG の取り組み	44
1) タスキホールディングスのコーポレート・ガバナンス体制	44
2) タスキホールディングスのサステナビリティ体制	45

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

エグゼクティブサマリー

不動産デベロッパー発 不動産 DX 企業

タスキホールディングス（以下、同社）は、2024 年にタスキと新日本建物の統合により形成された、不動産デベロッパー発不動産 DX 企業である。タスキは新日本建物から派生した企業で、不動産 DX を活用することで新築投資用レジデンスの分野で成長し、大手デベロッパーが扱わない案件をビジネスにすることが得意な新日本建物とは異なる成長シナリオで独自性を磨いてきた。この両社が再度統合することで、不動産実務と不動産 DX を融合する新しい成長モデルを模索していくこととなった。

柏村社長から見たタスキ ホールディングスの 生い立ち

現代表取締役社長の柏村雄氏は、2003 年に新卒で新日本建物に入社し、長く経営企画部の立場で新日本建物の経営に関わってきた。中堅デベロッパーとして勢いのあった新日本建物は、2008 年のリーマンショック後に苦境に陥り、ADR を活用して存続することになったが、その一連の実務を担ったのも柏村氏である。新日本建物は、再成長を志向して 2013 年に新規事業の取り組みを再開させたが、その際に設立された子会社の 1 社が、後のタスキとなる企業であった。タスキは、現取締役で新日本建物出身の村田浩司氏が参画して以降、新築投資用レジデンスに集中するとともに、早い段階から不動産 DX を活用して事業を展開してきた。柏村氏も、村田氏に請われる形でタスキに転籍した。タスキは 2020 年に上場し、更なる成長を目指して 2024 年に新日本建物と統合し、さらにオーラを加えて、タスキホールディングスとしての展開を開始した。

タスキホールディングスの DNA

同社の「企業の DNA」は、「大手デベロッパーがやろうとしない案件をこなすための、事業展開における機動力、スピード感、柔軟性」である。新日本建物から派生してできたタスキは、新日本建物が持つ「企業の DNA」を活かして不動産 DX の活用に活路を見出していた。そして、共通する DNA を持つタスキと新日本建物の 2 社の組み合わせ自体が、他では真似することができない優位性として働く公算が高いと考えられる。

経営戦略論の視点からの タスキホールディングスの 事業戦略

マイケル・ポーターのポジショニング理論に基づく、同社は、全社戦略としては差別化戦略を、事業戦略としては集中戦略を採っている。全社戦略における差別化戦略は、経営統合を通じて不動産デベロッパーとしての長年の実務経験と、不動産テック企業としての DX の実績を融合した、他には例のない不動産 DX 事業者としてのポジションを得たことに表れている。一方、事業戦略における集中戦略は、相続税対策需要に特化して IoT レジデンスを展開していったことに顕著に表れている。

融合される 2 つの模倣 困難性

同社の事業における模倣困難性は、「不動産デベロッパーの実業で培われた、仕入力などにつながる不動産開発ノウハウと、不動産 DX による業務効率化・生産性向上のノウハウの融合」である。経営統合により、これら 2 つの模倣困難性が相互に作用し合うという好循環が形成されており、同社の競争優位性をさらに高いものとしている。

業績動向

タスキは、新築投資用レジデンスの引き渡し本格化した 18/9 期に売上高が急増して以降、販売物件の増加に伴い増収が続き、23/9 期までの 5 年間の年平均増収率は 42.9%であった。また、原価率改善によって 21/9 期に売上高営業利益率が上昇した後は、13~14%台の売上高営業利益率を維持しながら拡販を続けてきた。

24/9 期は経営統合後の初の本決算であった。経営統合後に開示された会社計画に対し、売上高は 0.8%、EBITDA は 4.4%それぞれ上振れたが、営業利益は 18.7%下回った。営業利益等の未達は、経営統合に伴う PPA（取得原価の配分）に由来する一過性のものであり、事業環境は特に変わっていない。

時を追うに従い、不動産の 実業と DX の融合が鍵を 握ることになる長期ビジョン

同社の長期ビジョン「BEYOND2033」は、25/9 期会社計画の売上高 760 億円に対し、33/9 期に売上高 2,000 億円を目指すものである。その内訳は、不動産販売が主体の Life Platform 事業 1,867 億円とその中核を占めるが、現在は非連結である SaaS 事業も売上高 130 億円を想定しており、時を追うに従い、不動産の実業と DX の融合が具体的にになっていくものと考えられる。

株価の見通し及び エクイティストーリー

2020 年 10 月の上場直後の 2021 年以降のタスキの株価は、上場後の株価調整局面に入ったことと、COVID-19 で下落した株式市場の回復局面で全体の株式が堅調に推移したことから、TOPIX に対して総じて劣後して推移してきた。この過程で、バリュエーション面での割高感は解消されてはいる。2024 年の経営

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

統合後も、発表される短期業績の変動で株価が上下してきたが、また、2025 年 1 月に新株予約権発行による資金調達を行うことを開示したことにより、株価は下落した。

しばらくは、中期経営計画最終年度の目標数値を見据えながらの株価形成が続くと思われる。しかし、同社の不動産 DX の本質に関するところに関連して、(1) タスキが持つ「不動産 DX による業務効率化・生産性向上」という模倣困難性が新日本建物に本格適用された時の規模拡大と収益性、効率性の改善の両方を一気に実現する可能性、(2) 経営統合とほぼ同時期にグループに加わったオーラが持つ空き家情報プラットフォームの価値及び可能性、の 2 点については、類似企業のバリュエーションと合わせ考えると、まだ市場が十分に評価しきれていないと考えられる。評価が十分にされていないこれらの部分への理解が浸透していく局面においては、バリュエーションの上昇を伴いながら、同社の事業及びビジネスモデルの優位性が株価に反映されていくと考えられる。

1. 不動産デベロッパー発の不動産 DX 企業

不動産デベロッパー発 不動産 DX 企業

タスキと新日本建物が 統合して形成

タスキホールディングス（以下、同社）は、不動産デベロッパー発不動産 DX 企業であり、タスキ、新日本建物、オーラが中核子会社となる。

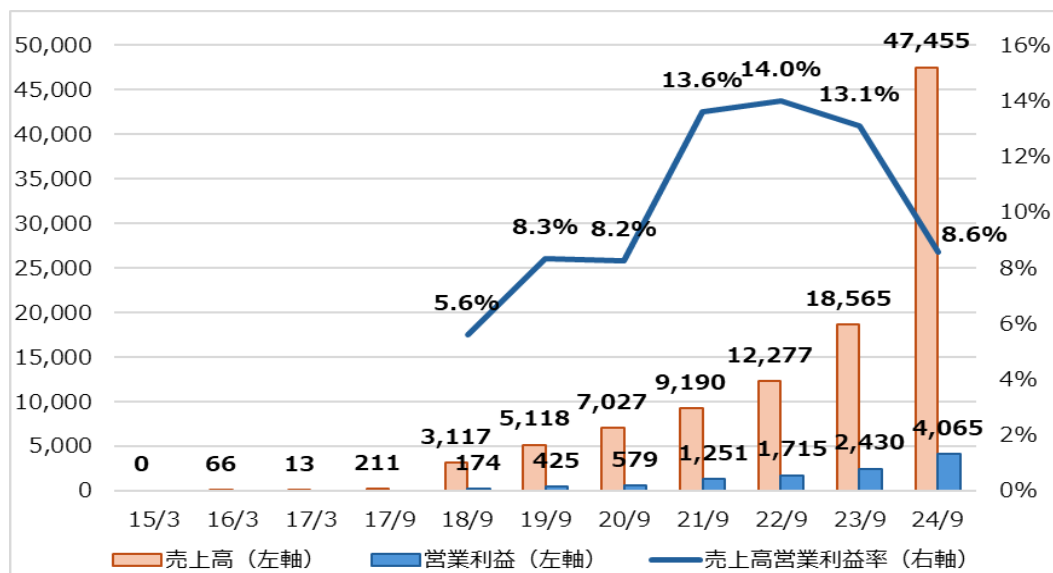
タスキは新日本建物から独立してできた企業であり、新築投資用レジデンスに特化して成長してきた企業だが、早期より DX の活用を意識した事業展開を進めてきた。一方、新日本建物は社歴が長く、大手デベロッパーが手を出さない案件の取り扱いを得意としてきた中堅デベロッパーである。DX の活用に優位性を持つタスキと、仕入力で定評のある新日本建物が 2024 年に統合して形成されたのが、タスキホールディングスとなる。さらに不動産コンサルティングを手掛けてきたオーラを連結子会社として、グループを強化してきた。

経営統合後も、フロー収益が主体の不動産販売がコアビジネスとなることは変わらない。しかし、出自が同じで、途中分離してそれぞれの独自性を磨き上げてきた両社が再度合流したことで、両社の模倣困難性の融合、すなわち、「不動産デベロッパーの実業で培われた不動産開発ノウハウと、不動産 DX による業務効率化・生産性向上のノウハウの融合」による事業成長の加速が期待できよう。

タスキは、2020 年 10 月に東京証券取引所マザーズ市場に上場した。上場当時は、売上高 70.27 億円、営業利益 5.79 億円（20/9 期実績）であった。以降、23/9 期までの 3 年間に、売上高は 2.6 倍、営業利益は 4.2 倍になった。さらに、2024 年 3 月の新日本建物との統合で事業規模が拡大し、統合後初の通期決算となった 24/9 期は、20/9 期との比較で、売上高は 6.8 倍、営業利益は 7.0 倍となった。

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

図表 1. 売上高・営業利益の推移 (23/9 期まではタスキ、24/9 期はタスキホールディングス)



注：タスキは 22/9 期から連結業績開示

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

収益の大半をもたらしているのは Life Platform 事業

同社の事業は、IoT レジデンス物件を中心に不動産物件の販売を行う Life Platform 事業、中小企業を対象に不動産に関わる融資を行う Finance Consulting 事業、不動産業界向け DX プロダクトの開発・販売を行う SaaS 事業の 3 つに分けられる。このうち、Life Platform 事業はタスキ、新日本建物、オーラが、Finance Consulting 事業はタスキプロスが、SaaS 事業は ZISEDAL が担当している。

なお、ZISEDAL は非連結会社であるため、有価証券報告書上のセグメントは、Life Platform 事業と Finance Consulting 事業の 2 つのである。収益の大半は Life Platform 事業によってもたらされている。

図表 2. セグメント別売上高・営業利益 (23/9 期まではタスキ)

	売上高	セグメント別				
		Life Platform	売上構成比	Finance Consulting	売上構成比	調整額
21/9 単体	9,190	—	—	—	—	—
22/9	12,277	12,213	99.5%	64	0.5%	—
23/9	18,565	18,430	99.3%	135	0.7%	—
24/9	47,455	47,252	99.6%	202	0.4%	1
25/9 1Q	16,959	16,932	99.8%	26	0.2%	1

	営業利益	セグメント別				
		Life Platform	利益率	Finance Consulting	利益率	調整額
21/9 単体	1,251	—	—	—	—	—
22/9	1,715	1,701	13.9%	4	5.5%	10
23/9	2,430	2,374	12.9%	26	19.5%	30
24/9	4,065	4,084	8.6%	103	50.7%	-122
25/9 1Q	2,137	2,079	12.3%	2	6.7%	56

注：21/9 期までは単体業績のみの開示。また 21/9 期はセグメント別の開示なし

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

Mission、Vision、Values

経営統合前は、タスキは、「タスキで世界をつなぐ～革新的なイノベーションで社会のハブになる～」を企業理念として掲げていた。

経営統合を機に、同社は、「人を起点に。空間をデジタルに。未来を変える仕組みをつくる。」を Mission（存在意義）として、「価値をつなげば、未来はもっと良くなる。」を Vision（展望）として定めている。

そのために、組織全体で共有すべき Values（価値観）として、(1) TECHNOLOGY（最先端のテクノロジーを人のために。）、(2) ADVANCE（未来を見据える先見力を研ぎ澄ます。）、(3) SUSTAINABLE（サステナブルな世界をめざす。）、(4) USER FIRST（お客様のために、あらゆる活動をする。）、(5) KEEN（少数精鋭で挑み続ける。）、(6) INNOVATION（ベンチャーマインドを持って変革する。）の6つを掲げている。

これらの Mission、Vision、Values をもとに、不動産業界の「あたりまえ」をアップデートし、暮らしや社会の変革に役立てていくことを同社は目指している。

個人が多い株主構成

タスキは2020年10月に東証マザーズに上場した（その後、東京証券取引所の市場区分見直しに伴い2022年4月に東証グロースに移行）。東証マザーズ上場の直前の2020年9月末時点では、当時の取締役会長であり、新日本建物の創業者である村上三郎氏が50.25%の株式を保有し、他に複数の事業会社が出資していた。その後、保有比率を低下させてきたことと、新日本建物と統合したことから、2024年9月末時点のタスキホールディングスにおける村上氏の保有比率は20%を切る水準まで低下している。村上氏の保有以外では、新日本建物に出資していた事業会社、タスキに出資していた事業会社が大株主に名を連ねている。

それでも、24/9 期末時点の区分別保有比率（自己株式考慮後）は、個人その他 70.62%、その他の法人 19.38%、外国人 3.72%であり、筆頭株主の村上氏の持分 19.41%を除いても、個人その他の保有が多い株主構成となっている。

図表 3. タスキホールディングスの株主構成

区分	保有比率	
	24/9 末	(自己株式除く)
個人その他	70.63%	70.62%
外国法人等	3.72%	3.72%
金融機関	2.63%	2.63%
その他の法人	19.38%	19.38%
その他（金融商品取引業者）	3.64%	3.64%
うち取締役（敬称略）		
村田 浩司	0.78%	0.78%
柏村 雄	0.72%	0.72%
近藤 学	0.06%	0.06%
上記以外（社外取締役、監査等委員を除く）	—	—

注：保有比率は発行済株式数から自己株式数を除いた株数を用いて算出

出所：会社資料

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

図表 4. 統合前後の大株主 (敬称略)

統合後 タスキホールディングス	保有比率 24/9 末 (自己株式除く)
村上 三郎	19.41%
株式会社東京ウエルズ	6.24%
株式会社ユニテックス	4.06%
株式会社ジェイ・エス・ビー	2.03%
株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	1.92%
京東株式会社	1.80%
株式会社 SBI 証券	1.21%
三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社	0.91%
中野 孝一	0.80%
村田 浩司	0.79%

統合前 タスキ	保有比率 23/9 末 (自己株式除く)
村上 三郎	19.41%
株式会社東京ウエルズ	6.24%
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG(FE-AC)	4.06%
MORGAN STANLEY & CO. LLC	2.03%
株式会社ウェッジ	1.92%
株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	1.80%
株式会社 SBI 証券	1.21%
モルガン・スタンレー MUFG 証券株式会社	0.91%
京東株式会社	0.80%
朝井 隆夫	0.79%

統合前 新日本建物	保有比率 23/9 末 (自己株式除く)
株式会社ユニテックス	11.42%
株式会社東京ウエルズ	6.25%
村上 三郎	4.02%
株式会社ジェイ・エス・ビー	3.46%
京東株式会社	3.16%
中野 孝一	2.06%
株式会社 SBI 証券	1.86%
ルーデン・ホールディングス株式会社	1.61%
株式会社大勝	1.51%
BNYM SA/NV FOR BNYM FOR BNYM GCM CLIENT ACCTS M ILM FE	1.46%

注：保有比率は発行済株式数から自己株式数を除いた株数を用いて算出

出所：会社資料

2. 柏村社長から見たタスキホールディングスの生い立ち

1) 源流となる新日本建物

就職活動の際に現代表
取締役社長が応募した
唯一の不動産会社

1979 年生まれの柏村雄氏は、学生時代の頃より大きな仕事ができる会社に就職したいと考えていた。当時、広告代理店を中心に就職活動をしており、不動産業界に強い思い入れがあったわけではなく、不動産会社で唯一応募したのが新日本建物であった。新日本建物についても、柏村氏の父親が勤務していた会社が行っていた不動産取引に、新日本建物の創業者である村上三郎氏が携わっていたので知っていた、という程度であった。

東京西部及び埼玉から
立ち上がった新日本建物

新日本建物の事実上の前身の会社は、1984 年に、村上三郎氏（タスキホールディングスの筆頭株主）が東京都福生市で設立した村上総合企画であり、一戸建て住宅の販売を行っていた。村上総合企画は 1987 年に新日本建設に社名を変更し、1990 年には流動化事業（マンション販売事業、専有卸形態）に進出するなど業容を拡大していった。1994 年には、1975 年に埼玉県上尾市で設立された新日本地所（設立時は関東空調サービス）と合併した（形式上の存続会社は新日本地所）。

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

合併翌年の1995年にはマンション販売事業（分譲形態）に進出したほか、1990年代後半には、新日本ハウス、新日本ホーム（後のアスリート）、新日本地所、新日本建物販売といった子会社を次々と設立し、多角化を進めていった。こうして事業を拡大していった新日本建物は、2001年に店頭公開するに至った。

現代表取締役社長が入社した頃の新日本建物

店頭公開した頃の新日本建物は、不動産流動化ブームによる投資家需要の拡大やワンルーム投資ブームによる都市型コンパクトマンション需要の拡大の恩恵を受けていた。これらのブームを追い風に、大手デベロッパーが参入しづらい、都市部の小〜中規模の用地を活用したスピーディーな開発を展開して、業容を急速に拡大させていた。

柏村氏が入社した2003年の新日本建物は、まさにこうした業容急拡大期であった。柏村氏は、入社した頃の新日本建物の印象は、元気でアグレッシブな会社であり、店頭公開して間もないこともあって、これから大きく伸びるという勢いを強く感じたと振り返る。さらに多角化を進める際に子会社を設立するところからは強いベンチャーマインドがあるように感じ、柏村氏の目には、若手にもチャンスが与えられているというように映ったとのことである。実際、新日本建物としても、次々と分社化していくことで事実上のホールディングスカンパニー体制にしていく方針を採っており、独立を促すカルチャーが強かったようである。

こうしたカルチャーに惹かれて、当時の新日本建物には、大京や長谷工、リクルートコスモスといった会社の出身者が多く集まり、やりがいとスピード感がある企業風土が醸成されていたものと考えられる。なお、当時は中途採用がほとんどで、新卒採用は年に数人程度だったが、2003年の新卒採用は柏村氏1人であった。

新日本建物に入社した柏村氏は、戸建分譲の部署に配属となり、現場に赴いて、大工とコミュニケーションを取りながら戸建を施工していった。戸建住宅が完成する工程を一通り経験した後、2006年には経営企画部に異動となった。

新日本建物の転機はリーマンショック

柏村氏が経営企画部にいた時に起きたのが、2008年のリーマンショックであった。

リーマンショックにより、金融機関は投資家に対する不動産投資向け融資を厳格化し、新日本建物の主力である投資用コンパクトマンションの販売も激減した。このように投資用不動産市場が崩壊しただけでなく、金融機関は不動産関連企業への融資も厳しく制限することとなり、大手と比べて信用力が低い中堅デベロッパーは軒並み資金繰りが悪化していった。さらに、過去の積極的な土地仕入れによる多額の借入金为重荷となった。

新日本建物はADRを通じた経営再建により事業を存続

こうして、財務悪化・業績不振に陥った新日本建物は、2010年にADR（裁判外紛争解決手続）を申請し、金融機関との債務再編を行うことで経営再建を図ることとなった。経営企画部にいた柏村氏は、ADRによる経営再建の最前線で業務を遂行することになったが、振り返れば、経営能力を身につける機会にもなっていた。

ADRを通じた債務整理の後、新日本建物の事業規模は、都心のコンパクトマンション開発を細々と継続する程度まで縮小したが、事業の存続には成功したと言える。

2) タスキができるまで

後のタスキになるTNエステートは2013年に新日本建物が設立した非連結子会社

ADRを通じた債務整理を経験した新日本建物にとっての2010年代前半は、リスクを抑えた事業運営を優先して不動産市場の回復を待つ時期であった。そのような新日本建物が、2013年に久々に子会社を2社設立した。既に述べた通り、新日本建物が新たな事業を始める時のスタイルは、子会社を設立して分社化させ、独立を促していくというものであり、この2013年の子会社設立は、再成長に向けた一種の狼煙のようなものだったのかもしれない。

2013年に設立された2社のうちの1社が、後のタスキとなるTNエステートである。新日本建物はSNTと略されることがあるが、その3文字の後ろから2文字を取ったのが、TNエステートの社名の由来である（もう1社は、SNTの3文字の頭から2文字を取ったSNコミュニティであった）。

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

一棟売りの新築投資用 レジデンスの開発が事実上 の創業事業

2013年の設立時、TN エステートの事業は不動産仲介・流通であった。その後、2015年には現在のリファイニングにつながる戸建住宅のリフォーム再販事業も手掛け始めたが、すぐにはうまくいかなかったという。

状況が変わったのは、2016年10月に、現取締役の村田浩司氏が新日本建物から出向してからである（村田氏は翌2017年7月には同社に転籍）。後々振り返ってみると、村田氏の参画が、同社の事実上の創業という見方もできよう。

村田氏が着目したのは、2015年1月の相続税及び贈与税の改正施行であった。この改正施行により、被相続人になりうる対象人口が増え、相続税を節税したいという需要が高まると考えた村田氏は、小規模宅地等の特例で200㎡未満の貸付事業宅地等の相続税評価額が低くなることを活用し、相続税節税需要に対応するための新築投資用レジデンスを不動産商品として開発した。

この頃の投資用の不動産商品は、会社員を対象にした案件規模が1～1.5億円のものか、富裕層を対象にした案件規模が5～6億円のものしかなかった。相続税対策を前面に出した3億円規模の不動産商品は存在しておらず、同社はこの「空いている」ゾーンに特化することとなった。

小規模の新築投資用 レジデンスでも利益を 上げるようにしたことが DX 活用の萌芽

他社が3億円規模の不動産商品のゾーンに手をつけなかったのには、理由がある。それは、物件の大小に関わらず、土地取得の作業や建築確認等にかかる手間は同じであるため、3億円の規模では、手間の割に大して儲からないと敬遠していたためである。

同社は、3億円規模の案件でも十分に利益が上げられるよう、開発手法や業務プロセス等を作り上げていった。そのためには、各所でDXが活用されていくことになった。同社の事業の特徴であるDXの活用の萌芽はここにあると言っても過言ではない。

MBO により新日本建物 から独立

こうして、相続税対策を前面に出した新築投資用レジデンスは、小規模案件でも収益が上がるような商品に仕上がった。他社に類似する商品がほとんどなかったこともあり、相続税の相談に訪れる金融機関や税理士事務所、会計事務所を経由して、数多くの引き合いを得たという。

しかし、新日本建物という総合デベロッパーのもとでは、これらの数多くの引き合いを、スピード感をもってこなすことは難しかったという。そこで、TN エステートは、2017年9月に、MBOによって新日本建物との資本関係を解消した。MBOを実施した時の取締役会長は村上三郎氏（新日本建物の創業者）、代表取締役社長は村田浩司氏であった。

社名変更も柔軟性の表れ

MBOが行われた翌10月に、社名は「TN エステート」から「TASUKI」に変更された。社名はこの後2018年8月に、やさしい雰囲気を出すために、平仮名の「たすき」に変えられ、さらに翌2019年10月には、片仮名の「タスキ」に再度変えられた。平仮名から片仮名になったのは、新聞記事に取り上げられた際に、片仮名の方がより社名らしく見えるというのが理由であった。毎年のように社名が変わったのは、同社の機動性や柔軟性の表れかもしれない。

3) MBO で独立した後のタスキの展開

MBO 後の目標

MBOで独立した後のタスキは、上場することと、他社との差別化を図るために更に不動産DXを活用していくことを目標とした。

目標通り 2020 年に東証 マザーズに上場

同社のIoTレジデンスは富裕層を対象とした不動産商品である。そのため、会社が信用力を持つことは必要不可欠だと考えており、早い段階から上場を意識していたという。そして、2020年10月に、タスキは、東証マザーズに上場した。なお、上場したタイミングは、同社としては目標通りだったという。

更なる不動産 DX の活用 で模索

更なる不動産DXの活用については、村田氏、柏村氏の主導のもとで模索されていった。

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

大きな成果としては、主力の新築投資用レジデンスが、2019年4月には、住環境にIoTを標準搭載するIoTレジデンスとしてバージョンアップしたことであろう。不動産DXの活用により、不動産商品としての付加価値がさらに向上し、不動産商品の差別化が進んだと言える。

また、不動産DXの領域を広げるべく、2019年10月には、建設業界において増加していた外国人労働者への給料支払いへの対応のために、給与前払いプラットフォーム「タスキ DayPay」を開始した。こちらは、2020年に始まったCOVID-19により外国人労働者の労働機会が激減したために需要がなくなったこともあり、2021年には事業を他社に譲渡することとなった。

すべてがすべて、うまくいくわけではない。しかし、こうした失敗にめげずに模索を続けることが、DXの成功の肝である。給与前払いサービスから撤退した後は、不動産DXを活用した新築投資用IoTレジデンスの企画開発や、スマートフォンを活用した不動産価値流通プラットフォームの開発等に経営資源を集中することとなったが、こうした一連の動きから、不動産DXを活用するというマインドの組織への定着が進んでいったと考えられる。

なお、不動産DXを内部の生産性向上のために活用する、いわゆる内部DXを担うためにグループDX戦略研究部が、不動産DXの成果をサービスとして仕立てて外販する、いわゆる外部DXを担うために非連結子会社のZISEDAIがそれぞれ置かれている。

経営の承継

また、上場の翌年の2021年10月には、柏村氏がタスキの代表取締役社長に、MBO以降代表取締役社長を務めていた村田氏は代表取締役会長に、それぞれ就任した。このように、経営体制変更を伴いながらの経営の継承が進められている。

4) タスキと新日本建物の経営統合

タスキが独立した後の 新日本建物

ここで、タスキがMBOで独立した後の新日本建物について見ておきたい。

2013年にタスキの前身となる会社を分社化したのを機に、新日本建物が採った再成長のためのシナリオは、アセットタイプの多様化による成長戦略であった。2016年に投資用マンション事業へ参入したのを機に、2018年にホテル開発に、2021年にオフィスビル開発に、2022年に物流施設開発に参入していき、取り扱うアセットタイプの種類を増やしていった。

同じ出自ながらそれぞれの 独自性を高めていった 2社が経営統合

このように、異なる成長を模索したタスキと新日本建物は、異なる強みを磨いていった。タスキの強みが不動産DXを活用した商品展開力だとすれば、新日本建物の強みは、地域密着型営業力に基づく仕入力と言える。こうして、同じ出自ながらそれぞれの独自性を高めていった両社が、2024年4月に経営統合することとなった。

元々タスキも新日本建物も、少数精鋭主義で事業を進めるという特徴があったが、今後の事業規模の拡大に向けて組織を強化するにあたり、人材の層を厚くする必要があった。さらに、両社の特徴を活かすことによる仕入力の強化、資金調達コストの低減、取り扱う不動産商品の種類の増加による顧客基盤の拡大といったように、多くのシナジーが得られることが期待される組み合わせと言える。

さらにオーラもグループ入り

さらに、2024年4月に、同社はオーラの株式を取得して、グループに組み入れた。オーラは不動産コンサルティングを行う会社だが、オーラの創業時に同社グループが支援したことがあるなど、以前から関係が深かった。そのため、オーラが同社グループに加わることで、シナジーが更に大きくなると期待されている。

こうして、タスキ、新日本建物、オーラで構成される同社グループによる新たな挑戦が始まっている。

5) 企業の DNA

企業の DNA

企業には DNA がある。企業の DNA とは、組織や社員全体に根付く独自の価値観、経営哲学であり、それらが企業の競争力の源泉となることが少なくない。企業の成長過程において、創業者の想いが企業の DNA へと進化していくケースが多いが、途中で経営者の交代等の経営の承継が行われ、創業時の理念を進化させたり、新たな企業文化を植えつけたりするケースもある。いずれにせよ、企業の DNA を活かした事業戦略を立て、それを実践することが成功の確率を高めると考えられる。

コア・コンピタンス（企業の中核的な能力）は模倣困難性の高いリソースによってもたらされるものであり、それを形成する有力な要因が企業の DNA であると考えられる。人が得意分野で勝負すれば勝てるように、企業も DNA に根差した領域で事業展開することが成功の方程式となる。

タスキホールディングスの DNA は「大手デベロッパーがやろうとしない案件をこなすための、事業展開における機動力、スピード感、柔軟性」

同社の生い立ちから、同社の企業の DNA は、「大手デベロッパーがやろうとしない案件をこなすための、事業展開における機動力、スピード感、柔軟性」と考える。そして、同社の中核子会社であるタスキは新日本建物から独立した企業であり、タスキと新日本建物の両社は、企業の DNA レベルでは共通の基盤を持っていると考えられる。

新日本建物が店頭公開をした 2001 年頃の不動産業界は、ワンルーム投資ブームによる都市型コンパクトマンション需要の拡大を背景に高い成長が見込まれる環境にあった。新日本建物にとっては、追い風が吹く外部環境の中で、資金力に勝る大手デベロッパーに対してどのように対抗していくかを模索し続けていった時期であったが、新日本建物は業容を大きく拡大することに成功した。その要因のひとつとして、大手デベロッパーが参入しづらい規模の案件をこなす機動力、仕入などにおける意思決定のスピード感があり、これが新日本建物の企業の DNA として醸成されていったと考えられる。

新日本建物から独立したタスキには、こうした新日本建物に由来する機動力・スピード感と柔軟性が備わっていた。だからこそ、早い段階から DX 活用を組織に浸透させるように展開することができたと考えられる。

また、新日本建物の時代からホールディングスカンパニー体制の志向が強く、新しく何かを始める時は、分社化により展開していくという行動特性が強かった。タスキも新日本建物から分社して成立した 1 社だが、これは、事業の早期立ち上げに向けて、組織として柔軟に対応しようとする姿勢が強いためであった。そして、タスキが独立元である新日本建物と統合したこともまた、目的のためには組織のあり方を変える同社の柔軟性の表れと言える。

3. 経営戦略論の観点からのタスキホールディングスの経営戦略

1) マイケル・ポーターのポジショニング理論からのアプローチ

全社戦略としては差別化戦略を、事業戦略としては集中戦略を採用

マイケル・ポーターは、ある業界の中で成功を収めるためには、明確なポジションを取ることが必要と説いている。ポジショニング理論においては、具体的なポジションの取り方、競争優位の築き方として、①コスト・リーダーシップ戦略、②差別化戦略、③集中戦略、の 3 つの基本戦略があり、いずれかに舵を切ることが不可欠とされている。

同社は、全社戦略としては差別化戦略を採っており、事業戦略としては集中戦略を採ることが多いと言える。

経営統合により得られた業界ポジション確立に見る差別化戦略

差別化戦略とは、幅広いターゲットを狙いつつも、低コストではなく、顧客が認知するユニークな付加価値を提供することで競合に対して優位に立つ戦略である。他社からは得ることができず、顧客が対価を支払いたくなるような価値を提供する戦略、とも言える。

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

タスキの IoT レジデンスに見る集中戦略

同社はタスキと新日本建物の経営統合により、不動産デベロッパーとしての長年の実務経験と、不動産テック企業としての DX の実績を融合した、他には例のない不動産 DX 事業者としてのポジションを得た。

集中戦略とは、狭い範囲の特定市場（顧客セグメント、地域、特定商品等）で、経営資源を集中して競争優位に立つ戦略である。競争優位を得るためには、競合他社と異なる選択すること、つまり、トレードオフが不可欠となる。

集中戦略は、同社の事業戦略においてみられ、グループ会社のタスキの収益の柱となっている IoT レジデンスがその最たる例である。同社の IoT レジデンスは、(1) 相続税対策を必要とする顧客、(2) 東京 23 区の最寄り駅から徒歩 5 分圏内の立地、(3) 手間がかかる割には得られる収益が少ないために他に誰もやらない販売価格 3 億円規模、(4) 新築投資用レジデンス、に特化した商品設計となっている。

タスキは、ラインナップを IoT レジデンスに集中することにより、会社設立から短期間で上場するまでになるほどの速度で成長してきたという実績がある。

2) リソース・バースト・ビュー (RBV) からのアプローチ

コア・コンピタンスは「不動産開発ノウハウと不動産 DX のノウハウの融合による不動産開発の最適化」

ポーターのポジショニング理論に対して、自社の経営資源（リソース）に着目する「リソース・バースト・ビュー (RBV)」と呼ばれるアプローチがある。RBV のアプローチの中でも、コア・コンピタンス（他社に真似できない自社ならではの価値を提供する、企業の中核的な能力）を重視する考え方もあれば、ケイパビリティ（バリューチェーン全体に及ぶ組織的能力）を重視する考え方もある。

同社の場合、コア・コンピタンスは「新日本建物が培ってきた不動産開発ノウハウと、タスキが持つ不動産 DX のノウハウを融合することで得られる、不動産開発の最適化」、ケイパビリティは「DX を活用した意思決定に基づいて運用される業務プロセス」である。

RBV の大家であるジェイ・バーニーは、コア・コンピタンスもケイパビリティも広義のリソースに含めて論じ、その上で、自社のリソースがどのくらいの強みになるかをチェックするフレームワークとして VRIO を提唱している。バーニーは、自社のリソースの有効活用可能性に関する評価軸として、「経済価値<Value>」、「希少性<Rarity>」、「模倣困難性<Inimitability>」、「組織<Organization>」を挙げている。VRIO は、これら 4 つの評価軸の頭文字をとったものだが、バーニーはこれの中でも特に、「模倣困難性」があり、「組織」による裏付けがあるリソースが、競争優位に資するとしている。

3) タスキホールディングスの模倣困難性

模倣困難性は「実業で培われた不動産開発ノウハウと、不動産 DX による業務効率化・生産性向上のノウハウの融合」

模倣困難性が高いか低いかは、「模倣がそもそも不可能か」、「模倣しようすると莫大なコストが必要になるかどうか」で評価される。同社の模倣困難性は、タスキと新日本建物の統合によって得られた、「不動産デベロッパーの実業で培われた不動産開発ノウハウと、不動産 DX による業務効率化・生産性向上のノウハウの融合」である。これが同社の競争優位の源泉となっていくとストラテジー・アドバイザーズでは考えている。以下では具体的に見てみたい。

4) 統合前のタスキと新日本建物の模倣困難性

統合前のタスキと新日本建物はそれぞれ模倣困難性を持っていたが、両社が統合することによって、さらに他社が模倣できないものとなっていると考えられる。

新日本建物の模倣困難性

統合前の新日本建物が持つ模倣困難性は「不動産デベロッパーの実業で培われた、仕入力などにつながる不動産開発ノウハウ」である。具体的には、都市型コンパクトマンションの用地選定ノウハウ、投資用不動産にお

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

いて収益を最大化する設計力、地域密着型営業力に基づく仕入力が挙げられる。これらにより、大手デベロッパーが手を出さないような都心の狭小地や中規模用地を有効活用することを可能にし、その結果、仕入力も強化されていた。

タスキの模倣困難性

「不動産 DX による業務効率化・生産性向上のノウハウ」は、統合前のタスキが持つ模倣困難性である。この模倣困難性は、(1) データドリブンの用地選定、(2) スタッフの経験と人脈に依存しない開発、(3) 業務プロセスの自動化と DX 推進体制の 3 つによってもたらされている。これらは、創業してから早い段階から DX を前提とした事業設計を行い、段階的にデータ活用と業務効率化を進めてきたことで確立されたと考えられる。

競合がタスキの不動産 DX に追いつくのに時間がかかる理由

競合する企業にとっては、タスキが行っている不動産 DX を真似しようとしても、追いつくまでにそれなりの時間を要する。さらに、大手を中心に、既存のビジネスモデルで展開してきた企業にとっては、今まで続けてきた業務プロセス自体が DX 前提の事業展開を阻むことになるため、不動産 DX に適した体制を構築するには相当の組織変革を必要とする。その意味では、タスキは社歴が短いことが幸いし、早い段階から DX を前提とした組織を構築することができたことが、タスキの模倣困難性をより高いものにしてきたと言える。

2 社の模倣困難性の相互作用が模倣困難性をさらに強化

新日本建物、タスキの両社が統合することで、それぞれが培ってきた模倣困難性の両方が揃うわけだが、単純な合算に留まらず、相互に作用することで、模倣困難性が更に高まる余地が出てきている。つまり、実務から得られたノウハウを活用して不動産 DX の質を向上させ、不動産 DX の成果を実務の効率性や生産性の向上のために活用するという好循環ができ、個別の模倣困難性同士が作用し合っ、全体としての模倣困難性が高まっていくことが可能になるということである。

5) 経営統合で高まった模倣困難性の検証：他社が採り得る戦略は？

不動産開発ノウハウと不動産 DX を競争力の源泉になるレベルで融合することができるのか

不動産業界において、同社と同等かそれ以上の不動産開発ノウハウを持つ不動産デベロッパーは存在する。同様に、不動産 DX を謳う不動産テックの企業も数多く存在する。このように、不動産開発ノウハウ、不動産 DX 単独だと、模倣困難性はさほど高くないと認識されてしまうかもしれない。

しかし、不動産開発ノウハウと不動産 DX が、競争力の源泉になるレベルで融合できるかという、見える景色は変わってくる。

「DX×不動産」の領域でタスキホールディングスに對抗するための 3 つの戦略

仮に、他社が、「DX と不動産」の領域で同社に対抗しようとする。そのために採るべき戦略として考えられるのは、以下の 3 つである。

- ・戦略 1： 資本力を背景に巨額の IT 投資を行い、より高度な DX 基盤を構築する
- ・戦略 2： 不動産テック企業と提携し、DX の強化を短期間で実現する
- ・戦略 3： 同社とは異なる市場や事業領域で DX を強化する

大手デベロッパーや、資本力のあるテック企業がこれらの戦略を実行する可能性はないとは言えない。仮に他社がこれらの戦略を実行したとしても、短期間での追随は困難だと考えられる。

他社の対抗戦略 1：「資本力を背景に巨額の IT 投資を行い、より高度な DX 基盤を構築する」

戦略 1 の「資本力を背景に巨額の IT 投資を行い、より高度な DX 基盤を構築する」は、大手デベロッパーが採り得る戦略と言える。同社以上の資本力を活かして、AI・データ活用等の DX の開発に多額の投資を行い、同社が持つ「AI による土地選定・販売最適化」の精度を超えるシステムを開発し、差別化を図る戦略である。大手デベロッパーであれば、同社以上の不動産開発ノウハウを蓄積しているとも言え、同社以上の量のデータを活用することも可能となろう。この場合、データサイエンティストやエンジニアの採用を強化し、自社で DX 開発を推進することになる。

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

仮に、大手デベロッパーがこの戦略を採ったとする。その場合でも、AI・データ活用のノウハウは一朝一夕には蓄積されず、開発には長期の時間を要することになる。また、大手デベロッパーには、すでに構築された販売網や事業モデルがあるため、業務プロセスや組織を大幅に変えてまで DX を活用するビジネスモデルに転換するという意思決定を下すまでに、相当の時間がかかる可能性がある。

従って、大手デベロッパーが戦略 1 を採用する可能性はあるものの、短期的に追い着かれることはなく、同社にとって時間的な猶予があると言える。

他社の対抗戦略 2 : 「不動産テック企業と 提携し、DX の強化を 短期間で実現する」

戦略 2 の「不動産テック企業と提携し、DX の強化を短期間で実現する」については、(1) 既存の不動産企業が、既に DX を推進している GA technologies (3491 東証グロース) やリー・ウェイズ等の不動産テック企業と提携し、同社と同等の DX 基盤を短期間で構築して同社に追い着こうとする戦略、あるいは、(2) AI・データ活用等のノウハウを外部から取り入れ、不動産事業と融合させることで、スピード感のある DX 導入を実現しようとする戦略が想定される。

仮に他社がこの戦略を採ったとしても、不動産ビジネスの経験とテクノロジーの融合には時間がかかることや、同社のように DX 活用を企業文化の根幹に組み込むことは難しいと考えられる。要は単なる DX ツール導入では限界があるということである。また、提携するにしても、不動産デベロッパー側が主導権を握るのか、不動産テック企業が主導権を握るのかによっても、進捗スピードが変わってくると考えられる。

他社の対抗戦略 3 : 「異なる市場や事業領域で DX を強化する」

戦略 3 の「同社とは異なる市場や事業領域で DX を強化する」は、同社との直接の競争を避ける戦略である。具体的には、同社が主な事業領域としている都市型コンパクトマンションや投資用不動産の領域を避けつつ、不動産 DX を進めていくという戦略となろう。

戸建販売で DX を積極的に活用するオープンハウス (3288 東証プライム) や、賃貸管理の DX を強化している大東建託 (1878 東証プライム) 等が採る戦略はこれに近い。そもそも直接の競争は避けられているので、短期的に競争が激化することは考えにくい。しかし、同社または他社の事業領域拡大によって将来的に競争関係になりうることや、オープンハウスのように、同社と領域は異なるものの用地仕入に限るとバッティングしていて、局地的に競争状況になっていることがあるため、注意はしておきたい。

4. 事業の現状

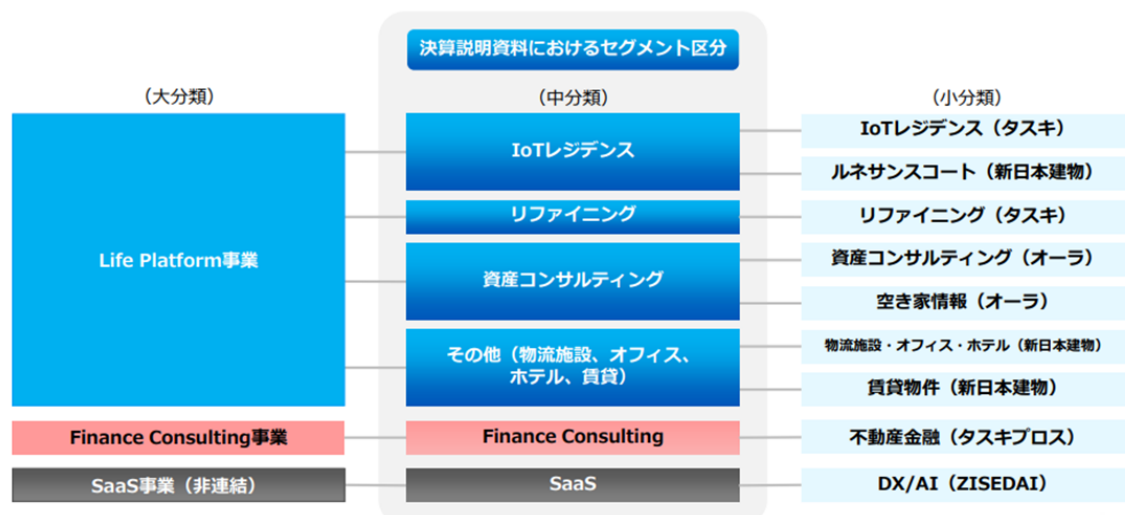
1) 経営統合後の新セグメント区分

経営統合後は 3 つの セグメントに区分

同社のビジネスモデルの特徴は、不動産領域の事業を中核ビジネスに据えつつ、不動産領域で蓄積してきた現場経験を活かして自社開発してきた、実用性の高い SaaS プロダクトの提供を行う不動産テック・DX 領域の展開を行っていることにある。

事業セグメントとしては、Life Platform 事業、Finance Consulting 事業、SaaS 事業 (非連結) の 3 つに区分されている。中心は不動産領域をカバーする Life Platform 事業であり、IoT レジデンス、リファイニング、資産コンサルティング、その他の 4 区分に分類されている。

図表 5. 経営統合後の新セグメント区分



出所：会社資料

2) 収益モデル

Life Platform 事業の大半はフロー収益

セグメント区分の中分類を見ても分かる通り、Life Platform 事業は事業が多岐にわたる。同事業の収益は、一部ストック収益を得られるサービスもあるが、大半は不動産売却によるフロー収益である。物件の販売価格から、80%程度の土地建物原価、5%程度の販売費を差し引き、プロジェクトベースでの売上高営業利益率が15%前後になるというのがひとつの型である。

Finance Consulting 事業と SaaS 事業はストック収益

一方、Finance Consulting 事業と SaaS 事業は、そもそもの売上高の規模が大きい、ストック収益が中心であるため、安定的な収益の確保が可能なモデルとなっている。SaaS 事業はサービス価格からサービス提供のための費用（サーバー代、減価償却費、人件費等）を差し引き、売上高営業利益率は50%程度になる事業となっている。

3) 財務動向

売上高が増加する中でも比較的安全性の高い財務状況を維持

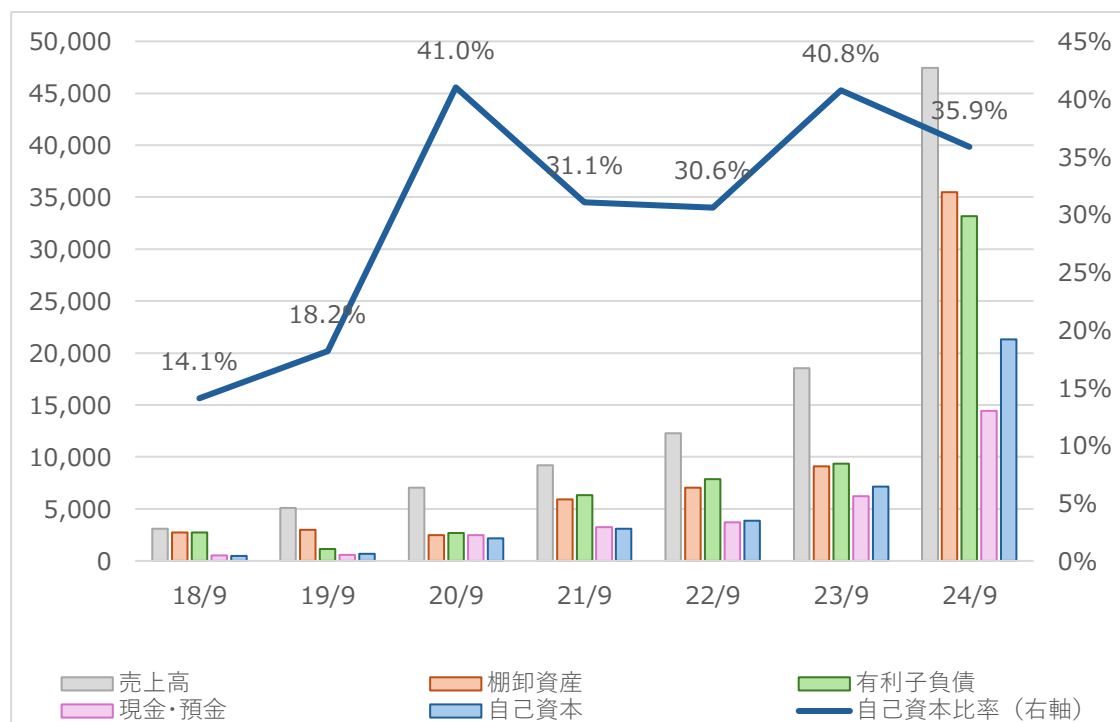
同社の収益の大半は不動産売却によるフロー収益であり、用地を購入し、施工した後に売却する。一般的なデベロッパーと同様財務負担がかかり、成長局面にあって用地の仕入が増加する時には資金需要は高くなる。

それでも、経営統合前のタスキは、売上高が増加する中でも比較的安全性の高い財務状況を維持してきた。たとえば、2020 年の上場以前は同社の自己資本比率は10%台だったが、上場後は30%を下回ることなく推移してきた。統合により新日本建物が加わって低下したものの、24/9 期は35.9%を保っている。

また同社の資産の大半が流動資産であり、中でも棚卸資産の持ち方が鍵を握る。売上高の増加に従い棚卸資産は増加しているが、統合前の23/9 期までは、棚卸資産とほぼ同額の有利子負債が充てられてきた。

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

図表 6. 統合前のタスキ及び統合後のタスキホールディングスの財務状況



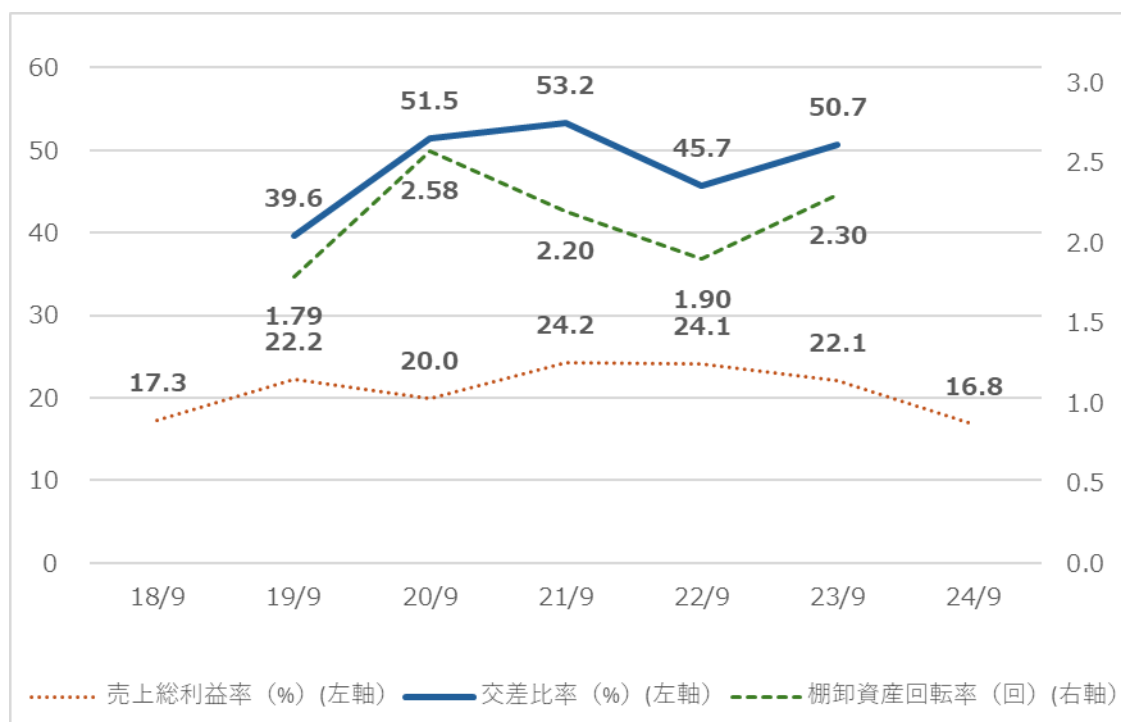
注：21/9 期まではタスキ単体、22/9 期～23/9 期はタスキ連結 24/9 期はタスキホールディングス

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

業界平均よりはるかに高い 交差比率が示すこと

売上増加の局面でも貸借対照表にさほど大きな負担がかかっていないのは、「不動産 DX による業務効率化・生産性向上のノウハウ」が効いているためと考えられる。それはタスキの交差比率（売上総利益率と棚卸資産回転率の積）に表れている。投資用マンションの販売事業を行う企業における売上総利益率の平均レンジを 15～25%、棚卸資産回転率の平均レンジを 0.4～1.0 回（在庫保有期間 1～2.5 年に相当）とすると、交差比率のレンジは 6.0～25.0%となるが、タスキの交差比率はレンジ上限を大きく上回っている。これは棚卸資産回転率が 2 回を超える水準にあることが主要因であり、同社の不動産 DX による効果が反映されている。なお、経営統合により新日本建物が加わった 24/9 期については、棚卸資産回転率の数値の連続性がないために交差比率は算出できない。しかし、24/9 期の同社の売上総利益率が低下していること及び新日本建物の 2023 年 9 月末時点の棚卸資産の状況から、経営統合により、一時的に交差比率は低下しているものと推測される。今後は、同社の交差比率が経営統合前の水準に戻ることができるかどうかが目点となる。

図表 7. 統合前のタスキの交差比率



注：21/9 期まではタスキ単体、22/9 期～23/9 期はタスキ連結 24/9 期はタスキホールディングス

交差比率 = 売上総利益率 × 棚卸資産回転率

交差比率を求める際の棚卸資産回転率は売上高をもとに算出

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

4) タスキの不動産 DX

創業後早い段階から DX 前提の事業設計を行ったことがタスキの不動産 DX の肝

上述した通り、統合前のタスキが持つ「不動産 DX による業務効率化・生産性向上のノウハウ」という模倣困難性は、(1) データドリブンの用地選定、(2) スタッフの経験と人脈に依存しない開発、(3) 業務プロセスの自動化と DX 推進体制の 3 つによってもたらされている。これらは、創業後早い段階から DX を前提とした事業設計を行い、段階的にデータ活用と業務効率化を進めてきたことで確立されたと考えられる

データドリブンの用地選定

同社の物件開発の優位性を支えている 1 つの要因は、データドリブンの用地選定である。従来の不動産業界では、用地選定はスタッフの経験と勘と人脈に依存し、リスク分析も過去の事例を元に感覚的に行われていたが、同社は、DX の活用によってデータを統合することで、客観的な用地選定、リスク分析もリアルタイムでのリスク分析を可能にした。この結果、用地選定の精度とスピードが大きく改善した。

用地選定プロセスだけに留まらず不動産ビジネスの全体最適化を推進

用地選定のプロセスだけでなく、同社は、全社レベルで DX を推進している。具体的には、用地選定の後の企画・設計、マーケティング、販売、アフターサービスの各プロセスでもデータ活用を進め、部分的な DX 導入にならないよう、不動産ビジネスの全体最適化を推進している。

5) オーラの空き家情報プラットフォーム

オーラが持つ空き家情報プラットフォームの可能性

2024 年 4 月に買収したオーラは、不動産オーナーに対する資産コンサルティングサービスを提供している。そのサービス提供の過程で構築してきたのが、空き家情報プラットフォームである。

空き家情報プラットフォームは文字通り、各地区の空き家情報を集積したものだが、リサーチパートナーと呼ばれるスポットワーカーが街を歩き、空き家を見つけては写真を撮影して登録していった情報がベースとなっている。この情報があることで、オーラは、空き家付きの土地についても柔軟な評価ができるようになったとされている。言わば、タスキが新築投資用レジデンスで行ってきた DX 活用と同様のことを、資産コンサルティングの分野で行ってきたということである。

同社では、2026 年までに 20 万件のデータを蓄積することを目指している。同時に、この空き家情報プラットフォームを、同社が持つ DX/AI 技術によってシームレスなシステムとしてバージョンアップしていくとともに、タスキ及び新日本建物での用地仕入に活用して、両社の事業機会の拡大を目指していく方針である。

5. Life Platform 事業

1) IoT レジデンス (タスキ、新日本建物)

新築投資用に開発されたレジデンス物件を販売するIoT レジデンス

Life Platform 事業の中核を成す IoT レジデンスは、新築投資用に開発されたレジデンス物件を販売する事業である。IoT 対応設備を標準装備として、「テクノロジーを取り入れた先進的な暮らしの実現」という価値を提供していることが特徴である。

経営統合により、買い手のニーズに応じたラインナップに拡充

タスキ、新日本建物ともに手掛けている事業だが、経営統合によって、タスキの「タスキ smart」と、新日本建物の「ルネサンスコート」シリーズ、「ルネサンスプレミアムコート」シリーズのラインナップとなった。どのシリーズも、東京 23 区内で、最寄り駅から徒歩 5 分圏内の好立地物件を対象としているが、物件の買い手のニーズに応じて、金額やサイズ、仕様が異なるため、幅広い買い手を対象とすることができるようになった。

図表 8. IoT レジデンスのラインナップ

シリーズ	タスキ smart	ルネサンスコート	プレミアムルネサンスコート
運営会社	タスキ	新日本建物	新日本建物
販売価格	3 億円～5 億円	6 億円～10 億円	10 億円～20 億円
顧客	個人投資家 (相続税対策)	個人投資家 事業会社 機関投資家	事業会社 機関投資家
土地の広さ	60 m ² ～200 m ²	150 m ² ～500 m ²	150 m ² ～500 m ²
戸数	8 戸～14 戸	10 戸～50 戸	10 戸～50 戸
建物のタイプ	中低層コンパクトレジデンス	中高層レジデンス	中高層レジデンス
立地	東京 23 区内 最寄り駅から徒歩 5 分圏内	東京 23 区内 最寄り駅から徒歩 5 分圏内	東京 23 区内 最寄り駅から徒歩 5 分圏内

出所：会社資料をもとにストラテジー・アドバイザーズ作成

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

他社が扱おうとしない小規模物件でも適正な収益を上げることができる仕組み

不動産会社が物件開発にかかる手間は、物件規模の大小に関わらず、さほど変わらない。そのため、大手デベロッパーを中心に、グロス（物件から得られる年間の家賃収入）が少ない小規模物件は、手間がかかる割に儲からないとして、扱おうとしない。同社の強みは、こうした他社が扱おうとしない小規模物件でも適正な収益を上げることができるようにしたことにある。

不動産 DX 以外での工夫

同社の不動産 DX は、こうした小規模物件でも収益が上がるように業務プロセスを最適化するために進められてきたが、それ以外にもいろいろな工夫がなされている。その一つが、プランや仕様の均一化である。

不動産業界において、仕入れた土地に合わせて建物を設計するのが一般的である。しかし、同社の場合は、先に建物の設計があり、プランや仕様にあった用地を仕入れている。

また、仕入を行うエリアを絞り込み、同一または近隣エリアで複数棟を同時並行で建設するドミナント戦略を前面に打ち出している。これにより、業務の効率化だけでなく、共同仕入による収益性改善も実現している。

同社ではこうした効率化を徹底することで、戸建て建築と同等のスピード感をマンション建設でも再現できるようにしている。実際、同社の場合、用地の確保から建物竣工までの期間はおよそ 1 年程度と、他社の類似の物件に比べて短い。

また、同社は少数精鋭へのこだわりが強い。同社の業務効率化は、少数精鋭でも無理なく仕事をするために進められてきたと言っても過言ではない。コンパクトな体制で大量生産できるスキームにより、売上総利益で 20% を確保できる事業として整っている。

建物を建てずに用地のまま販売することもある

IoT レジデンスの事業は、新築投資用レジデンス物件として販売するのが主だが、開発用地として取得した用地のまま販売することもある。他社による建物の設計や開発を希望する個人や法人が主な販売先である。同社としては、用地販売を適宜行うことにより、自社開発に比べて在庫回転期間を短縮することができ、不動産市場におけるマーケット変動リスクの低減を図ることができるというメリットがある。

2) リファイニング（タスキ）

中古物件をバリューアップするリファイニング

富裕層顧客向けのサービスラインナップ拡充のためにタスキが 2023 年に本格的に展開し始めた、中古物件を取得してバリューアップをした上で売却する事業である。レジデンスだけでなく、飲食店やオフィスが入る商業ビルも対象としている。経年劣化した建物の機能や性能の再生のための工事を行うほか、既存テナントとの賃料最適化のための交渉も行い、物件全体としての資産価値の向上を図る。

3) 資産コンサルティング（オーラ）

買収したオーラが担当する資産コンサルティング

2024 年に買収したオーラが担当する事業で、不動産の活用等に悩みを持つ不動産オーナーに対してコンサルティングサービスを提供している。相談に来る顧客の性質上、対象となる不動産は、都市部での狭小地や変形地、相続土地、売却が困難な土地となることが多い。そのため、小規模土地活用コンサルティングという方が実体には合っていると言える。

オーラの収益は、不動産価値最大化のためのコンサルティングと、その過程でオーラが買い取る不動産の販売から得られる。

オーラが持つ空き家情報プラットフォームは大きな競争優位性

都市部での狭小地や変形地の活用提案を行っているうちにオーラが気づいたのは、都市部であっても実際には活用されていない空き家や土地が非常に多いことと、そうした物件のオーナーの多くが「誰に相談してよいかわからない」と悩んでいることであった。

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

そこでオーは、空き家のオーナーに対する資産診断や活用提案をスムーズに行うことができるように、空き家情報を可視化する空き家情報プラットフォームを構築するに至った。このプラットフォームの存在が、オーの資産コンサルティングの大きな競争優位性となっている。

4) その他（物流施設、オフィス、ホテル、賃貸）（新日本建物）

物流施設の企画・販売が多いその他

Life Platform 事業のその他は、新日本建物が担当している。新日本建物は 2016 年に投資用マンション事業へ参入したのを機に、2018 年にホテル開発に、2021 年にオフィスビル開発に、2022 年に物流施設開発に参入していき、取り扱うアセットタイプの種類を増やしていった。このうち、投資用マンション以外がその他に分類されている。

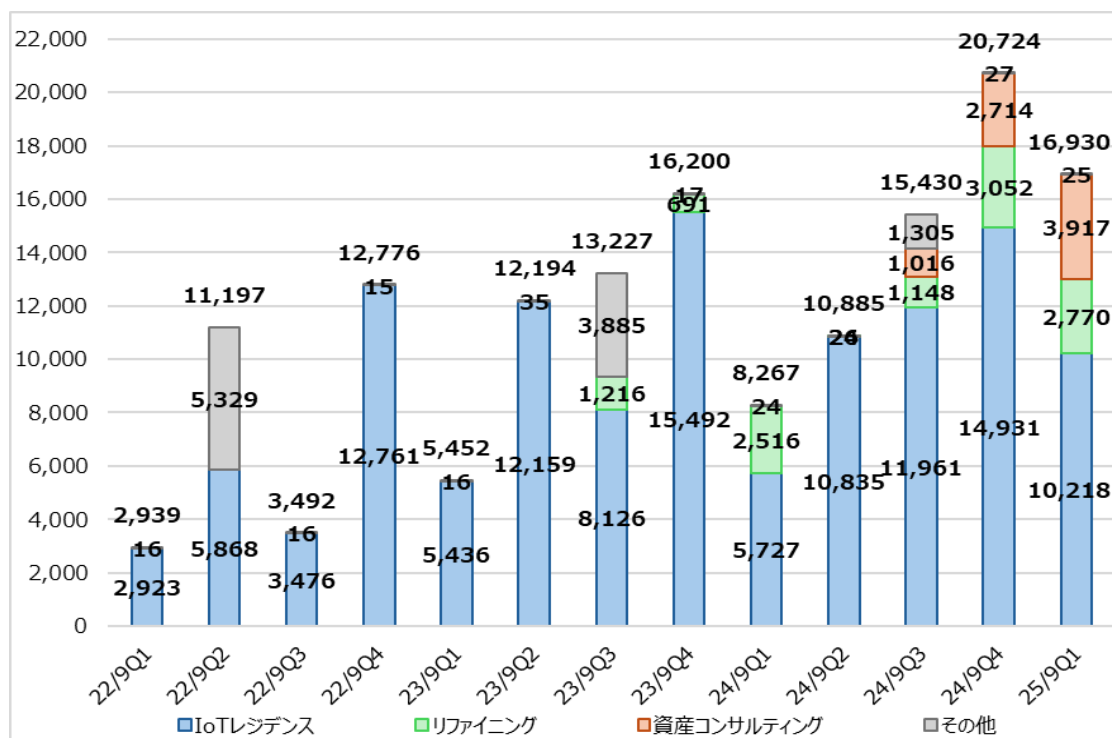
中でも物流施設の企画・販売の割合が大きい。新日本建物が開発する物流施設は、都心から約 2 時間程度の立地、20~50 億円の価格帯、2,000 m²以上の規模となっている。レジデンス開発で取り入れてきた IoT を活用した物流施設とすることで、物件価値を高めている。

5) 定量面で見た Life Platform 事業の状況

経営統合後はサービスポートフォリオが多様化

Life Platform 事業の売上高は IoT レジデンスが中心であり続けるが、統合後（24/9 期 Q3 以降）はリファイニングや資産コンサルティングの売上高も加わり、サービスポートフォリオが多様化している状況がうかがえる。売上総利益で見ると、その傾向は顕著に表れている。

図表 9. Life Platform 事業の売上高の四半期推移



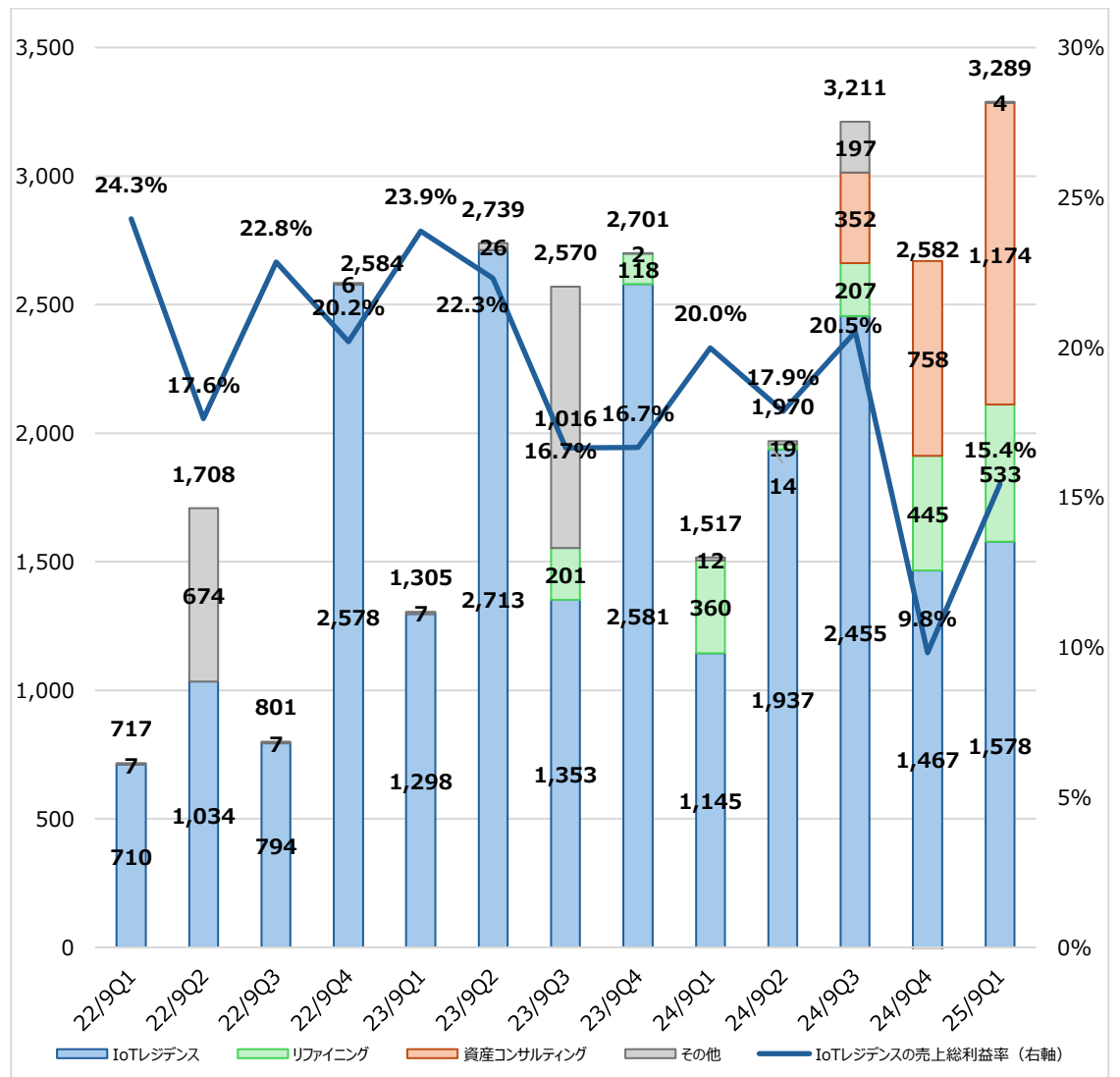
注：22/9Q1～24/9Q2 はタスキ（タスキプロス連結）と新日本建物（単体）の単純合算数値

新日本建物等の過去実績は 9 月決算に置き換えて表示

出所：会社資料

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

図表 10. Life Platform 事業の売上総利益の四半期推移 (百万円)

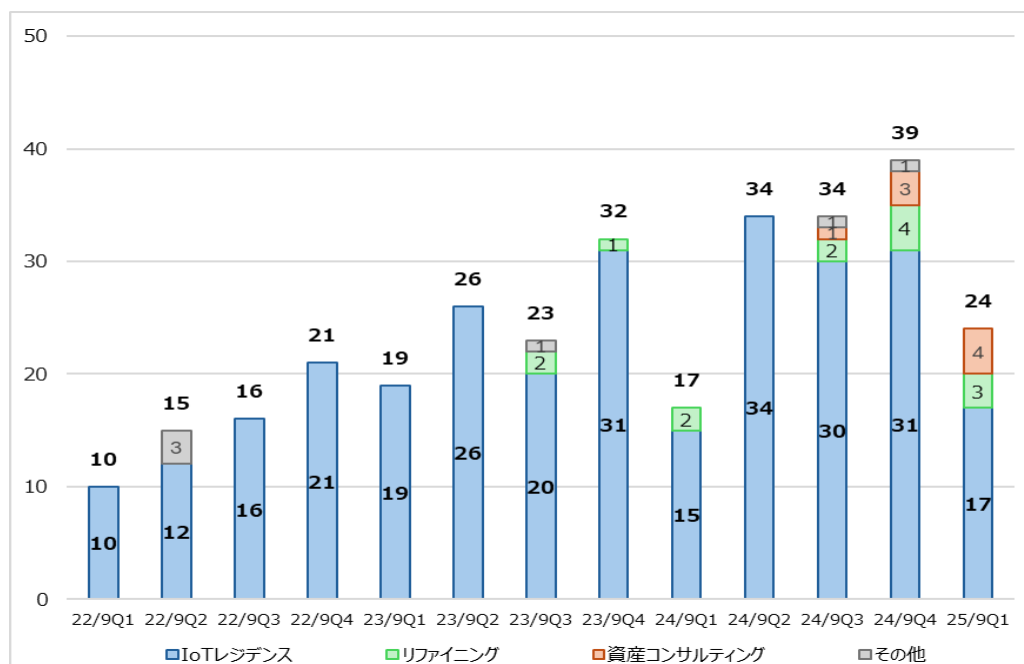


注：22/9Q1～24/9Q2 はタスキ（タスキプロス連結）と新日本建物（単体）の単純合算数値

新日本建物等の過去実績は9月決算に置き換えて表示

出所：会社資料

図表 11. Life Platform 事業における販売件数の四半期推移 (件)

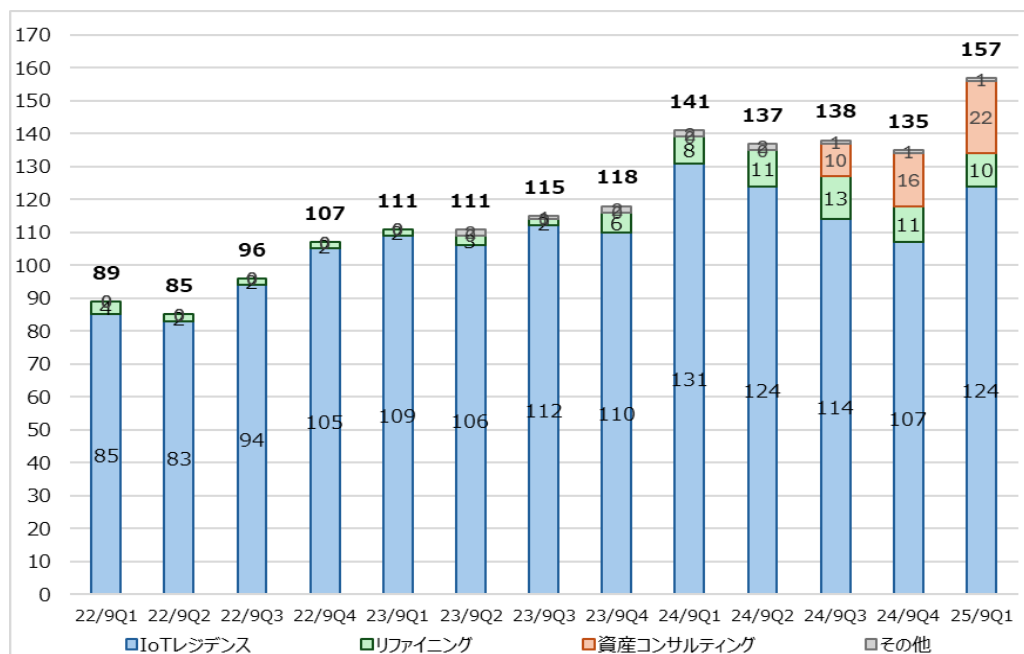


注：22/9Q1～24/9Q2 はタスキ（タスキプロス連結）と新日本建物（単体）の単純合算数値

新日本建物等の過去実績は9月決算に置き換えて表示

出所：会社資料

図表 12. Life Platform 事業における棚卸資産件数の四半期推移 (件)

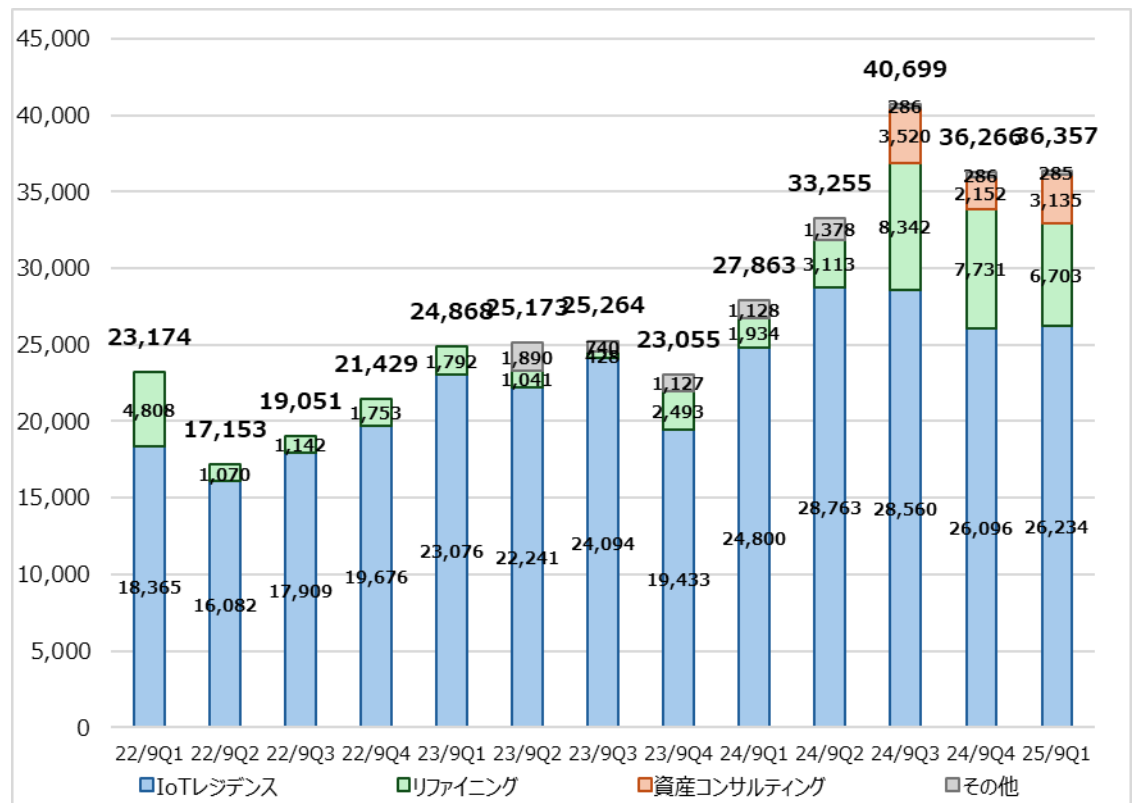


注：22/9Q1～24/9Q2 はタスキ（タスキプロス連結）と新日本建物（単体）の単純合算数値

新日本建物等の過去実績は9月決算に置き換えて表示

出所：会社資料

図表 13. Life Platform 事業における棚卸資産残高の四半期推移 (百万円)



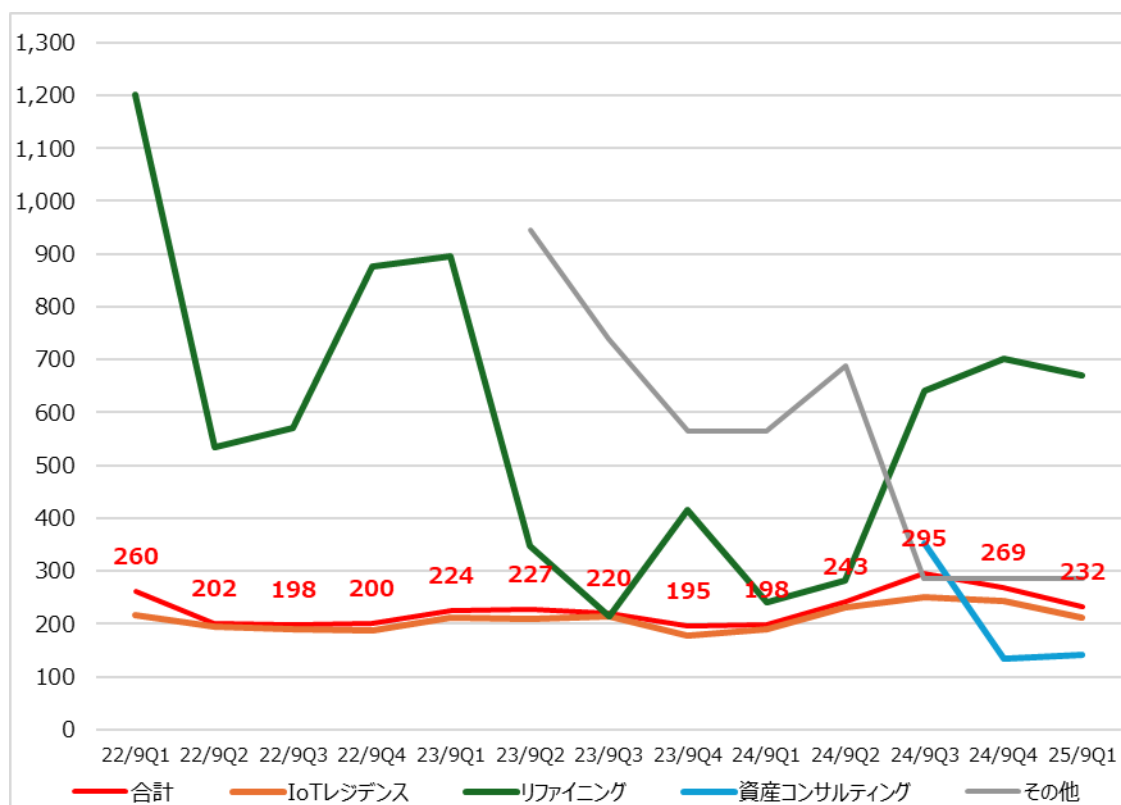
注：22/9Q1～24/9Q2 はタスキ（タスキプロス連結）と新日本建物（単体）の単純合算数値

新日本建物等の過去実績は9月決算に置き換えて表示

棚卸資産残高は販売用不動産、仕掛販売用不動産、前渡金の合計

出所：会社資料

図表 14. Life Platform 事業における 1 件当たり棚卸資産残高の四半期推移 (百万円)



注：22/9Q1～24/9Q2 はタスキ（タスキプロス連結）と新日本建物（単体）の単純合算数値

新日本建物等の過去実績は 9 月決算に置き換えて表示

棚卸資産残高は販売用不動産、仕掛販売用不動産、前渡金の合計

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

6. Finance Consulting 事業

タスキプロスが担当する 事業資金貸付サービス

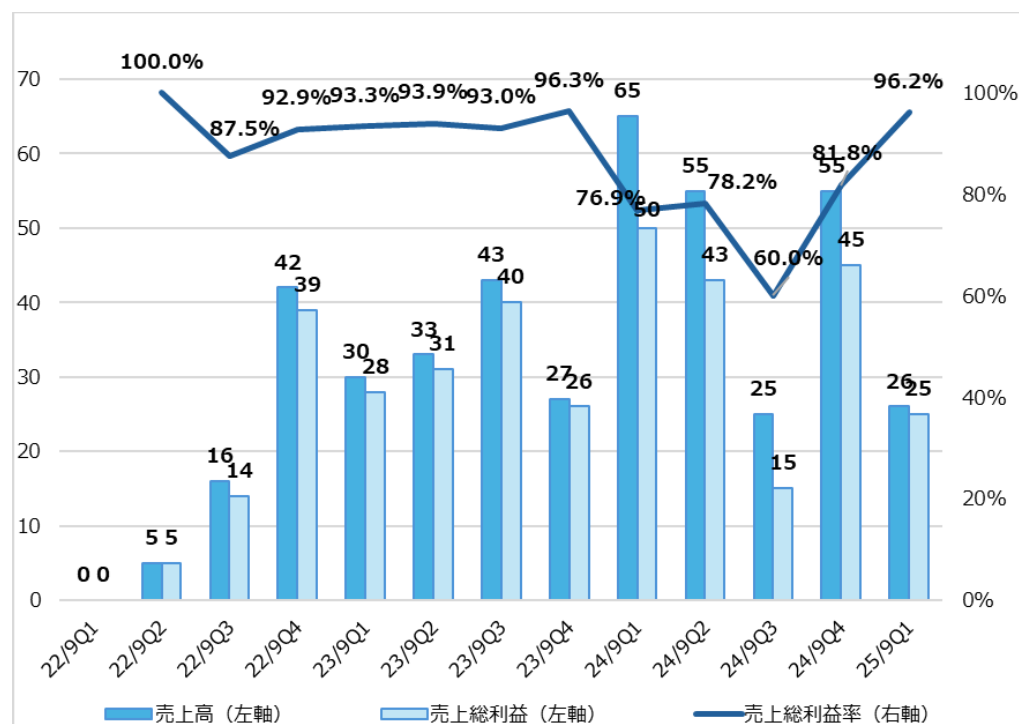
Finance Consulting 事業は 2021 年に設立した連結子会社タスキプロスが担当する事業で、不動産事業者向けの事業資金貸付サービスを提供している。

不動産デベロッパーとして培ったノウハウを活用した独自の担保評価を行うことができ、設立して日の浅い企業や中小規模の企業にも貸付ができることが特徴である。

Finance Consulting 事業の不動産融資実行累計額は、サービスを開始して間もない頃は 1 四半期で 5 億円弱だったが、24/9 期の第 4 四半期は 1 四半期で 74 億円まで拡大している。

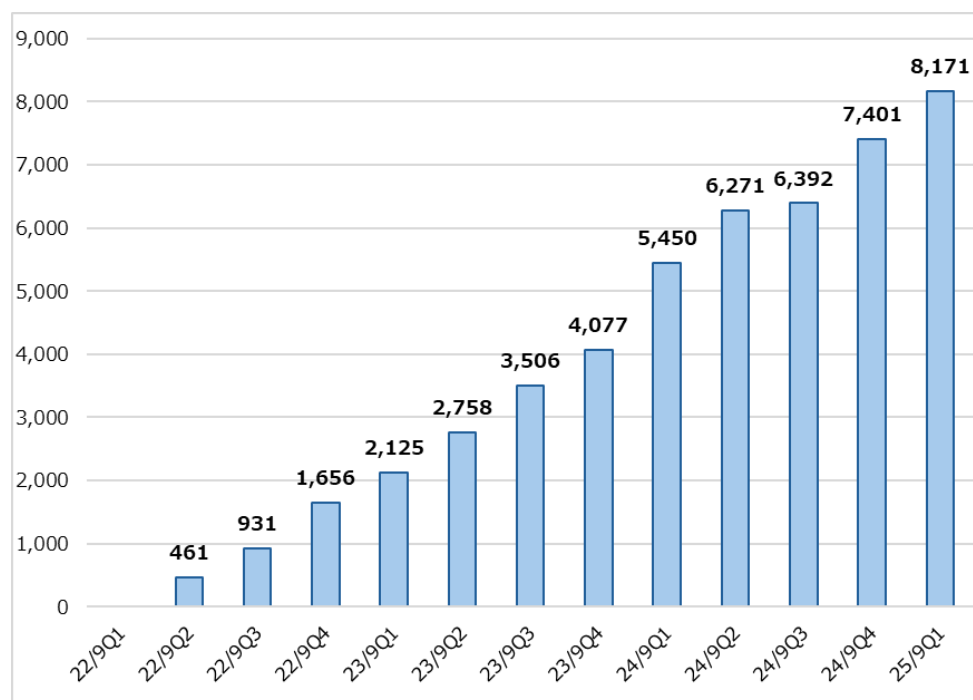
資金貸付先である不動産事業者からの手数料や支払利息が同社の収益となる。さらに、貸付先の不動産事業者とリレーションが構築されることによって、同社の他の事業での仕事につなげるといった間接的に業績に貢献している部分もある。

図表 15. Finance Consulting 事業の売上高・売上総利益の四半期推移 (百万円)



出所：会社資料

図表 16. Finance Consulting 事業の不動産融資実行累計額の四半期推移 (百万円)



出所：会社資料、会社ヒアリング

7. SaaS 事業

1) 概要

子会社の ZISEDAI が担当する、不動産会社の業務効率化という価値を提供する SaaS 事業

不動産業界向け DX プロダクトを自社開発し、販売する事業で、子会社の ZISEDAI が担当している。提供するサービスは、不動産仕入・開発向けの SaaS であり、顧客である不動産事業者に対し、主に業務効率化の実現という価値を提供する。

同社は 2020 年 11 月に「タスキ DX 構想」を掲げ、AI 等の先端テクノロジーを活用して、不動産業界全体のデジタル化を推進していこうとするものである。その結果、不動産領域での実地経験と組み合わせることで、業務効率化とコスト削減に寄与する不動産価値流通プラットフォームの自社開発環境を構築している。

その成果は、グループ DX 戦略研究部を通じて、タスキ、新日本建物、オーラに提供され、各社の生産性向上、売上拡大につなげていく（これを同社では内部 DX と称している）。同時に、成果をサービス化して外販することも進めている（これを同社では外部 DX と称している）。そしてこの外部 DX を担っているのが、SaaS 事業であり、2022 年に、担当チームをまとめて設立した子会社の ZISEDAI が主導している。そして、ZISEDAI が提供するサービスを通じて、業務の属人化や長時間労働の常態化といった業界として抱える課題の解決を目指している。

現在 ZISEDAI が外販しているサービスとして、不動産価値流通プラットフォーム「TASUKI TECH LAND（タスキテックランド）」、建築プラン自動生成 AI サービス「TASUKI TECH TOUCH & PLAN」がある。

なお、金額がまだ些少であるため、25/9 期 Q1 現在、同事業は非連結となっている。

2) 「TASUKI TECH LAND」

不動産価値流通プラットフォーム「TASUKI TECH LAND」

「TASUKI TECH LAND」は、仕入物件情報をクラウド上で管理し、社内で共有できるようにするサービスである。社内外のどこからでも物件情報を確認することができるため、仕入業務の見える化、業務スピードの大幅向上が可能となる。

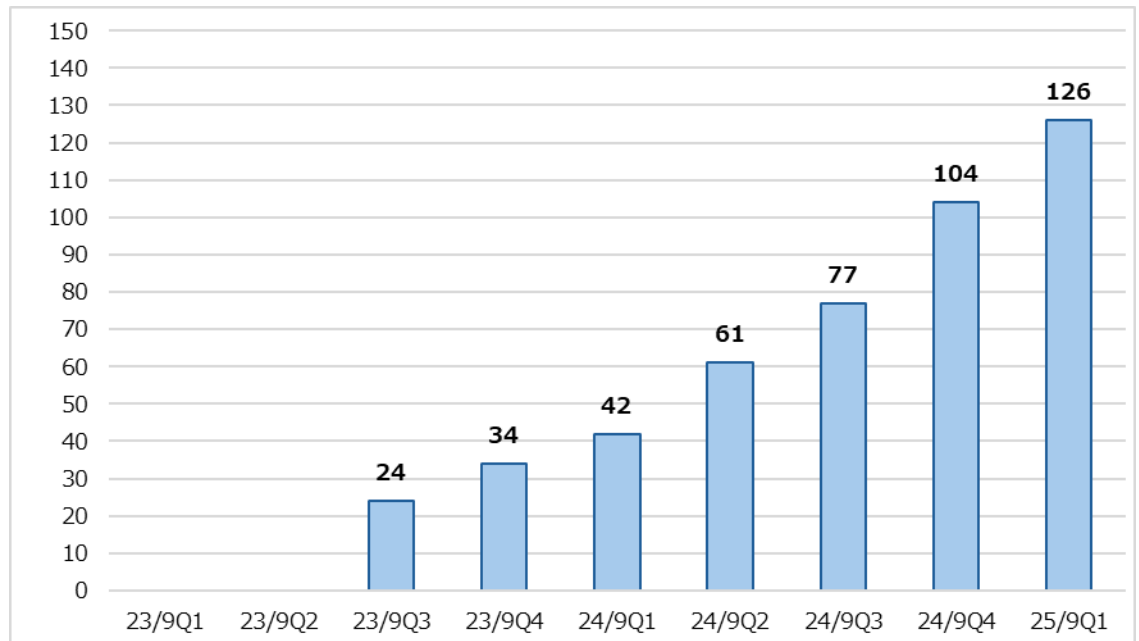
そもそも、不動産の仕入担当者の業務は煩雑である。従来は、仕入の現地で紙に書き込まれた情報を、会社の PC でエクセルのシート等に現地の情報の入力を行っていた。こうした管理を行っていると社内での情報共有が難しくなり、社内の異なる担当者が同一案件を手掛けようとするなどの事故も起きかねない。

「TASUKI TECH LAND」を使えば、クラウド上で仕入物件情報を管理、社内共有することができ、更には、AI で自動取得した最新の都市計画情報と、既に蓄積された情報とを照らし合わせることで、情報をより価値のあるものにすることができる。

「TASUKI TECH LAND」の価格体系は、導入費用は 1 社当たり 30 万円、月額費用は 1 社当たり 5 万円（スタンダード）または 10 万円（エンタープライズ）である。更に、オプションプランとして、生成 AI-OCR（月 10 万円 + 1 件 30 円の従量課金）、登記情報自動取得（月 3 万円 + 実費の従量課金）をつけることもできる。

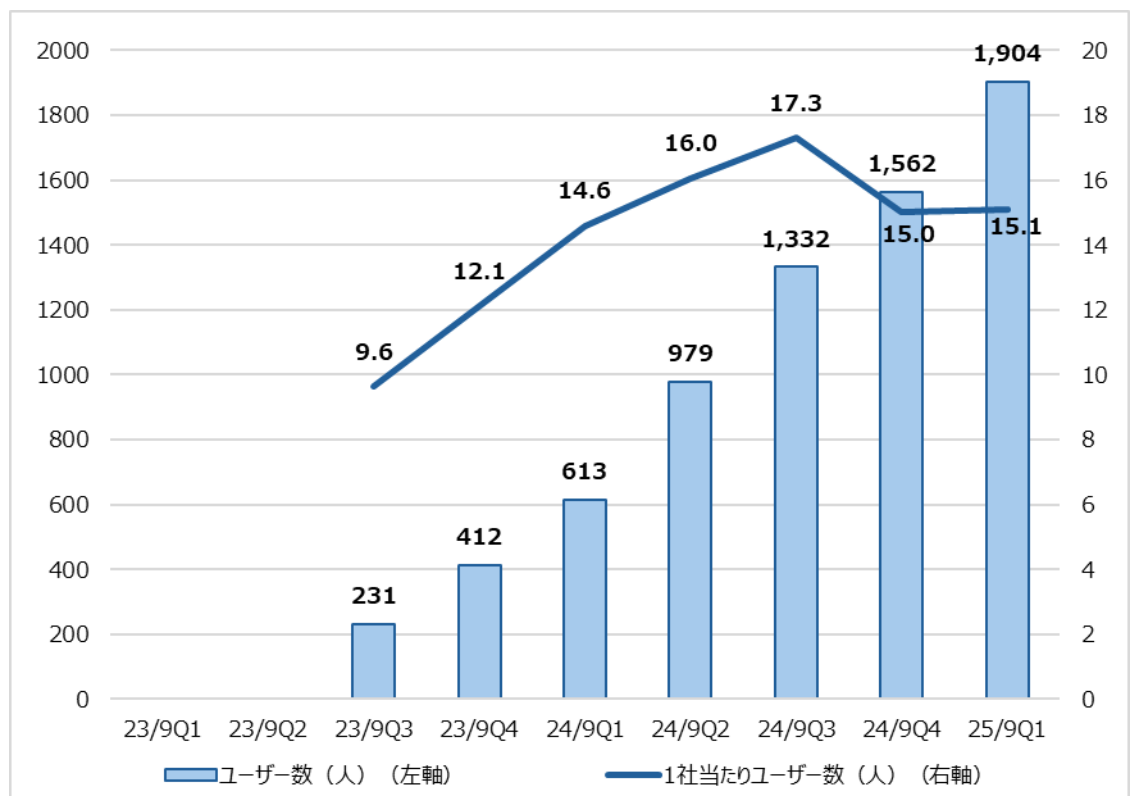
顧客数はサービス開始から約 1 年半で 100 社を超え、25/9 期 Q1 は 126 社となった。1 社当たりユーザー数を見ると、24/9 期 Q3 までは増加してきたが、24/9 期 Q4 以降はいくらか低下して 15 人台で推移している。これは従業員数の少ない中小規模の事業者にも導入が進んでいるためだと考えられる。

図表 17. 「TASUKI TECH LAND」導入企業社数推移 (社)



出所：会社資料

図表 18. 「TASUKI TECH LAND」ユーザー数の推移 (人)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3) 「TASUKI TECH TOUCH&PLAN」

建築プラン自動生成 AI サービス「TASUKI TECH TOUCH&PLAN」

「TASUKI TECH TOUCH&PLAN」は、建築規制を自動で取得し、最適なボリュームプランを自動算出する、建築プラン自動生成 AI サービスである。国立大学法人電気通信大学との産学連携の取り組みとして始まった。

事業化の検討に必須であるボリュームチェック業務は、設計事務所に依頼すると、1 件あたり 5～10 日を要し、金額も 1 件当たり約 10 万円かかる。また、ボリュームチェック業務は、建築法規に関する専門性を要するため、担当者によって判断基準が曖昧になりやすいという問題がある。

「TASUKI TECH TOUCH&PLAN」を使用すると、ボリュームチェック及びそれに付帯する資料作成業務を自動化することができ、仕入担当者のスキルの均一化、ヒューマンエラーの抑止、事業検討の費用・時間の大幅な削減を可能とする。

「TASUKI TECH TOUCH&PLAN」は「TASUKI TECH LAND」のエンタープライズ版のオプションとして提供される。料金は 1 アカウント当たり月額 10 万円である。

8. 業績動向

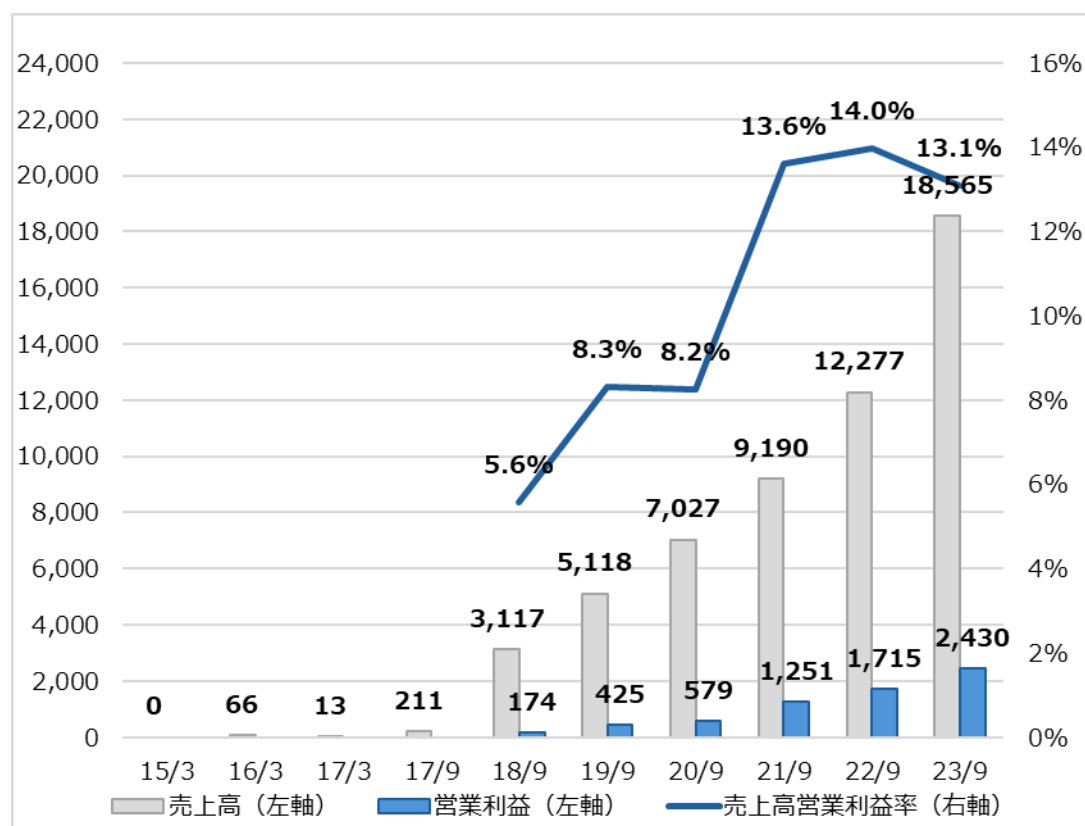
1) タスキの過去の業績 (23/9 期まで)

タスキは新築投資用
レジデンスの引き渡しが
始まった 18/9 期以降
売上高が急増

2020 年上場のタスキの有価証券届出書には、設立 2 期目の 15/3 期以降の業績が開示されている。同社は 2016 年 11 月に新築投資用レジデンス開発事業を開始したが、物件の引き渡しが始まった 18/9 期に売上高が 31.1 億円まで急増した。以降、販売物件の増加に伴い増収が続き、23/9 期までの 5 年間の年平均増収率は 42.9%であった。

売上高営業利益率が 21/9 期に急上昇したのは、IoT レジデンスの原価率が大きく改善したことが主要因である。これは、東京 23 区内のターゲットとした狭いエリア（ドミナント）に集中して複数のパイプラインを確保する「ドミナント方式」による原価率低減効果が発揮されるようになったためである。そのため、21/9 期以降は、全社ベースで 13~14% 台の売上高営業利益率を維持しながら売上高を増やしていった。

図表 19. タスキの売上高と営業利益の推移 (15/3 期以降 23/9 期まで) (百万円)



注：決算期変更のため 17/9 期は 6 カ月決算 営業利益は 18/9 期から開示

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

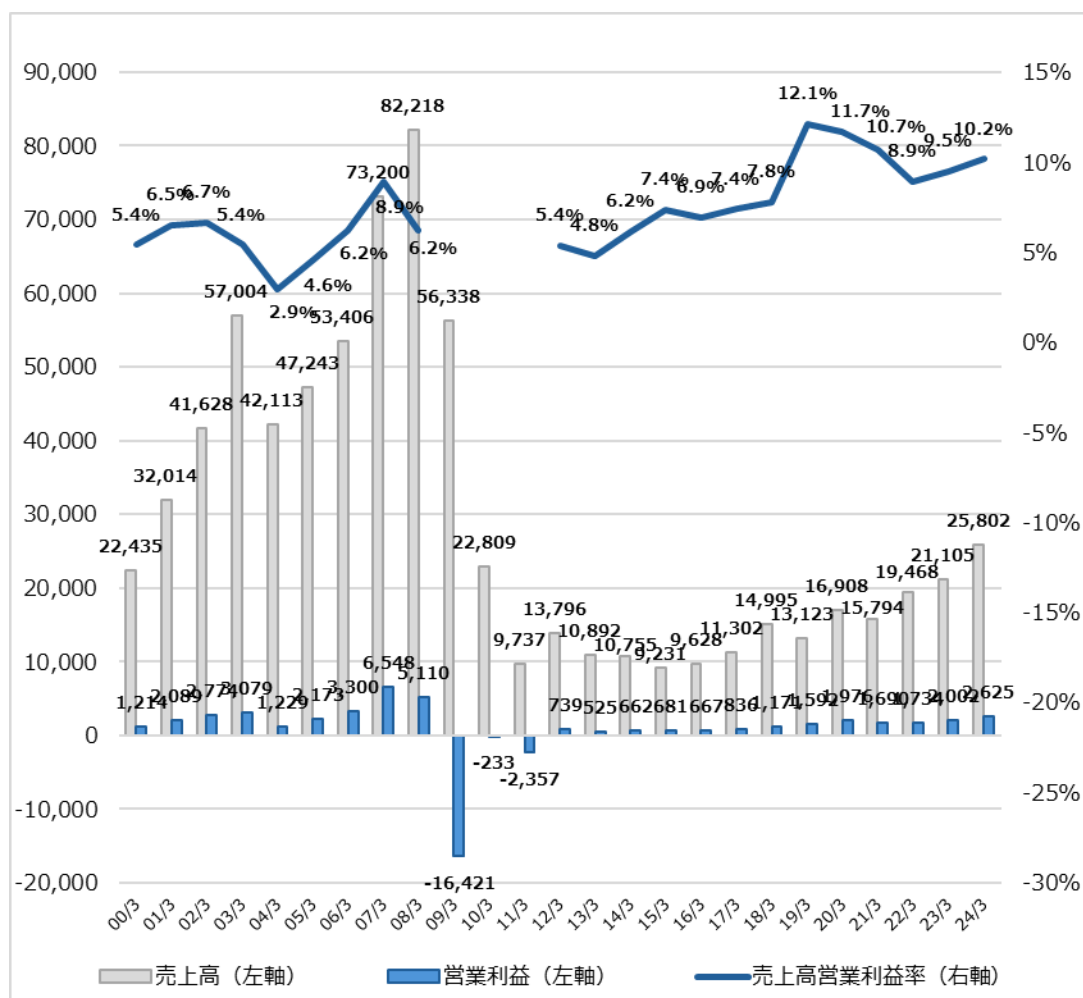
2) 新日本建物の過去の業績 (24/3 期まで)

新日本建物は 2001 年の店頭公開以降、業績動向に応じて、(1) 08/3 期までの拡大期、(2) リーマンショック等による信用収縮をきっかけとした 2010 年代前半までの業績低迷期、(3) 2010 年代後半の緩やかな業績回復期に分けられる。

(1) の 08/3 期までの拡大期は、不動産流動化ブームによる投資家需要の拡大等によって不動産業界の活況の恩恵を受けた時期であり、08/3 期の売上高 822 億円まで業容が拡大した。その後、2008 年のリーマンショックにより投資用不動産市場が崩壊し、金融機関の信用収縮の影響で資金繰りが悪化した同社は、2010 年に ADR (裁判外紛争解決手続) を申請し、金融機関との債務再編を行うことで経営再建を図る道を選んだ。

ADR を通じた債務整理の後、不動産市場の回復を待ちながら事業を存続させていく時間が続いたが、2010 年代後半に入り、徐々に再成長に向けた動きを採るようになった。それに伴い、売上高営業利益率も一時は 10%を超えるなど、収益性の改善も進んでいた。

図表 20. 新日本建物の売上高と営業利益の推移 (00/3 期以降 24/3 期まで) (百万円)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3) 経営統合後初の決算となったタスキホールディングスの 24/9 期業績

24/9 期は経営統合後初の決算

24/9 期は、2024 年 4 月 1 日付のタスキと新日本建物の統合後初の決算である。売上高は前期比 30.7%増の 474.5 億円、EBITDA は同 23.0%増の 54.7 億円、営業利益は同 7.9%減の 40.6 億円、親会社株主に帰属する当期純利益は同 22.7%減の 22.1 億円となった（ここで言う前期は、タスキ・タスキプロスの 23/9 期と新日本建物の 24/3 期第上期の単純合算数値）。

24/9 期の業績は、タスキ・タスキプロスの 12 カ月分に、新日本建物の 6 カ月分（2024 年 4 月～9 月）、オーラの 5 カ月分（2024 年 5 月～9 月）の業績が加算されている。

なお、同社では、EBITDA は、「営業利益 + 減価償却費 + のれん償却額 + 株式報酬費用 + PPA(棚卸資産の評価替え)取崩額」で算出している

経営統合後公表の会社計画に対して営業利益、当期純利益が下回ったのは PPA が要因

2024 年 4 月の経営統合後に公表された会社計画の売上高 471.0 億円、EBITDA 52.5 億円、営業利益 50.0 億円、親会社株主に帰属する当期純利益 28.5 億円に対し、売上高は 0.8%、EBITDA は 4.4%それぞれ上振れたが、営業利益は 18.7%、親会社株主に帰属する当期純利益は 22.2%それぞれ下回った。

前期比で営業減益になったのも、また営業利益以下の利益が会社計画に達しなかったのは、PPA (Purchase Price Allocation) が要因である。

PPA は、「取得原価の配分」と呼ばれ、企業買収や事業買収を行った際に、支払った対価（取得原価）を、企業結合日時点の公正価値（時価）を基礎として、被取得企業の資産や負債に適切に配分する会計処理のことである。同社は、経営統合に伴い、被取得企業である新日本建物が保有する棚卸資産及び固定資産等につき評価替えを実施した。評価額が増加した分は新日本建物の棚卸資産または固定資産に配分され、棚卸資産の売却及び固定資産の減価償却を通じて将来、費用化されていくが、経営統合後に実施された新日本建物の棚卸資産の売却・引渡しにより 当該評価替えによる取得原価の配分額を取り崩して費用として計上されることとなった。結果、評価替え前と比較して、約 11.7 億円の売上原価増加要因となった。

なお、PPA による費用化は一過性の非資金取引であるため、EBITDA には影響しない。そのため、EBITDA が増益で、営業利益が減益という現象となった。また、同社によると、PPA による費用化の大半は 24/9 期で完了し、25/9 期への影響は軽微としている。

タスキの IoT レジデンスの好調が全体を牽引

Life Platform 事業においては、タスキの IoT レジデンスの販売が好調で売上総利益率の改善も見られたようだ。一方、新日本建物については、政策的に低利益率の物件の販売を進めたことで、売上総利益率の低下要因となった。PPA による費用化による影響もあり、これらの結果、23/9 期のタスキの売上総利益率 19.8%に対し、24/9 期の同社の売上総利益率は 16.8%となった。

営業利益は減益も、EBITDA は増益

販売費及び一般管理費（以下、販管費）については、のれん償却額 1.65 億円（新日本建物 1.17 億円、オーラ 0.48 億円）、M&A 費用 2.24 億円、オーラの新規連結に伴う影響額（人件費等）3.43 億円等の計上があり、24/9 期の同社の販管費は、23/9 期のタスキの販管費に比べて 40.5%増加した。

これらにより、24/9 期の同社の営業利益は 23/9 期のタスキの営業利益より減り、24/9 期の売上高営業利益率は 8.6%に留まった（23/9 期のタスキの売上高営業利益率は 12.2%）。ただし、PPA が影響しない EBITDA では、23/9 期のタスキの 44.5 億円に比べて 23.0%増加の 54.7 億円となった。

4) 25/9 期第 1 四半期業績

25/9 期 Q1 は事実上の大幅増益

25/9 期第 1 四半期（以下、Q1）の業績は、事実上の大幅増益となった。売上高は前年同期比 212.5%増の 169.5 億円、EBITDA で同 349.0%増の 21.9 億円、営業利益は同 342.5%増の 21.3 億円、親会社株主に帰属する当期純利益は同 310.3%増の 11.9 億円となった（前年同期比は 24/9 期第 1 四半期のタスキとタスキプロスの合算との比較）。通期の会社計画に対する進捗率は、売上高で 22.3%、EBITDA で 24.6%、営業利益で 24.7%、親会社株主に帰属する当期純利益で 25.2%であった。

25/9 期 Q1 の利益率は改善

Life Platform 事業においては、タスキの IoT レジデンスの販売、オーラの資産コンサルティングの需要が引き続き好調であり、売上総利益率の上昇にも貢献した（前年同期は 16.7%、当四半期は 19.5%）。販管費の増加はあったものの、コントロールされており、売上高営業利益率は 12.6%（前年同期は 8.9%）EBITDA マージンは 12.9%（前年同期は 9.0%）となった。

5) 25/9 期会社計画

25/9 期は大幅増収増益を見込む会社計画

25/9 期の会社計画は、売上高 760.0 億円（前期比 60.2%増）、営業利益 86.5 億円（同 112.8%増）、EBITDA89.0 億円（同 62.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 47.5 億円（同 114.2%増）である。

24/9 期の業績には、タスキとタスキプロスの 12 カ月分の業績に、新日本建物の 6 カ月分（2024 年 4 月～9 月）、オーラの 5 カ月分（2024 年 5 月～9 月）の業績が加算されていた。新日本建物とオーラの業績が通年寄与してくること、前述の PPA による売上原価増額の要因がほぼなくなるため、売上高、利益ともに大幅増加になる見込みである。

図表 21. 売上高・利益動向

(百万円)	21/9 単体 (統合前)	22/9 (統合前)	23/9 (統合前)	23/9 * 参考	24/9 (統合後)	25/9 会社予想 (統合後)
売上高	9,190	12,276	18,565	36,308	47,455	76,000
前期比	30.8%	33.6%	51.2%	—	30.7%	60.2%
EBITDA	—	—	—	4,452	5,478	8,900
前期比	—	—	—	—	23.0%	62.5%
EBITDA マージン	—	—	—	12.3%	11.5%	11.7%
営業利益	1,250	1,714	2,430	4,415	4,065	8,650
前期比	116.0%	37.1%	41.7%	—	-7.9%	112.8%
売上高営業利益率	13.6%	14.0%	13.1%	12.2%	8.6%	11.4%
親会社株主に帰属する 当期純利益	794	1,088	1,537	2,866	2,217	4,750
前期比	140.3%	37.0%	41.3%	—	-22.7%	114.3%
売上高当期純利益率	8.6%	8.9%	8.3%	7.9%	4.7%	6.3%

注： 21/9 期まではタスキの単体業績、22/9 期～23/9 期はタスキの連結業績、24/9 期以降は
タスキホールディングスの連結業績の開示
23/9 期の参考は、タスキ（連結）と新日本建物（単体）の単純合算数値（新日本建物等の過去実績は
9 月決算に置き換えて表示
24/9 期の前期比は 23/9 期の参考との比較

出所： 会社資料

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

図表 22. 半期/四半期業績動向

(百万円)	タスキ		
	23/9 1H	2H	24/9 1H
損益計算書			
売上高	6,808	11,757	11,216
売上原価	4,951	9,515	9,102
売上総利益	1,857	2,242	2,114
売上総利益率	27.3%	19.1%	18.8%
販売管理費	719	950	843
売上高販売管理費率	10.6%	8.1%	7.5%
営業利益	1,138	1,292	1,271
売上高営業利益率	16.7%	11.0%	11.3%
営業外損益	-98	104	-123
経常利益	1,040	1,188	1,147
売上高経常利益率	15.3%	10.1%	10.2%
特別損益	0	22	0
税前利益	1,040	1,166	1,147
法人税等合計	322	346	330
(法人税率)	31.0%	29.7%	28.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	718	820	817
売上高当期純利益率	10.5%	7.0%	7.3%

(百万円)	タスキ						タスキ HD		
	23/9 Q1	Q2	Q3	Q4	24/9 Q1	Q2	24/9 Q3	Q4	25/9 Q1
損益計算書									
売上高	3,418	3,390	5,114	6,643	5,427	5,789	—	20,781	16,959
売上原価	2,454	2,497	4,146	5,369	4,519	4,583	—	18,152	13,646
売上総利益	964	893	968	1,274	908	1,206	—	2,629	3,313
売上総利益率	28.2%	26.3%	18.9%	19.2%	16.7%	20.8%	—	12.7%	19.5%
販売管理費	368	351	339	611	426	417	—	1,549	1,177
売上高販売管理費率	10.8%	10.4%	6.6%	9.2%	7.8%	7.2%	—	7.5%	6.9%
営業利益	597	541	629	663	483	788	—	1,079	2,137
売上高営業利益率	17.5%	16.0%	12.3%	10.0%	8.9%	13.6%	—	5.2%	12.6%
営業外損益	41	57	50	54	58	66	—	201	156
経常利益	556	484	579	609	425	722	—	878	1,981
売上高経常利益率	16.3%	14.3%	11.3%	9.2%	7.8%	12.5%	—	4.2%	11.7%
特別損益	0	0	2	20	0	0	—	-2	0
税前利益	556	484	577	589	425	722	—	880	1,981
法人税等合計	172	150	178	168	133	197	—	399	783
(法人税率)	30.9%	31.0%	30.8%	28.5%	31.3%	27.3%	—	45.3%	39.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	384	334	399	421	292	525	—	481	1,198
売上高当期純利益率	11.2%	9.9%	7.8%	6.3%	5.4%	9.1%	—	2.3%	7.1%

注：2024 年 4 月の経営統合により 24/9 期 2H または 24/9 期 Q3 以降はタスキホールディングスの数値

期中の経営統合のため 24/9 期 2H と 24/9 期 Q3 の数字はなし

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

9. 中長期展望

1) 東京における投資用マンション市場を取り巻く状況

同社の主戦場は東京エリアの新築投資用レジデンスであるため、東京における投資用マンション市場を取り巻く状況を概観しておきたい。

**東京における投資用
マンションの供給戸数は
COVID-19 で底を打ち
回復傾向
平均販売価格は一貫して
上昇し、表面利回りは一貫
して低下**

2010 年以降の東京における投資用マンションの動向について、供給戸数（東京 23 区中心の新築投資用ワンルーム）は増加傾向にあったものが 2016 年に一旦ピークを迎えた後、調整局面に入り、2020 年の COVID-19 の際に底を打ち、2021 年以降は増加基調が続いている。

平均販売価格（東京都心の 25 m²前後の物件）は、2010 年頃は約 2,300 万円台だったものが一貫して上昇を続け、2023 年には約 3,600 万円となっている。m²当たり単価では 90 万円台だったものが 140 万円台になっている。

販売価格の上昇の影響を受け、2010 年に 6%近くあった東京 23 区のワンルーム平均の表面利回りは 2023 年には 4%前半まで一貫して低下してきた。

用地の仕入れは難化傾向

この過程で、用地の仕入れは難しくなっていると考えられる。2020 年から 2021 年にかけて、COVID-19 の影響でホテルや店舗の売却や開発抑制が進んだ際には、一時的に、かつ局地的に仕入れがしやすくなったが、2022 年以降、マンション需要の回復や土地価格の上昇、REIT や異業種の参入による競争の激化等により仕入れ難化トレンドに移行している。

不動産経済研究所の「仕入れ競争感」の調査によると、東京エリアにおいて「仕入れが厳しい」と感じる企業の割合は、2019 年度は 70%だったが、COVID-19 が始まった 2020 年度は 45%に低下し、その後 2021 年度 58%、2022 年度 73%、2023 年度 81%と上昇が続いてきた。

**仕入れの難化は空き家へ
の再評価に向かう**

仕入競争が激化する中で、都市部の活用可能な空き家が再評価されている。特に、再開発しやすい土地付き空き家や老朽アパートなどは、投資用マンションの用地として引き合いが強くなっている傾向にあると見られる。

なお、総務省の「住宅・土地統計調査」によると、東京都の空き家数（空き家率）は、2013 年約 81 万戸（13.7%）、2018 年約 81 万戸（11.1%）、2023 年約 89 万戸（10.9%）と推移してきた。さらに、国土交通省の「将来の住宅市場に関する研究報告」及び野村総合研究所の「空き家問題に関する将来試算」によると、東京都の空き家数（空き家率）は、2025 年度約 87 万戸（11.8%）に対し、2030 年度約 94 万戸（12.5%）、2040 年度約 110 万戸（14.5%）と増えていくと予測されている。

なお、空き家を用地として仕入れる際には、目利き力と調整力が必要となるが、ここに DX 活用の余地が大きいと考えられる。

2) 不動産業界における M & A

**不動産業界における M&A
の類型**

同社はタスキと新日本建物の経営統合により、異なる模倣困難性を獲得し、さらに強固なものにする機会を得た。M&A によって、同社の模倣困難性に挑むという選択肢も考えられる。ここでは、不動産業界における M&A の類型を整理しておきたい。

不動産業界における M&A の組み合わせとしては、「不動産会社同士」か「不動産会社と異業種会社の組み合わせ」に二分される。

また、目的別で見ると、図表 23 にあるように、8 種類のタイプが考えられる。このうち、特に同社に関係しそうなものが「5. DX 推進型」である。今後このタイプの M&A が他社で起きるかどう、また、それが同社の脅威になるかどうかには注意を払っておきたい。

図表 23. 不動産業界の M&A の目的別タイプ

M&A のタイプ	目的	主な例
1. 救済型	経営再建・事業継続	オープンハウス×プレザンス
2. 経営効率向上型	コスト削減・業務効率化	同一グループ内の再編 (住友不動産のオフィス事業統合など)
3. 規模・展開エリア拡大型	シェア拡大・新エリア進出	三井不動産×東京ドーム 三菱地所×フォートシス
4. 事業多角化型	異業種連携・新規事業開拓	ヤマダ HD×ヒノキヤグループ トーセイ×アイ・カンパニー
5. DX 推進型	AI・デジタル活用	東急不動産×グループノーツ GA technology×ITANDI ROBOT Home×アイ・ディー・シー
6. 海外展開型	海外市場進出	三井不動産×Rockefeller
7. 競合排除・市場支配型	市場の独占・シェア拡大	住友不動産×新宿センタービル
8. 事業承継型	後継者不在による事業継承	タカラレーベン×地方不動産会社

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

3) 長期ビジョン「BEYOND2033」

33/9 期売上高 2,000 億円を目指す長期ビジョン「BEYOND2033」

同社は、長期ビジョン「BEYOND2033」を公表している。2023 年 9 月 19 日にタスキが公表したものは、33/9 期に売上高 1,230 億円（うち Life Platform 事業売上高 1,100 億円）を目指すものであった。

その後、新日本建物との経営統合を経て、2024 年 11 月 12 日にアップデートされ、現行の「BEYOND2033」では、25/9 期会社計画の売上高 760 億円に対し、27/9 期に売上高 1,000 億円、33/9 期に売上高 2,000 億円を目指すものとなっている。33/9 期の売上高 2,000 億円の内訳は、Life Platform 事業 1,867 億円、Finance Consulting 事業 3 億円、SaaS 事業 130 億円である。

この「BEYOND2033」の達成に向けて、27/9 期を最終年度とする中期経営計画も公表されている。

図表 24. 中期経営計画及び長期目標（億円）

財務項目	24/9 (実績)	25/9 (会社予想)	26/9 (中期計画)	27/9 (中期計画)	年平均成長率 (24/9~)	33/9 (長期目標)
売上高	474.6	760.0	870.0	1,000.0	28.2%	2,000.0
EBITDA	54.8	89.0	109.5	136.5	35.6%	—
営業利益	40.7	86.5	104.5	131.5	47.9%	—
親会社株主に帰属する 当期純利益	22.2	47.5	57.0	72.0	48.1%	—
EBITDA マージン	11.5%	11.7%	12.6%	13.7%	—	—
ROE	8.6%	11.4%	12.0%	13.2%	—	—

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

中期経営計画における 3つの重点施策

この中期経営計画における成長戦略として、同社は以下の3点を重点施策として掲げている。

- ・施策1： 経営体制の強化
- ・施策2： SaaS事業のARR増大
- ・施策3： 既存ビジネス拡大

重点施策1： 経営体制の強化

経営体制の強化としては、コーポレート部門の強化やグループシナジーの追求に関する施策が考えられるが、中でも資金調達力の強化は、仕入を支える意味でも重視されよう。

実際、タスキと比べると、社歴が長い新日本建物の方が信用力は高い。そのため、タスキの視点で言うと、経営統合を行ったことにより新日本建物の信用力を活用することができ、取引金融機関数の増加や借入金利の低減につなげている。23/9期のタスキの取引金融機関数は38社、借入金利は1.91%だったのに対し、24/9期のタスキホールディングスの取引金融機関数は51社、借入金利は1.73%であり、いずれも改善していることがうかがえる。

重点施策2： SaaS事業のARR増大

SaaS事業についてはARRの増大が目標となり、そのために、契約件数の拡大と、カスタマーサクセスやアップセルやクロスセルのための施策による顧客単価の上昇を進めていく。導入企業社数は24/9期の104社という実績に対し、25/9期は220社、27/9期は470社を目標としている。また、ARRは24/9期の3,700万円の実績に対し、25/9期は3億円、27/9期は12億円を目標としている。

重点施策3： 既存ビジネス拡大

既存ビジネス拡大は、同社の主力のLife Platform事業の売上高に関するもので、さらに、(1)不動産DX強化、(2)組織の拡大、(3)多角化×多層化の3点を重点施策としている。

既存ビジネス拡大に向けた 3つの施策

中でも、施策(1)不動産DX強化は、グループ内にDXの機能を持つ同社らしい展開である。

同社の不動産DXは、内部DXと外部DXに分類される。DXの成果を自社のために活用しようとする内部DXは、グループDX戦略研究部が主導して行う。LAND活用によるモバイルアクセス活用による移動コストの削減、帳票作成自動化等による効率化、不動産売買データの蓄積等を通じて、生産性向上やオペレーションコストの低減を図っていくとしている。一方、DXの成果を外部に提供する外部DXは、子会社のZISEDAIが担当しており、プロダクトの拡販を進めている。

施策(2)の組織の拡大については、人員の増加を中心に据えており、中でも仕入担当では即戦力の採用を強化していくとしている。仕入担当者は、24/9期末に48名いるが、27/9期末には100名にすることを目標としている。

施策(3)多角化×多層化については、M&Aによる中小不動産企業のロールアップを図っていく方針である。M&Aの対象としているのは、東京23区を事業エリアとし、売上高20~30億円、人員規模10~20名の企業としている。

10. 同業他社との比較

都市型コンパクトマンションを提供する上場企業、不動産DXを活用することを特徴としている上場企業を比較対象とした。

都市型コンパクトマンション を提供する上場企業や、 不動産DX活用を特徴と している上場企業と比較

都市型コンパクトマンションを提供する上場企業としては、ファミリー向け実需用が主力で「デュオヒルズ」を持つフージャースホールディングス(3284)、投資用が中心で「ディアレスト」ブランドを持つディア・ライフ(3245)、投資用が中心で「ガーラ」シリーズを展開するFJネクストホールディングス(8935)、ファミリー向け実需用の「クリオ」を持つ明和地所(8869)、「クレッセント」を持つプロバスト(3236)、「アルテシモ」を持つグローバル・リンク・マネジメント(3486)を挙げた。

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

また、不動産 DX を活用することを特徴としている上場企業として、GA technologies (3491) プロパティエージェントの持株会社であるミガロホールディングス (5535)、オープンハウスグループ (3288) を挙げた。

収益性は平均並みだが
ROEとROICで見ると
稼ぐ力にまだ向上の余地
がある

収益性に関しては、同社の売上高営業利益率は24/9期実績で8.6%と、比較対象企業の平均並みであり、ROEは10.4%と平均を下回っている。自己資本比率は平均並みであること、有利子負債の持ち方の影響を除いたROICで見ても平均を下回っていること、24/9期は経営統合後の最初の決算であることを合わせ考えると、稼ぐ力にまだ向上の余地があると考えられる。

経営統合の影響で
自己資本比率は低下
したが安全性については
特段の問題はなし

24/9期末の同社の安全性指標は、自己資本比率35.9%である。23/9期末のタスキの自己資本比率40.8%と比較して4.9%ポイント低下している。これは新日本建物との経営統合によるものであり、また、他社と比べても平均並みであることから、同社の安全性に関しては特段の問題はなく、コントロールされていると判断できる。

図表 25. 同業他社との収益性比較

企業名	コード	決算期	売上高 (百万円)	売上高 成長率 (%)	営業利益 (百万円)	営業利益 成長率 (%)	売上高 営業利益率 (%)	ROE (%)	ROIC (%)	自己資本 比率 (%)
タスキホールディングス	166A	2024/09	47,455	56.1	4,065	57.1	8.6	10.4	5.2	35.9
フージャースホールディングス	3284	2024/03	86,418	-0.8	8,943	-0.8	10.3	13.1	4.8	23.6
ディア・ライフ	3245	2024/09	46,880	18.7	4,619	6.7	9.9	13.1	7.7	52.5
FJネクストホールディングス	8935	2024/03	100,405	4.3	9,431	-1.3	9.4	9.8	8.2	71.4
明和地所	8869	2024/03	71,250	7.4	4,973	10.6	7.0	9.0	4.3	25.8
プロバスト	3236	2024/05	23,301	5.3	3,056	17.3	13.1	18.9	7.5	32.8
グローバル・リンク・マネジメント	3486	2024/12	64,482	20.8	5,732	29.6	8.9	33.3	12.5	31.9
GA technology	3491	2024/10	189,883	37.0	3,878	26.6	2.0	8.5	4.6	29.6
ミガロホールディングス	5535	2024/03	42,672	14.7	2,500	7.6	5.9	10.7	3.4	21.4
オープンハウスグループ	3288	2024/09	1,295,862	19.1	119,088	15.6	9.2	21.1	7.8	36.2
平均値	-	-	-	18.3	-	16.9	8.4	14.8	6.6	36.1
中央値	-	-	-	16.7	-	13.1	9.0	11.9	6.4	32.3

企業名	コード	ネット D/E レシオ (倍)	DCR (%)	自己資本 比率 (%)
タスキホールディングス	166A	0.86	197.5	35.9
フージャースホールディングス	3284	1.30	159.3	23.6
ディア・ライフ	3245	0.01	94.7	52.5
FJネクストホールディングス	8935	-0.32	27.7	71.4
明和地所	8869	0.76	142.1	25.8
プロバスト	3236	1.65	605.4	32.8
グローバル・リンク・マネジメント	3486	0.86	163.4	31.9
GA technology	3491	0.79	159.7	29.6
ミガロホールディングス	5535	2.25	340.4	21.4
オープンハウスグループ	3288	0.38	129.0	36.2
平均値	-	0.85	201.9	36.1
中央値	-	0.82	159.5	32.3

注：成長率は過去5期の平均。タスキホールディングスの5期前はタスキの業績。ミガロホールディングスの5期前はプロパティエージェントの業績
出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

11. 株価動向とバリュエーション

同社のこれまでの株価推移をみるために、都市型コンパクトマンションを提供する上場企業、不動産 DX を活用することを特徴としている上場企業と TOPIX (東証株価指数) の株価推移を指数で表した。タスキの上場が 2020 年 10 月であることを踏まえ、図表 26 では 2020 年末の株価を 100 とした時の推移を示した (タスキの株価を使用)。また、直近の動向を確認するために、図表 27 ではタスキホールディングスになったタイミングを考慮して、2024 年 3 月末の株価を 100 とした時の推移を示している (タスキホールディングスの株価を使用)。

**2021 年以降の株価は
TOPIX に劣後して推移する
時間が長く続いてきた**

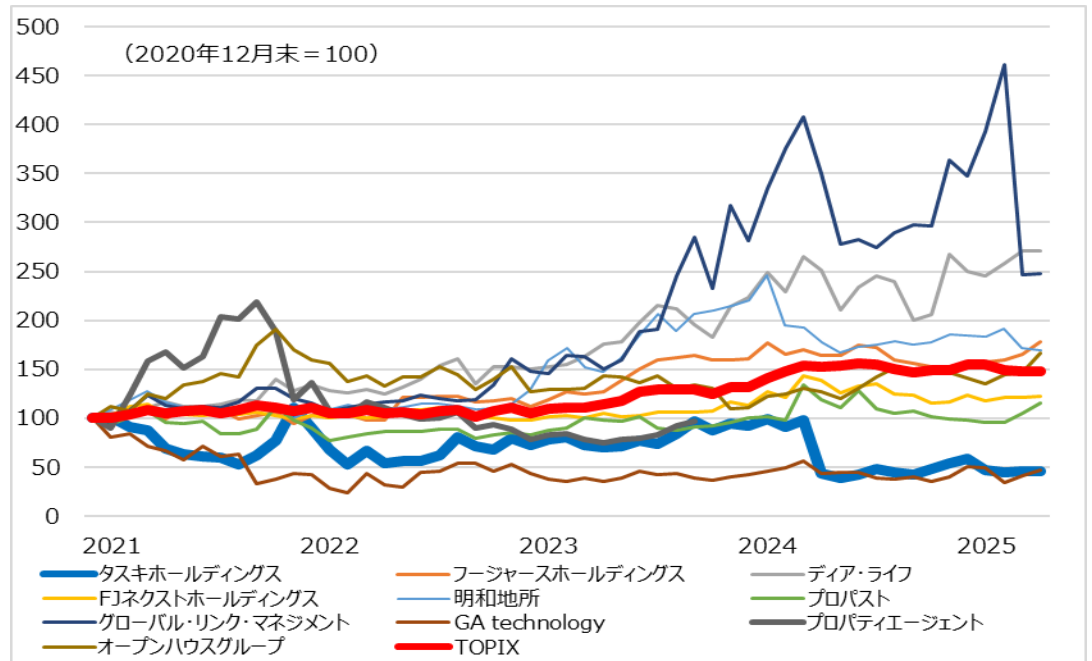
2021 年以降の株価推移を示した図表 26 によると、2021 年以降、タスキの株価は TOPIX に劣後して推移してきた。タスキの株価がそもそも 2020 年 10 月の上場からの調整局面に当たっていたこと、COVID-19 の蔓延による 2020 年の株式市場全体の下落からの回復局面に当たり、株式市場全体が上昇基調にあったことが要因である。2021 年 10 月から 11 月にかけて、会社計画の上方修正や配当の増額発表によって株価が急騰し、相対株価も TOPIX の水準まで戻った局面もあったが、一過性に終わり、その後、TOPIX を下回って推移する時間が続いた。また、タスキの株価が 2020 年末の水準に戻るのには、2023 年後半まで待たねばならなかった。

**業績期待に左右される状況が
続く**

タスキホールディングスになった 2024 年 4 月以降の株価推移を示した図表 27 で見ても、短期業績に左右される状況が続いている。とは言え、経営統合を受けて 2033 年度目標が引き上げられたことを発表した際には、業績期待から同社の相対株価が TOPIX を上回った時期もあった。しかし 2025 年 1 月に新株予約権を発行することが開示されると、株式の希薄化懸念により株価が下落し、相対株価は、再度 TOPIX を下回って推移するようになった。

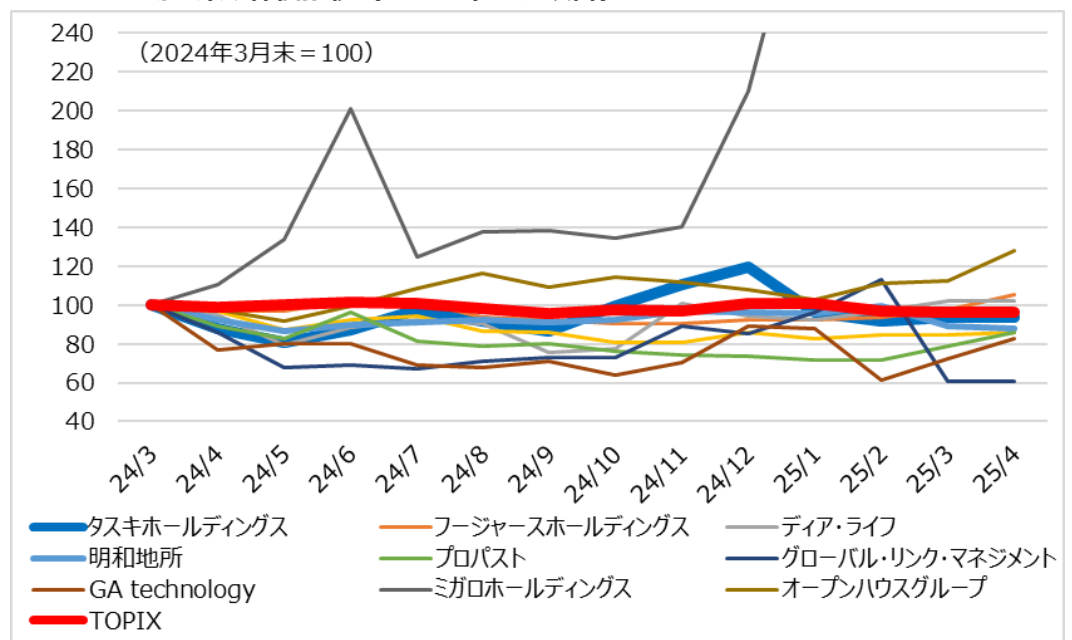
なお、比較対象企業のひとつであるミガロホールディングスの株価が 2024 年になって急騰しているのは、DX 推進事業において高い売上成長を示していることと、代表取締役社長の株式売却計画が株主からの意見を受けて取り下げられたことで、需給悪化懸念が後退したことが、要因として考えられる。

図表 26. 都市型コンパクトマンションを提供する上場企業、不動産 DX を活用することを特徴とする
上場企業の株価推移 (2021 年以降 2024 年 3 月まで)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 27. 都市型コンパクトマンションを提供する上場企業、不動産 DX を活用することを特徴とする
上場企業の株価推移 (2024 年 4 月以降)



注：タスキホールディングスの 2024 年 3 月末の株価は 2024 年 4 月 1 日の株価で代用

注：ミガロホールディングスは 200 を超過して図表におさまきれない部分は省略

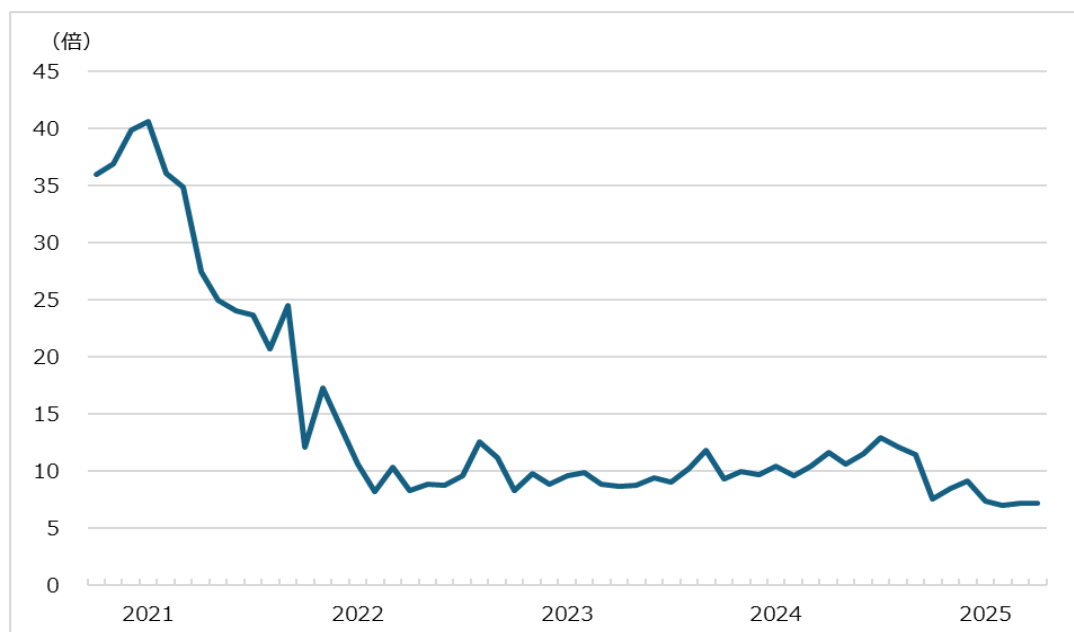
出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

上場直後に比べてバリュエーション面での割高感は解消

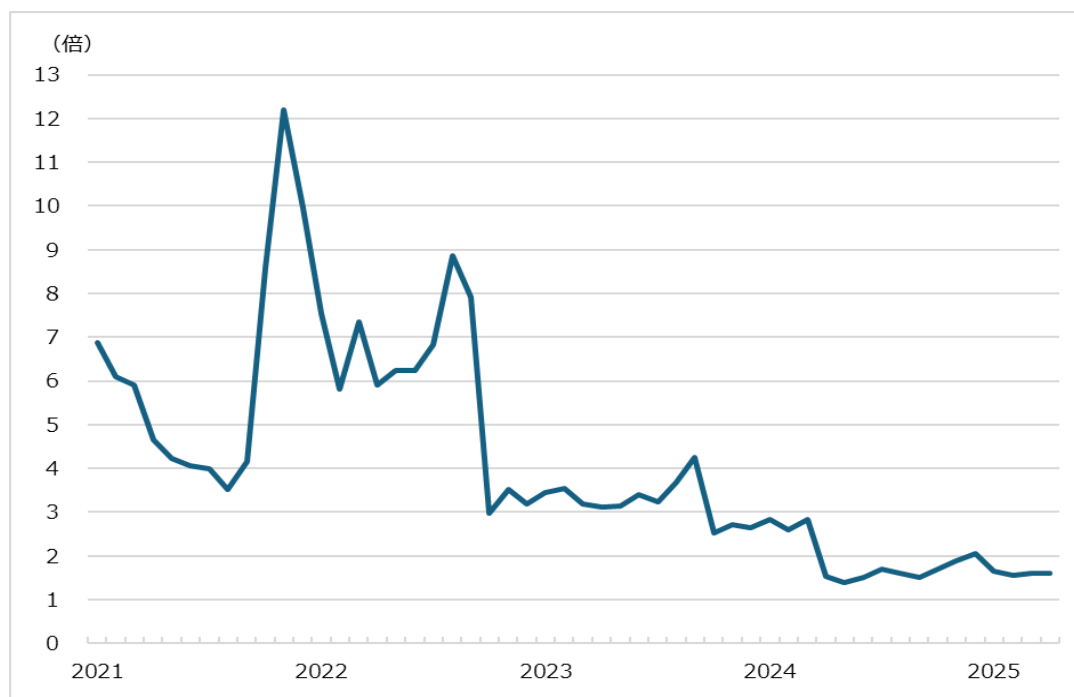
バリュエーション面では、2020年10月の上場直後はPER、PBRとも高い水準にあったが、上場後の株価調整局面でPER、PBRとも低下し、割高感は解消されている。ただし、PER、PBRともに他社より割安感がある水準にあるとまでは言えない。

図表 28. PER の推移 (2024 年 3 月までタスキ、2024 年 4 月以降タスキホールディングス)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 29. PBR の推移 (2024 年 3 月までタスキ、2024 年 4 月以降タスキホールディングス)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

図表 30. 同業他社とのバリュエーション比較

企業名	コード	決算期	株価 (5/2)	時価総額 (百万円)	PER 会社予想 (倍)	PBR 直近実績 (倍)	配当利回り 会社予想 (%)	ROE 直近実績 (%)
タスキホールディングス	166A	2024/09	655	33,748	7.1	1.6	5.3	10.4
フージャースホールディングス	3284	2024/03	1,179	41,915	8.2	1.1	4.9	13.1
ディア・ライフ	3245	2024/09	1,100	47,768	7.0	1.9	5.6	13.1
FJ ネクストホールディングス	8935	2024/03	1,197	39,159	7.8	0.6	4.2	9.8
明和地所	8869	2024/03	928	21,759	8.7	0.7	4.3	9.0
プロバスト	3236	2024/05	193	6,553	6.0	0.6	2.1	18.9
グローバル・リンク・マネジメント	3486	2024/12	1,933	15,475	8.1	1.3	3.8	33.3
GA technology	3491	2024/10	1,401	51,719	17.2	2.3	0.0	8.5
ミガロホールディングス	5535	2024/03	2,120	15,469	47.7	1.5	0.7	10.7
オープンハウスグループ	3288	2024/09	6,182	720,135	8.8	1.6	2.7	21.1

注：直近決算期が赤字の企業は ROE の適用なし

タスキホールディングスの PER は、2025 年 2 月発行の新株予約権の行使による株数増加の影響は含まれていない

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

**タスキホールディングスに
なっからは業績が株価に
反映されやすい相場環境**

日本の株式市場全体は、2024 年 2 月に日経平均株価が史上初の 40,000 円台に乗せたことに代表されるように、2023 年からの大型株主導の流れで上昇トレンドが続き、2024 年 7 月に年初来高値をつけた。その後下落基調に転じ、8 月に入ってから急激な円高の影響を受けた急落と戻りを経て、現在は膠着状態が続いている。

この過程で、2024 年 4 月以降はタスキホールディングスとして株価が変動しているが、短期的な業績あるいは業績期待により株価が形成されている。特に、24/9 期の決算発表の際に、長期ビジョンの目標値が上方に引き上げられたことや、27/9 期を最終年度とする中期経営計画が策定されたことで、相対株価は一時 TOPIX を上回った。

**新株予約権の発行の開示
により相対株価は再度
TOPIX を下回って推移**

しかし、2025 年 1 月 24 日に大型の新株予約権の発行について開示すると、希薄化懸念から同社の株価は大幅に下落し、再度、同社の相対株価も TOPIX を下回るようになった。

今回発行された新株予約権がすべて行使されると 10,000,000 株の発行となり、19.4%の希薄化を引き起こすことになる。その行使によって得られる調達資金は約 79 億円で、うち約 47 億円が仕入に、約 30 億円が今後の M&A 等に使われる予定である。なお、2025 年 3 月 26 日時点で、2,200,000 株が既に行使済みとなっている。

同社は業績拡大のために仕入を継続的に拡大していく必要がある。売上高の増加に伴い、棚卸資産も増加していくが、経営統合前のタスキでは、各期末の棚卸資産は有利子負債の範囲内におさまっていた。今回の新株予約権の発行による資金調達は、今後の金利上昇の可能性を考慮して行われたものと思われるが、有利子負債の合計金額以上の棚卸資産を持つことに方針が変わった可能性がある。これは、今後の成長を加速させるための方針、すなわち、成長に見合うだけの仕入ができるという同社の自信の表れとも言える。

一方で、今後も仕入のための資金獲得のために希薄化を伴う資金調達が実施されるのではないかと投資家の懸念が払拭できず、相対株価が TOPIX を下回る一因になっていると考えられる。

**市場が評価しきれていない
部分への理解が浸透していく
局面でのバリュエーション
上昇に期待**

業績面では、中期経営計画最終年度の 27/9 期の売上高 1,000 億円、EBITDA136.5 億円を目安に進捗を見ていくことになる。こうした定量的な目標値の達成の可否も大事だが、それ以上に重要なことは、同社の不動産 DX の本質に関するところについて、まだ市場が評価しきれていない部分があると考えられることである。

ここまで述べてきた通り、2024 年のタスキと新日本建物の経営統合は、両社が持つ模倣困難性が相互に作用し合い、同社の競争優位性をさらに高いものとする効果が期待されている。中でもタスキが持つ「不動産 DX による業務効率化・生産性向上」という模倣困難性が新日本建物に適用されると、仕入力の拡大と仕入精度の向上を通じて、規模拡大と収益性、効率性の改善の両方を一気に実現する可能性を秘めている。現時点の業績数値にはまだその部分の効果が表れていない。

もうひとつは、経営統合とほぼ同時期にグループに加わったオーラである。オーラが資産コンサルティングを展開する過程で構築してきた空き家情報プラットフォームは、用地仕入の競争が激化する業界環境において、大きな優位性の源泉となる可能性を秘めている。空き家情報プラットフォーム単独での価値だけでなく、タスキ及び新日本建物の持つ優位性と本格的に融合した場合の追加的な価値についても、市場で十分に評価されていないと考えられる。

従って、これらのまだ評価されきれていない部分への理解が浸透していく局面では、バリュエーションの上昇を通じて、同社の事業及びビジネスモデルの優位性が株価に反映されていくと考えられる。

**25/9 期は大幅増配の
見込み**

同社は、25/9 期の 1 株当たり予想配当金を、前期比 19.0 円増の 35.0 円（期末のみ）で計画している。同社は累進配当を基本として、非資金取引（M&A に伴うのれんの償却額等）を除く 1 株当たり当期純利益に対する配当性向を 35%以上とすることを目標としている。

非資金取引を含む当期純利益ベースのものとなるが、配当性向は、24/9 期の 30.0%に対し、25/9 期は 38.0%の想定となっている。

12. リスク要因

現時点では事業遂行や業績の面で注視すべき大きなリスクはないとみられるが、想定していたような業績にならないリスクを挙げるとすれば以下の点が指摘できよう。

同社の業績は、不動産の販売によって得られるフローサービスによる収益が多いため、販売計画の変更により、実際の業績が会社計画から大きく乖離する可能性がある。これは買い手側の環境変化によって生じることもあれば、同社の事情で販売予定をずらすこともある。決算業績の出方によって、短期的に株価が反応することもありうる。

中期的には、仕入競争が激しくなる可能性が考えられる。この点については、個別の物件ベースでは現時点でも競争は発生していると認識される。

他の不動産ビジネスと同様に避けられないのは金利リスクである。金利上昇は、資金調達サイドではネガティブに働く可能性がある。同社は資金調達を行ったばかりであり、かつ、財務戦略もしっかりと構築されているため、金利がゆっくりと動く分にはさほど問題ないが、短期間に急激に変動する場合には注意しておきたい。

不動産取引の需給に影響を与える法改正の可能性にも注意を払っておきたい。そもそも、同社の新築投資用レジデンスは、相続税法の改正による需要増を見越して作られた不動産商品である。その観点でいけば、ポジティブ、ネガティブに関係なく、法改正の有無、法改正による需給への影響については注意を払っておきたい。

13. ESG の取り組み

1) タスキホールディングスのコーポレート・ガバナンス体制

コーポレート・ガバナンス体制

同社は、純粋持株会社としてグループ全体の経営管理を行うタスキホールディングス及び子会社 6 社より構成される。組織形態は、監査役設置会社である。取締役会については、取締役 5 名（うち、女性 2 名）のうち、独立社外取締役 2 名で構成される。監査役は 3 名である（全員社外監査役）。社外取締役、社外監査役は 5 名とも独立性の基準を満たしている。新日本建物の創業者である村上三郎氏が 19.4%の筆頭株主である（2024 年 9 月末現在）。

取締役 5 名中、独立社外取締役 2 名で構成比は 40%である。コーポレートガバナンス・コード原則 4-8 により、プライム以外の市場上場の会社には、少なくとも 2 名以上の独立社外取締役を選任することを求めており、当該基準を満たしている。なお、同社は、将来的に、東証プライム市場上場を目指しているが、プライム市場に求められる基準（少なくとも 3 分の 1 以上の独立社外取締役を選任）も満たしている。また、女性役員は、8 名中 2 名であり、構成比は 25%である。東証は、2030 年までに、女性役員比率を 30%以上とする目標を掲げる。

また、取締役会の任意の諮問機関として指名・報酬委員会を設置している。取締役報酬に関する基本方針、個人別の取締役報酬、代表取締役の選定、執行役員の選任、社外役員の独立性判断基準などの審議を行う。委員である役員 3 名のうち 2 名が独立役員であり、議長も独立社外取締役である。さらに、代表取締役、取締役（常勤）及びグループコンプライアンス・オフィサーから構成されるグループコンプライアンス・リスク管理委員会を設置している。

2) タスキホールディングスのサステナビリティ体制

サステナビリティ体制

同社は、サステナビリティを重要な経営課題の一つとして位置付け、サステナビリティ委員会を設置している。代表取締役社長が、サステナビリティ委員会と前述のグループコンプライアンス・リスク管理委員会を統括する。全社横断的でスピーディーな意思決定が可能な組織体制のもと、サステナビリティ活動の基本方針や中長期的な企業価値向上に影響をもたらすマテリアリティについて審議を行い、活動計画および実施状況をモニタリングしている。

会社一丸となって取り組むべきマテリアリティとして、次表の 4 つを掲げる。マテリアリティへの取り組みを通じて、持続可能な社会の実現、持続的な成長及び企業価値の向上に取り組む。

図表 31. タスキホールディングスのマテリアリティ

ESG 区分	マテリアリティ	リスク	機会	取組概要
E	環境負荷の低減	・当社グループ商品が環境負荷低減・脱炭素ニーズ対応において、競合に遅れを取ることで販売の困難化	・省エネルギー性能が高い建築物ニーズの拡大に対し、当社グループが培った省エネルギー建築物のノウハウにより差別化された商品を市場に投入し、売上・収益を拡大	・CO2 排出量削減 ・廃棄物削減 ・ZEH、BELS 等の環境認証取得物件の供給
S	DX 推進によるサステナビリティの実現	・業務のデジタル化について競合に遅れを取ることで競争力の低下、アナログで不効率な業務による人手不足の慢性化	・不動産 DX を促進する当社グループのサービスの社内利用・社外提供により業務効率の向上、売上・収益を拡大	・グループ DX 戦略研究部の設置
	人的資本（「人財」）関連～多様な人財の活躍支援	・優秀な人財の採用や確保が困難になること、モチベーションの低下による、当社グループの経営成績のダウン	・多様な人財が働きやすい職場環境を整備することで確保された優秀な人財による、イノベーション創出と生産性の向上	・健康経営の促進 ・人権の尊重・ダイバーシティ&インクルージョン ・将来を担う人財の育成 ・労働環境の向上、採用強化
G	健全な経営基盤の確立	・脆弱なガバナンス体制に起因する法令違反等の企業不祥事発生により、営業活動の停止、ステークホルダーからの企業評価のダウン	・強固なガバナンス体制の企業として、人財の定着率向上、ステークホルダーからの信頼による事業継続性の向上	・コーポレート・ガバナンスの強化 ・コンプライアンスの徹底

注：実績績については、今期の対象期間が 2024 年 4 月 1 日から 2024 年 9 月 30 日であるため、グループ各社のうち 2023 年 10 月 1 日から 2024 年 9 月 30 日の期間で同指標を用いていたタスキを参考として記載している。

出所：会社資料

コーポレートガバナンス・コード 3-1③により、プライム市場上場会社は、気候変動に関して、「国際的に確立された開示の枠組みである TCFD またはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである」とする。日本では、2023 年 11 月 24 日時点で、1,488 社が TCFD コンソーシアムに賛同しており、プライム上場企業を中心に、TCFD に基づく開示を行っている。東証プライム市場上場に向けて、気候変動に対する戦略、リスクマネジメント、指標と目標の策定が求められよう。

タスキホールディングス | 166A（東証グロース）

人的資本

人的資本戦略については、ノウハウ・ナレッジの共有により新たな価値創造を組織にもたらす人材育成に取り組んでいる。また、年齢、国籍、性別等を問わず意欲・能力・実績に応じた平等な人事評価に基づき管理職登用を行っている。そのために、多様な人材が最大限の能力を発揮できる職場環境整備に努め、全ての従業員のワークライフマネジメントを後押しする制度構築及び組織風土の醸成に取り組んでいる。出産・育児・介護と仕事の両立支援として、時短勤務、年次有給休暇の時間取得等の制度を導入している。

人的資本の指標として、月平均時間外労働 13.9 時間に対し、10.0 時間を目標とする。有給取得率については、81.2%の実績に対し、76.8%を目標とする。

図表 32. 人的資本に関する指標と目標（実績は単体）

指標	実績	目標
月平均時間外労働（時間）	13.9	10.0
有給取得率（%）	81.2%	76.8%

注：実績については、今期の対象期間が 2024 年 4 月 1 日から 2024 年 9 月 30 日であるため、グループ各社のうち 2023 年 10 月 1 日から 2024 年 9 月 30 日の期間で同指標を用いていたタスキを参考として記載している。

出所：会社資料

なお、従業員は、連結ベースで 108 名であり、管理職に占める女性労働者の割合、男性労働者の育児休業取得率及び労働者の男女の賃金の差異については、公表義務（従業員 301 名以上）の対象でないため、有価証券報告書における記載は省略されている。

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

図表 33. 連結損益計算書 (タスキ及びタスキホールディングス)

(百万円)	タスキ 単体	タスキ 単体	タスキ 単体	タスキ 単体	タスキ 連結	タスキ 連結	タスキ HD	タスキ HD
	18/9	19/9	20/9	21/9	22/9	23/9	24/9	25/9 会社予想
売上高	3,117	5,118	7,027	9,190	12,277	18,565	47,455	76,000
売上原価	2,579	3,983	5,623	6,967	9,321	14,466	39,483	
売上総利益	539	1,135	1,404	2,223	2,956	4,099	7,973	
売上総利益率	17.3%	22.2%	20.0%	24.2%	24.1%	22.1%	16.8%	
販売管理費	365	711	825	972	1,241	1,669	3,907	
営業利益	174	425	579	1,251	1,715	2,430	4,065	8,650
売上高営業利益率	5.6%	8.3%	8.2%	13.6%	14.0%	13.1%	8.6%	11.4%
営業外収益	1	2	32	2	7	13	30	
営業外費用	67	97	88	140	150	215	535	
経常利益	108	330	522	1,112	1,571	2,228	3,560	7,550
売上高経常利益率	3.5%	6.4%	7.4%	12.1%	12.8%	12.0%	7.5%	9.9%
特別利益	0	0	0	27	14	0	1	
特別損失	2	0	0	3	14	22	0	
税前利益	106	330	522	1,136	1,571	2,206	3,562	
法人税・住民税・事業税	47	113	193	360	505	694	1,689	
法人税等調整額	-14	-5	-1	-19	-23	-26	-489	
法人税等合計	33	108	191	341	482	668	1,201	
(法人税率)	31.1%	32.7%	36.6%	30.0%	30.7%	30.3%	33.7%	
親会社株主に帰属する当期純利益	73	222	331	795	1,089	1,538	2,217	4,750
売上高当期純利益率	2.3%	4.3%	4.7%	8.7%	8.9%	8.3%	4.7%	6.3%
EPS (円)	25.41	69.32	70.25	36.45	92.69	118.18	53.39	92.19
有形・無形固定資産投資	9	79	30	31	13	38	11	
減価償却費・のれん償却額	3	7	11	8	9	8	195	
キャッシュ・フロー	76	229	342	803	1,098	1,546	2,412	
CFPS (円)	9.5	28.6	68.4	136.8	93.5	109.7	46.8	
ROE	0.0%	37.7%	23.2%	30.4%	—	28.0%	—	
ROIC (投下資本)	0.0%	9.3%	9.2%	12.7%	—	12.5%	—	
ROIC (事業資産)	0.0%	10.8%	13.6%	21.1%	—	21.6%	—	
配当金 (円)	0.00	0.00	26.00	52.00	33.00	50.00	16.00	35.00
期中平均株式数 (百万株)	2.8	3.2	4.7	5.4	11.7	13.0	41.5	
期末株式数 (百万株)	8.0	8.0	5.0	5.8	11.7	14.0	51.5	

注：21/9 期まではタスキの単体業績、22/9 期～23/9 期はタスキの連結業績、24/9 期以降はタスキホールディングスの連結業績の開示

25/9 期の EPS には、2025 年 2 月発行の新株予約権の行使による株数増加の影響は含まれていない

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

図表 34. 連結貸借対照表 (タスキ及びタスキホールディングス)

(百万円)	タスキ単体 18/9	タスキ単体 19/9	タスキ単体 20/9	タスキ単体 21/9	タスキ連結 22/9	タスキ連結 23/9	タスキ HD 24/9
流動資産	3,313	3,684	5,069	9,413	12,072	16,925	53,172
現金及び預金	516	575	2,485	3,253	3,711	6,228	14,431
売上債権	—	—	—	—	—	—	—
棚卸資産	2,731	2,997	2,459	5,897	7,052	9,115	35,496
短期貸付金	—	—	—	—	1,145	1,289	1,965
その他	66	112	125	263	164	293	1,280
固定資産	80	170	186	497	548	562	6,224
有形固定資産	31	85	92	86	16	21	1,546
無形固定資産	4	33	40	35	98	4	3,353
投資その他の資産	45	53	55	376	434	536	1,325
投資有価証券	0	0	0	300	320	355	845
繰延税金資産	14	19	20	38	61	87	232
その他	31	34	35	38	53	94	248
資産合計	3,393	3,855	5,255	9,909	12,621	17,487	59,416
流動負債	1,358	2,568	1,543	2,102	5,459	3,856	16,140
買入債務	55	34	80	41	84	137	478
未払金・未払費用	28	47	57	66	142	82	1,019
有利子負債	1,184	2,306	1,187	1,623	4,617	2,947	12,189
短期借入金	412	605	326	194	1,262	1,059	5,802
1年内返済予定の長期借入金	772	1,701	861	1,429	3,356	1,887	6,388
未払法人税等	—	—	—	—	345	480	61
その他	91	181	219	372	616	690	2,454
固定負債	1,557	587	1,557	4,728	3,299	6,504	21,347
有利子負債	1,527	548	1,496	4,701	3,255	6,423	21,032
その他	30	39	61	27	44	81	315
純資産	478	700	2,155	3,079	3,862	7,127	21,929
株主資本	478	700	2,155	3,079	3,862	7,127	21,307
資本金・剰余金	400	400	1,525	1,785	1,785	4,195	16,939
利益剰余金	78	300	630	1,295	2,078	2,933	4,375
自己株式	—	—	—	—	—	—	-7
その他包括利益累計額	—	—	—	—	—	—	-5
新株予約権	—	—	—	—	—	—	—
非支配株主持分	—	—	—	—	—	—	628
負債純資産合計	3,393	3,855	5,255	9,909	12,621	17,487	59,416
有利子負債	2,737	2,873	2,729	6,333	7,877	9,369	33,221
自己資本比率	14.1%	18.2%	41.0%	31.1%	30.6%	40.8%	35.9%
D/E レシオ	5.73	4.10	1.27	2.06	2.04	1.31	1.56

注：21/9 期まではタスキの単体業績、22/9 期～23/9 期はタスキの連結業績、24/9 期以降はタスキホールディングスの連結業績の開示

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

タスキホールディングス | 166A (東証グロース)

図表 35. 連結キャッシュ・フロー計算書 (タスキ及びタスキホールディングス)

(百万円)	タスキ単体 18/9	タスキ単体 19/9	タスキ単体 20/9	タスキ単体 21/9	タスキ連結 22/9	タスキ連結 23/9	タスキ HD 24/9
営業活動によるキャッシュ・フロー							
税引前利益	106	330	522	1,136	1,571	2,206	3,562
減価償却費	3	7	11	8	9	8	195
運転資本	—	-244	-584	-3,400	-1,199	-2,115	-3,336
その他	-1,653	-42	1,006	-391	-74	-547	-1,769
合計	-1,544	52	955	-2,646	307	-448	-1,348
投資活動によるキャッシュ・フロー							
有形固定資産の取得及び売却による収支	-9	-60	-12	0	72	-13	-6
無形固定資産の取得及び売却による収支	0	-19	-18	-31	-85	-25	-5
投資有価証券の取得及び売却による収支	0	0	0	-288	0	53	-41
その他	-27	-37	33	42	-1,159	-159	-2,572
合計	-36	-116	3	-277	-1,172	-144	-2,624
財務活動によるキャッシュ・フロー							
短期借入金の純増減額	165	433	-242	-44	1,246	28	799
長期借入金の純増減額	1,504	-288	73	3,679	306	1,470	7,549
株式の発行	100	0	1,110	257	0	2,349	—
自己株式の取得による支出	—	—	—	-130	-304	-684	—
配当金の支払額	—	—	—	-130	-304	-684	-1,372
その他	-18	-23	11	59	379	630	-132
合計	1,751	122	952	3,691	1,323	3,109	6,844
キャッシュに係る換算差額	—	—	—	—	—	—	—
キャッシュ増減額	172	59	1,911	768	458	2,517	8,202
キャッシュ期首残高	344	516	575	2,485	3,253	3,711	6,228
キャッシュ期末残高	516	575	2,485	3,253	3,711	6,228	14,431

注：21/9 期まではタスキの単体業績、22/9 期～23/9 期はタスキの連結業績、24/9 期以降はタスキホールディングスの連結業績の開示

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、発行者)が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号