

トーセイ

8923 東証 1 部

<http://www.toseicorp.co.jp/ir/>

2016 年 8 月 5 日 (金)

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
堀部 吉胤

[企業情報はこちら >>>](#)

■ 16/11 期の会社利益予想を上方修正

トーセイ<8923>は、事業エリアを東京経済圏に特化する独立系の中堅総合不動産会社。不動産流動化事業を主力に、不動産開発、不動産賃貸、不動産ファンド・コンサルティング事業など事業範囲は多岐にわたり、顧客層も国内外の機関投資家、個人富裕層、エンドユーザーなど幅広い。事業環境の変化に応じて事業ポートフォリオを柔軟に変化させ、収益の拡大、安定化を図っている。2014 年 11 月に同社がシングルスポンサーのトーセイ・リート投資法人<3451>(以下、トーセイ・リート)を上場させた。

コア事業と言える不動産流動化事業において取り扱うアセットタイプは、レジデンス、オフィス、商業ビルなどとなり、ストックが膨大で流動性の高い中小規模物件(3~20 億円程度)を得意とする。きめ細かなバリューアップ力やエリア特化により培ったソーシング力により、キャップレートの低下に頼ることなくキャピタルゲインを獲得できる強みがある。

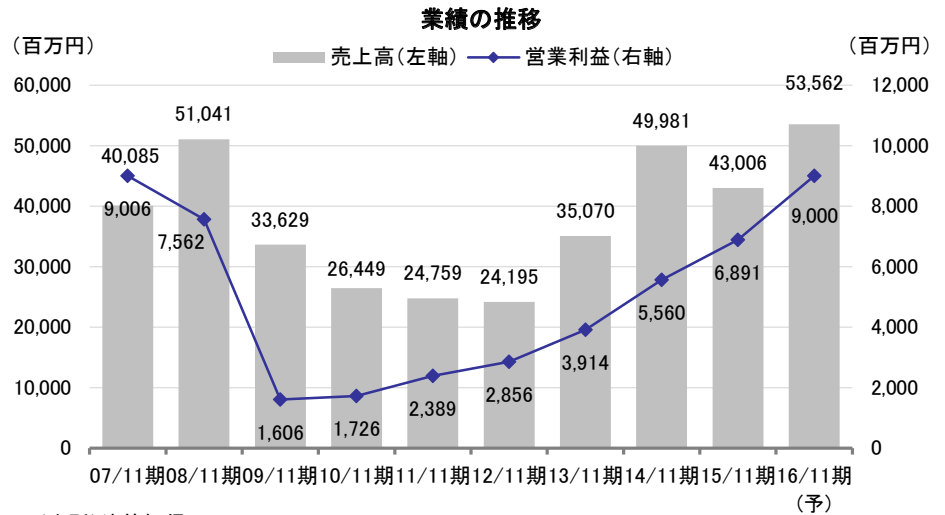
2016 年 11 月期第 2 四半期累計(2015 年 12 月-2016 年 5 月)決算は、売上高 306 億円(前年同期比 37.2% 増)、営業利益 76.7 億円(同 68.7% 増)。第 1 四半期(2015 年 12 月-2016 年 2 月)に今期の大型開発案件である南青山の商業施設の売却があり、この売却益がけん引した。当該物件のリーシングなどにかかる費用が想定を下回ったことや、不動産流動化事業の物件売却価格が想定以上で推移したことから、上期で期初の通期営業利益予想を上回った。

これを受け、通期の営業利益予想は 14.3 億円上方修正され、90 億円(前期比 30.6% 増)となった。下期の営業利益の積み上げが少ないのは、1)下期にトーセイ・リート向けに物件売却を 100 億円程度見込んでいるが、ブリッジ案件のため利益率が低い、2)来期の業績を見据え、流動化物件の外部売却を一部先送りすることにしたため。

中期経営計画では企業規模の拡大を志向し、積極仕入れによる既存事業拡大やホテル事業など周辺事業の新規取組みにより、2020 年 11 月期に売上高 1,000 億円を目指している。この時の利益目標は明示されていないが、営業利益 120 億円程度を想定していると推測される。2017 年 11 月期に早くも営業利益 100 億円を達成しそうな状況であり、新たな目標設定が必要となるだろう。

■ Check Point

- ・不動産流動化は流動性が高い東京経済圏のオフィス、商業ビル、レジデンスなどの中小型物件に強み
- ・事業ポートフォリオや顧客の多様性を武器に、事業環境の変化に柔軟に対応
- ・積極仕入れ、バリューアップ力などを背景に業績拡大が続く



(出所) 決算短信

(注) 予想は会社。13/11期からIFRSに移行(12/11期は遡及修正)

■ 会社概要

マンション分譲からスタートし、事業範囲を順次拡大

(1) 沿革

会社設立は 1950 年と古いですが、実質的な創業は現代表取締役社長の山口誠一郎（やまぐちせいいちろう）氏が当社株を買って社長に就任した 1994 年 6 月。同氏は慶應義塾大学卒業後、三井不動産販売（株）（現三井不動産リアルティ（株））の 3 年間の勤務などを経て、1990 年に同社取締役役に就任した。

山口誠一郎氏の社長就任後は、マンション分譲や 1 ～ 2 億円の老朽化した小型ビルの流動化を主に手掛けていた。その後、戸建分譲、私募ファンドの運営、ビルや商業施設の開発などに事業領域を拡大。2004 年 2 月に株式公開を果たした時には、不動産流動化が主力事業となっていた。

2012 年 1 月には海外投資家とのリレーション強化などを目的にシンガポールに海外現地法人を設立。アジアでのプレゼンスを高めるため 2013 年 3 月にシンガポール証券取引所 (SGX) メインボードに日本の不動産会社として初めて上場した（証券コード S2D）。これに伴い 2013 年 11 月期第 1 四半期決算から会計基準を IFRS に移行した。

沿革

概要	
1950年 2月	大分県大分市に飲食業を事業目的としてユーカリ興行(株)設立
1964年 6月	事業目的に不動産の売買、仲介、賃貸、管理業を追加
1973年 3月	宅地建物取引業免許取得
1983年 3月	商号を株式会社東誠ビルディングに変更
1994年 6月	代表取締役社長に山口誠一郎氏が就任(現任)
1994年10月	「THE パームス」シリーズの分譲マンションの販売を開始
1996年 3月	商号を東誠不動産株式会社に変更
1996年 4月	不動産流動化事業を開始
1997年12月	ビル管理業に付帯する改修、原状回復等の工事請負を開始
1999年 7月	「パームスコート」シリーズの戸建分譲住宅の販売を開始
2001年 2月	一般不動産投資顧問業の登録をし、アセットマネジメント事業を開始
2001年 3月	LBO 方式により不動産 M&A を実施
2001年 4月	一級建築士事務所東京都知事登録(第 46219 号)
2001年11月	ビル管理を行うビル管理部を東誠コミュニティ(株) ^{※1} に分割譲渡
2002年 8月	当社第 1 号となる私募ファンド「アルゴ・ファンド」を組成
2004年 2月	日本証券業協会に店頭登録
2004年 9月	不動産共同事業許可
2004年12月	日本証券業協会の店頭登録を取り消し、JASDAQ 市場上場
2005年 3月	トーセイリバイバルインベストメント(株) ^{※2} を設立
2005年 4月	東誠コミュニティ(株) ^{※1} の株式を取得し連結子会社化
2005年 9月	トーセイ・リート・アドバイザーズ(株) ^{※3} を設立
2006年10月	商号をトーセイ株式会社に変更、本社を東京都港区虎ノ門に移転
2006年11月	東証 2 部上場
2007年 9月	第二種金融商品取引業及び投資助言・代理業登録
2009年 9月	不動産流動化事業の新規ビジネスモデルとして「Restyling 事業」を開始
2011年 9月	東証 1 部上場
2012年 1月	Tosei Singapore Pte.Ltd. を設立
2012年12月	NAI・トーセイ・JAPAN(株)を設立
2013年 3月	シンガポール証券取引所(SGX)メインボードに株式を上場
2014年11月	トーセイ・リート投資法人上場
2015年12月	戸建分譲の(株)アーバンホームを買収

出所：有価証券報告書、会社資料

※1：現 トーセイ・コミュニティ(株)

※2：現 トーセイ・リバイバル・インベストメント(株)

※3：現 トーセイ・アセット・アドバイザーズ(株)

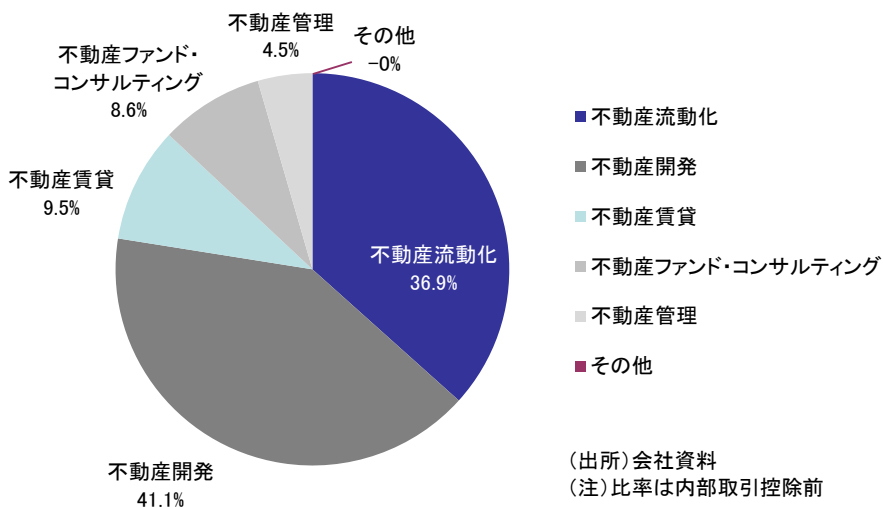
多様な事業ポートフォリオを有し、事業環境の変化に柔軟に対応

(2) 事業概要

報告セグメントは、売買系 2 事業(不動産流動化、不動産開発)、安定 3 事業(不動産賃貸、不動産ファンド・コンサルティング、不動産管理)の 5 セグメントから成る。2015 年 11 月期まではこれらのほかに、不動産担保付債権投資、不動産保有会社の M&A を行うオルタナティブインベストメント事業があった。しかし、同事業はあくまで不動産取得を目的としたものであり、また、金融機関の不良債権処理の一巡により不動産担保付債権投資の機会もなくなっているため、2016 年 11 月期第 1 四半期から同セグメントを廃止し、従来、同セグメントに計上されていた売上高は、その性質に応じて不動産流動化事業、不動産賃貸事業、不動産ファンド・コンサルティング事業、その他に振り分けられている。

コア事業の不動産流動化を始め、不動産開発、不動産ファンド・コンサルティングの 3 事業を成長ドライバーと位置付けている。一方、事業の安定性も重視しており、安定 3 事業の売上総利益で販管費と金利をおおむね賄うことができている。

売上総利益の事業別比率(16/11期上期)



以下、セグメントごとに事業内容を説明する。

a) 不動産流動化事業

収益の柱となっている事業。資産価値の劣化したオフィスビル、商業ビル、レジデンスなどを取得し、バリューアップ後、個人富裕層、事業会社、私募ファンド、REIT、海外投資家などに売却し、売却益を獲得する。保有期間中の賃料収入は不動産賃貸事業に計上される。

事業期間は半年から 2 年程度。取り扱う物件の築年数は 20 年程度が多く、物件規模は 3 ～ 20 億円の中小規模物件を中心としながら 100 億円程度まで幅広い。

遵法性の治癒、設備の改修や機能付加、内外装のデザイン性向上、稼働率改善などのバリューアップにより NOI を改善させ、キャップレートの低下に頼らずに売却益を上げている。

トーセイ・リートの上場により、スポンサーとしてパイプラインサポートを行うためウェアハウジング機能も担っている。REIT へのブリッジ案件は、物件規模や劣化の程度が通常物件と異なる為に仕入金額が割高となるケースが多く、利益率は通常物件に比べ低くなりがちだが、一方で長期安定的な AM フィー等を獲得できるというメリットもある。

2009 年 9 月に不動産流動化の新形態として Restyling 事業を開始。マンションディベロップパー、私募ファンド、事業会社等から賃貸マンションや社宅を 1 棟単位で取得し、共用部のバリューアップを行うと共に賃借人が転退居する都度、空室となった専有部分をバリューアップし、1 戸ごと順次、エンドユーザーに販売する。手間と時間のかかる事業であり、不動産投資市場の回復を受け、Restyling 事業の仕入れは 2012 年の 1 件を最後に途絶えている。

海外でもマレーシアの区分所有マンション・オフィスを試験的に取得し、本格展開の可能性を模索している。

b) 不動産開発事業

エンドユーザー向けに分譲マンション、分譲戸建の開発を、投資家（事業会社、個人富裕層、私募ファンド、REIT 等）向けに賃貸マンション、オフィスビル、商業ビル・複合ビル等の開発を行い、竣工後あるいはリースアップ後に売却し、開発利益を得る事業。当初、分譲マンションの開発からスタートし、1999 年に分譲戸建、2005 年にオフィス・商業ビルへと開発のアセットタイプを広げてきた。足元では需要が旺盛なホテルの開発を開始している。



トーセイ

8923 東証 1 部

<http://www.toseicorp.co.jp/ir/>

2016 年 8 月 5 日 (金)

多様な開発ラインナップがあるため、用地仕入れ時に立地、規模、ニーズに合わせて柔軟に検討できる強みがある。

商品ブランドは、分譲マンション及び賃貸マンションが「THE パームス」、分譲戸建が「THE パームスコート」、商業ビルが「T'S BRIGHTIA」。

分譲マンションは東京都区部における中規模の一次取得者向けファミリータイプが中心。分譲戸建の戸当り単価は 4,000 ～ 5,000 万円台が中心であり、3,000 万円台で展開しているパワービルダーとの差別化を図っている。現在、エンドユーザー向けの開発では、分譲マンションと比べ用地価格や建築費上昇の影響が小さい分譲戸建に注力している。その一環として 2015 年 12 月に東京都町田市に本社を置く戸建事業会社(株)アーバンホームを買収した。

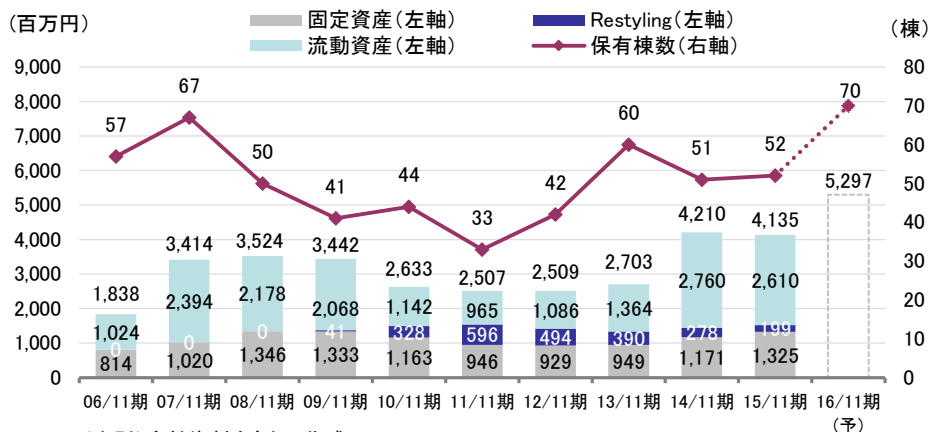
投資家向けの開発物件の規模は、不動産流動化事業で手掛ける物件とおおむね同程度。

c) 不動産賃貸事業

固定資産 (IFRS では投資不動産と表記) として保有する収益不動産からの賃貸収入だけでなく、棚卸資産 (再生流動化物件や開発物件) の保有期間中に発生する賃貸収入も不動産賃貸事業に計上される。

固定資産の保有を増やして安定的な賃貸収入の拡大を図っていく方針であり、固定資産等からの賃貸収入は 2015 年 11 月期では全体の 32% であったが、2016 年 11 月期 2Q では全体の 43% に増加している。

賃貸収入の推移



(出所) 会社資料をもとに作成

(注) 12/11期からIFRSベース。固定資産はIFRSの科目では投資不動産に相当
棟数は固定資産、流動資産のうち賃料が発生している物件数で期末時点

私募ファンドの組成・運営や REIT の運営を行う

d) 不動産ファンド・コンサルティング事業

子会社のトーセイ・アセット・アドバイザーズ(株)を中心に展開する不動産ファンド・コンサルティング事業では、私募ファンドの組成・運営、トーセイ・リート運営を行い、各種フィー収入を得ている。私募ファンドのエクイティ出資者は主に海外投資家。エクイティ出資者と利害を共有するためセიმポート出資を行うこともある。コンサルティング事業では、CRE (企業不動産) に係る仲介手数料やディスポジションフィー、コンサルティングフィーを得ている。



トーセイ

8923 東証 1 部

<http://www.toseicorp.co.jp/ir/>

2016 年 8 月 5 日 (金)

ファンドからのフィー収入の体系は以下のとおり。

ファンドからのフィー収入の体系

フィーの種類	フィーの内容	フィー料率
アキュイジションフィー	物件の取得に対する一過性の報酬	取得金額の 30 ~ 50bp 程度
AM (アセットマネジメント) フィー	ファンドの保有資産の運用・管理に対する報酬で、ファンド運用期間中、永続的に得られる	AUM に対して 30 ~ 50bp 程度 レスキュー AM は 10 ~ 20bp 程度
ディスポジションフィー	物件の売却に対する一過性の報酬	売却金額の 30 ~ 70bp 程度
インセンティブフィー	ファンド終了時に当初定めたハードルレートを上回った場合に得られる成功報酬	ハードルレート超過分に対して 20 ~ 30%程度

(出所) 会社ヒアリングなどをもとにフィスコ作成

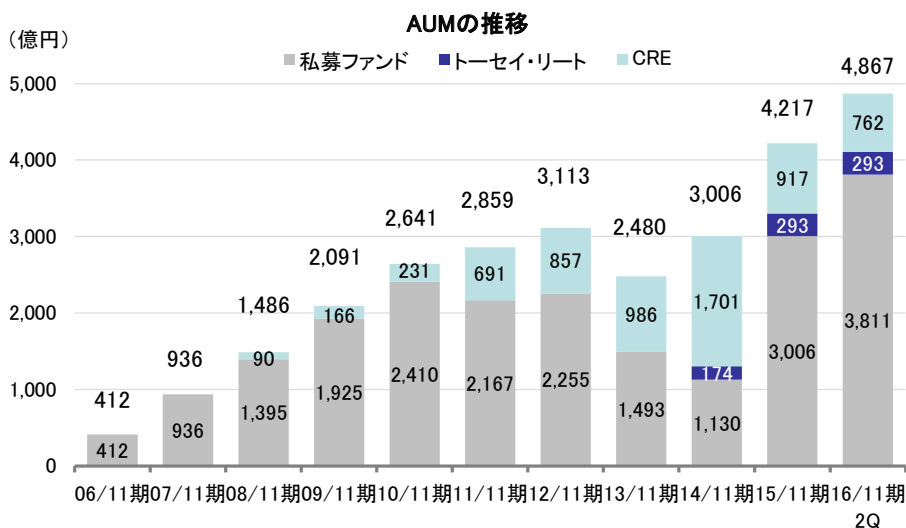
リーマンショック後は破綻した AM 会社から AM を肩代わりするレスキュー AM を積極的に受託していたが、これは AM フィー料率が低い。現在では物件売却が進み、レスキュー AM は残り少なくなっている。

私募ファンドへのセイムポート出資からは、賃貸収益を原資とするインカム配当、物件売却益を原資とする売却配当を受領する。

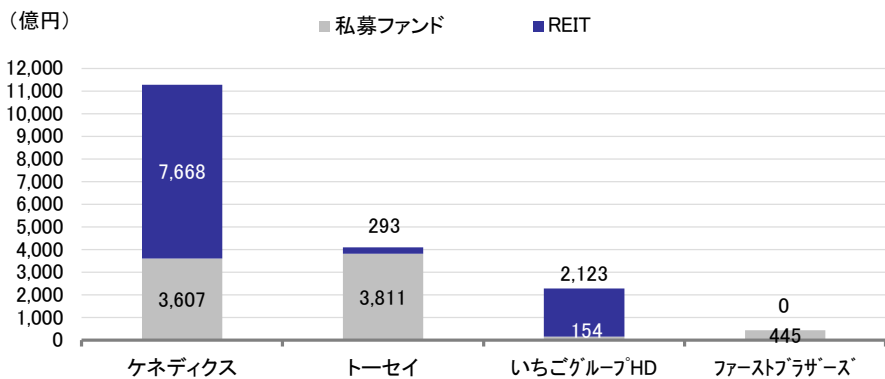
CRE に関しては、現在 8 社の事業会社から 14 棟にかかるコンサルティング業務を受託し、稼働率向上や再開発などのアドバイスを行っている。コンサルティングフィー収入自体の収益寄与は小さいが、CRE を通じ物件取得や、物件売却時の仲介につながることもある。

私募ファンドの AUM は物件売却の進捗とともに減少傾向だったが、2014 年 12 月にブラックストーンから日本の賃貸マンションに投資する約 2,000 億円のファンドの AM を受託したことにより 2015 年 11 月期に急反転した。

運用期間が有期の私募ファンドと異なり REIT は無期であるため、AUM の維持拡大のために今後のトーセイ・リート of の外部成長が期待される。



独立系上場AM会社のAUM比較(自己勘定投資、CREを除く)



(出所)各会社資料をもとに作成

(注)ケネディクスは2016年3月末、トーセイ、いちごグループ、ファーストラザースは2016年5月末。ケネディクスのREITはマイナースポンサーREITを含まず。いちごグループホールディングスの私募ファンドには連結対象を含まず。

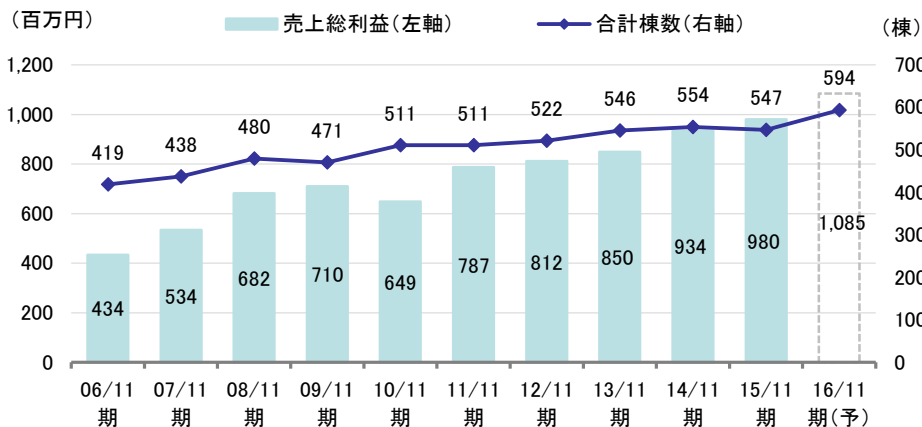
不動産管理事業の売上総利益は管理棟数の積み上げに伴い着実に増加

e) 不動産管理事業

子会社のトーセイ・コミュニティ(株)においてオフィスビル、マンションを中心にPM、BMを受託している。具体的には、建物、施設の管理、清掃、改修工事の請負などを行う。トーセイグループが他の事業で関与した物件だけでなく、外部からの受託もあり、ホテル、学校施設、マルチテナント型物流施設なども受託している。

安定的なストックビジネスであり、管理棟数の積み上げに伴い売上総利益は着実な増加傾向となっている。

管理棟数および売上総利益の推移



(注)16/11期の管理棟数は2Q末の実績。売上総利益は会社予想

f) その他

5つの報告セグメントに振り分けられないものをその他としている。現在、2014年に買収したスポーツクラブの会費収入が大半を占める。

一級建築士事務所を抱え、きめ細かなバリューアップに強み

(3) 特色・強み

a) 東京経済圏にエリア特化し、中小規模物件を主要ターゲットとする

事業エリアを東京経済圏（東京を中心に神奈川、埼玉、千葉）に特化しており、棚卸資産の約 6 割が東京 23 区内に所在している。

東京経済圏は、世界主要都市の中で経済規模が最大で、収益不動産のストック量、流動性の高さ、オフィスやレジデンスなどの賃貸の需要層の厚みの点で国内の他地域と比較にならない。日本の人口が減少に転じるなかでも、東京の人口、世帯数は増加傾向が続いており、インバウンド需要の中心地でもある。2020 年東京五輪に向けた数多くの再開発プロジェクトや交通インフラの整備により更なる都市力のアップが期待されている。

取り扱う物件規模は 3 ～ 20 億円の中小規模物件を中心に 100 億円程度まで幅広い。ボリュームゾーンは 10 億円前後。自己勘定で不動産の再生流動化を手掛ける上場企業は少なくないが、中小規模の築古物件はストックが膨大であるため、仕入れ時における競合はほとんどなく、8 割以上を相対で仕入れている。

東京経済圏に特化してきたことにより、物件の目利き力が鍛えられたほか、様々なコネクションを構築してきたことから情報収集力やソーシング力の向上にもつながっている。

自己勘定で再生流動化を手掛ける主な上場企業

	8923 トーセイ	8934 サンフロンティア 不動産	2337 いちごグループ ホールディングス	3299 ムゲンエステート	3244 サムティ
主な事業エリア	東京経済圏特化	都心5区中心	東京を中心に 大都市圏	東京経済圏特化	近畿中心に 地方都市
主なアセットタイプ	レジデンス、 オフィス、 商業施設	オフィス、 商業ビル	オフィス、 商業ビル、 レジデンス、 ホテル	区分所有 マンション、 レジデンス、 オフィス、アパート	レジデンス、 商業施設
平均的な物件規模	10億円前後	5～10億円弱	20～30億円	1億円強	数億～20億円

出所:フィスコ作成

b) きめ細かなバリューアップ力

インハウスに一級建築士事務所を抱えており、きめ細かなバリューアップに強みを持っている。立地、物件特性、ニーズを見極めた上で、32 項目の独自の再生チェックポイント「Value UP32」を用いて、コストパフォーマンスに留意しながら的確な再生を行っている。外観や設備改善のみならずコンバージョン（用途変更）を行ったり、高いリーシング力を生かし、低稼働ビル、空ビルの取得・再生を行うこともある。空ビルはテナントがいらないため再生工事に制約を受けず、事業会社の本社仕様に仕立てることもできる。こうした場合は利回りを重視する投資家に売却するよりも高く売却できる。

単なる転売業者は不動産市況の悪化の影響が直撃するが、同社の場合、例えば低稼働物件を廉価に仕入れ、バリューアップ及びリースアップにより NOI の向上を図れば、キャップレートが上昇した場合でも影響を吸収することができる。物件仕入れ時の売上総利益率の目線はキャップレートが変わらない前提で 15 ～ 20% としており、足元ではキャップレートの低下も享受し、これをかなりかなり上回る利益率となっている。

c) 多彩なアセットタイプ、幅広い顧客層を有することによる環境変化への対応力

キャッシュフローの特性が異なる多様な事業ポートフォリオを有するほか、多彩なアセットタイプを取り扱い、幅広い顧客層を有することから、経営資源を不動産市況や金融環境の変化に応じて柔軟に適切な事業、アセットタイプに振り向けることができる。これにより不動産市況悪化時のリスクを軽減するとともに、不動産市況活況時の収益拡大を図っている。実際、リーマンショック後も赤字に陥ることなく乗り切った。

(4) バンクフォーメーション

リーマンショック後に多くの不動産会社がリファイナンスに行き詰まり破綻していったことからわかるように不動産会社は資金調達が命であり、財務戦略は非常に重要。

同社は三菱東京 UFJ 銀行（三菱 UFJ フィナンシャル・グループ <8306>）を筆頭に三井住友銀行（三井住友フィナンシャルグループ <8316>）、みずほ銀行（みずほフィナンシャルグループ <8411>）のメガバンク 3 行を主力取引行とする体制を採っている。他に政府系金融機関、福岡銀行（ふくおかフィナンシャルグループ <8354>）や広島銀行 <8379> などの有力地銀を始め不動産融資に積極的な地銀 30 行強と取引がある。トーセイ・リートのバンクフォーメーションもおおむね同社に準じている。

不動産流動化物件（棚卸資産）にかかる借入期間はおおむね 3～5 年（投資不動産・固定資産は 10～15 年の長期の場合もある）と通常の事業期間よりも長めに調達している。売り急ぐことなく最適なタイミングで物件売却できるような資金調達を目指すとともに、金融環境悪化時のリファイナンスリスクに備えている。

足元の調達金利はアップフロントフィーを含め 1.3%程度となっている。

(5) 大株主の状況

実質的な創業者で代表取締役社長の山口誠一郎氏が筆頭株主。2 位の（有）ゼウスキャピタルは山口家の資産管理会社。3～10 位の大株主はカストディアン。大量保有報告書からスパークス・アセット・マネジメント（株）が 2016 年 6 月 15 日現在で 6.3%、ハーリーシキャブが 2016 年 4 月 1 日現在で 9.4% を保有していることが確認される。

大株主（2016 年 5 月末現在）

	株主名	所有株式数 (千株)	所有比率 (%)
1	山口 誠一郎	12,885	26.68
2	(有)ゼウスキャピタル	6,000	12.42
3	KBL EPB S.A. 107704 (常任代理人：(株)みずほ銀行決済営業部)	4,828	10.00
4	日本トラスティ・サービス信託銀行(株)(信託口)	1,852	3.83
5	STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505001 (常任代理人：(株)みずほ銀行決済営業部)	1,555	3.22
6	CBNY-GOVERNMENT OF NORWAY (常任代理人：シティバンク銀行(株))	1,494	3.09
7	日本マスタートラスト信託銀行(株)(信託口)	1,359	2.81
8	BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES LUXEMBOURG/JASDEC/FIM/ LUXEMBOURG FUNDS/UCITS ASSETS (常任代理人：香港上海銀行東京支店)	820	1.69
9	CBLDN THREADNEEDLE INVESTMENT FUNDS ICVC-JAPAN FUND (常任代理人：シティバンク銀行株式会社)	735	1.52
10	HSBC-FUND SERVICES, HBAP CLTS UCITS A/C-IRELAND (常任代理人：香港上海銀行東京支店)	499	1.03
	上位 10 位計	32,031	66.29

出所：四半期報告書

2016 年 8 月 5 日 (金)

■ 決算動向

上期で期初の通期営業利益計画を達成

(1) IFRS と日本の会計基準 (J-GAAP) との相違

日本基準の連結損益計算書が IFRS では連結包括利益計算書、日本基準の連結貸借対照表が連結財務状態計算書と名称が異なる。ただし、後者については基本的な様式に大きな相違はない。

前者の相違点としては、連結包括利益計算書には日本基準のような経常損益、営業外損益、特別損益の概念、項目がなく、IFRS における営業損益は、投資損益、金融損益、持分法損益、法人所得税、非継続事業からの損益以外の損益となる。したがって、日本基準で特別損益に計上される固定資産の売却損益や減損損失は、IFRS ではその他の収益・費用という項目に計上され、営業損益に含まれることになる。IFRS における税引前利益は日本基準の税金等調整前当期純利益 (経常利益に特別損益を加減算したもの) に相当する。

不動産会社の利益に影響を与える項目としては、1) 開発物件の開発期間中の借入費用が IFRS では資産計上される、2) 減損損失の認識のタイミングが IFRS では 1 ステップアプローチの採用により日本基準より早く、また、減損の原因となった事象が解消された場合、戻入を行う (日本基準は戻入不可)、など様々あるが、総じて影響は限定的。両基準の差が確認できる同社の 12/11 期決算を見ても売上高、利益ともその差は軽微である。

(2) 2016 年 11 月期第 2 四半期累計 (12 月 -5 月) 業績概況

7 月 5 日に発表された 2016 年 11 月期第 2 四半期累計決算 (連結) は、売上高 306 億円 (前年同期比 37.2% 増)、営業利益 76.7 億円 (同 68.7% 増)、税引前利益 72.4 億円 (同 73.6% 増)、親会社の所有者に帰属する四半期利益 47.4 億円 (同 78.8% 増)。

開発案件の都市型商業施設の売却益がけん引し、大幅増収増益の好決算となった。物件売却のタイミングで短期の業績はぶれるため、当社は第 2 四半期累計業績予想を開示していないが、営業利益は期初の通期予想 75.6 億円を既に達成した。このため通期の営業利益予想は 90 億円に上方修正された。

仕入は売上想定金額換算で 383 億円 (引渡ベース)。契約済みの案件を含めると 461 億円。通期目標 700 億円に対し順調に進捗している。不動産保有会社の M&A や、競合の少ない空ビルの取得など工夫を凝らすことで、物件の取得競争が熾烈さを増すなかでも想定売上総利益率の目線を下げることなく高水準の仕入れを維持できている。

(3) セグメント別の業績動向

a) 不動産流動化事業

セグメント業績は、売上高 154 億円 (前年同期比 12.1% 増)、営業利益 36.2 億円 (同 10.0% 増)。売上総利益率は 28.1% (同 0.3%pt 減) と高水準を維持した。

販売物件の内訳は、オフィス、レジデンスなどの 1 棟販売が 19 棟、売上高 142 億円 (1 棟平均約 7.5 億円)、Restyling が 39 戸、売上高 11.8 億円 (戸当たり平均 3,028 万円) だった。

1 棟販売の売却先はほとんどが事業法人。トーセイ・リート向けの売却はなかった。1 棟販売の中には空ビルないし空ビルに近い低稼働物件が 4 棟あった（前年同期は 3 棟）。空ビルや低稼働物件は、投資用不動産と比べ流動性に乏しく、保有中の賃貸収入も十分に得られないことから、ある程度の投資リスクを負うが比較的格安に仕入れられる。一方で、本社使用などの実需で売却できた場合は、通常のキャップレートとは違った目線での取引となるため、高水準の売上総利益率を得られる可能性がある。上期に売却した 4 棟のうち 3 棟はこの実需用途であり、残り 1 棟は、ホテル用途へのコンバージョンプランの提案によって、ホテル保有を希望する買主へ売却した。

Restyling は新たな仕入れを行っておらず、在庫は漸減傾向。5 月末の在庫は 9 棟、125 戸（売上高規模 40 億円弱）となった。

b) 不動産開発事業

セグメント業績は、売上高 100 億円（前年同期比 2.4 倍）、営業利益 36.5 億円（同 6.2 倍）と急伸した。売上総利益率は 47.8%（前年同期比 24.2%pt 増）と非常に高水準になった。

売上高の内訳は、商業ビルの開発案件が 2 棟で 74.8 億円、戸建分譲が 53 戸で 26.0 億円。マンション分譲はなかった。商業ビル 2 棟は「T'S BRIGHTIA 南青山」と「T'S BRIGHTIA 綱島」。前者は同社が開発した商業施設の中では過去最大で、売却額は 70 億円近くになったもよう。2 物件とも第 1 四半期（12 月 -2 月）に売却した。戸建分譲の 53 戸の中には、買収したアーバンホームの案件が 7 戸含まれている。

戸建分譲の売上総利益率は前年同期と同水準の 21%としており、商業ビル 2 棟の売上総利益率は 57%程度となる。「T'S BRIGHTIA 南青山」は建築中からテナントの誘致を図り、テナントの要望に沿った仕様とすることで高収益物件となった。不動産投資市場の活況、立地の稀少性もあり、アジアの不動産ファンに好条件で売却することができた。なお、商業ビル 2 物件の売買契約は期初計画発表時点で既に済んでおり、今期の業績をけん引することは期初から明らかだったためサプライズはないが、「T'S BRIGHTIA 南青山」の追加工事費用やテナントリーシングにかかるコンサルティングフィーが見込みを下回ったため、想定以上の高採算となった。

戸建分譲の販売状況は、立地や物件の価格帯、コンセプト等により好不調まちまちだが、市況同様、総じて力強さはない。値引きによる売り急ぎはせず、着実に販売していく方針。

c) 不動産賃貸事業

セグメント業績は、売上高 24.3 億円（前年同期比 28.8%増）、営業利益 10.0 億円（同 19.3%増）。5 月末の保有物件は、賃料の発生していない空ビルを除くベースで 70 棟（前年同期末比 22 棟増、前期末比 18 棟増）と好調な仕入れにより拡大したため、売上高（賃貸収入）は順調に拡大した。売上高の伸びに比べ、営業利益の伸び率がやや低めなのは、新たに仕入れる物件にはバリューアップ余地の大きい低稼働のものが含まれることによる。

安定収益拡大のため固定資産を増やしていくという方針のもと、レジデンス 1 棟、約 16 億円を固定資産として取得した。

トーセイ・リートの上場時に抛出した郊外オフィスに関し、スポンサーとして REIT の分配金の確実性を担保するため賃料固定型マスターリース契約を結んでいたところ、キーテナントの退去が発生し、逆ざやとなっている。ただし、前期に将来の損失見込み額を引当処理済み。今年 11 月に期限が到来する賃料固定型マスターリース契約は、マスターリース賃料を 5.1%引き下げた上で、期間 4 年で再契約することになった。足元の稼働率は 70%程度でリースアップには時間を要するかもしれないが、マスターリース賃料を引き下げたこともあり、セグメント利益への影響は軽微だろう。

d) 不動産ファンド・コンサルティング事業

セグメント業績は、売上高 10.9 億円(前年同期比 40.6% 増)、営業利益 4.3 億円(同 27.7% 増)。5 月末の AUM は 4,867 億円と前期末から約 650 億円の純増となった。新規の AM 受託は、昨年末にブラックストーンから受託したレジデンス 57 物件、532 億円を中心に 871 億円。売却等による減少は 221 億円だった。新規受託は好調で、これに伴い AM フィーが 5.4 億円(同 33% 増)と拡大した。一方、売却が少なかったためディスポジションフィーは 0.2 億円(同 87% 減)にとどまった。

e) 不動産管理事業

セグメント業績は、売上高 19.6 億円(前年同期比 18.1% 増)、営業利益 0.7 億円(同 20.8% 減)。5 月末の管理棟数は 594 棟(前期末比 47 棟増)とブラックストーンから AM 受託したレジデンスのうち東京圏の物件の管理を受託したため大きく伸びた。これに加え、スポット工事が増加し売上高は増加したが、販管費増を吸収し切れず、営業利益段階では減少となった。

厳しい取得環境下でも、仕入れは M&A などの工夫を凝らし順調**(4) 上期の仕入れ状況**

上期の流動化物件及び開発用地の仕入れ高は、想定売上高ベースで 383 億円相当(固定資産として取得したレジデンス 1 棟、約 16 億円を含む)。売買契約締結済みで未引渡の案件 78 億円を含めると 461 億円となり、2015 年 11 月期の仕入れ高 451 億円を既に上回った。通期の仕入れ目標 700 億円に対する進捗率は契約ベースで 66%。良好な資金調達環境を受け取得競争が一段と激化するなかでも順調に進捗した。

引渡済みの 383 億円の内訳は、流動化物件が 32 物件、306 億円、開発用地が 4 件、77 億円。流動化物件の仕入れでは、不動産 M&A の手法を活用。池袋に本社を置く不動産会社 2 社を M&A したことにより、収益不動産 7 物件(うち 5 物件は池袋に所在、アセットタイプ別では複合ビル 2 物件、レジデンス 3 物件、ホテル、駐車場が各 1 物件)を取得した。7 物件で売上高想定は 63 億円となる。

流動化物件の仕入れの中では、引続きオフィスビルが 15 棟、217 億円(1 棟平均 14.5 億円)と最も多く、この中には空ビル、空ビルに近い低稼働物件があったもよう。

開発用地の仕入れの内訳は、青山の商業ビル用地などオフィス・商業が 2 プロジェクト、戸建・土地分譲が鎌倉など 2 プロジェクトだった。

(5) 財務状況

2016 年 5 月末の資本は 402 億円。期間利益の積み上げにより、前期末から 39.7 億円増加したが、積極的な仕入れにより自己資本比率は 35.9%(前期末比 3.0pt 減)と低下した。それでも自己資本比率は不動産会社としてはかなり高い水準であり、足元の非常に良好なデットの調達環境を考えれば物件取得によるアセット拡大余力は大きいと言える。

日本の会計基準の賃貸等不動産の含み益に相当する投資不動産の含み益は 2015 年 11 月期末で 101.9 億円。キャップレート低下を主因に 2014 年 11 月期末の 63.4 億円から増加している。この投資不動産の含み益を自己資本に単純に加味した NAV(純資産価値)は 1 株当たり 1,043 円となる。

2016 年 8 月 5 日 (金)

2016 年 5 月末の棚卸資産は簿価で 598 億円、想定売上高規模で 860 億円。今後、開発案件の建築費や流動化物件のバリューアップ費用の支出により簿価は増加するため、この差額 262 億円が含み益ということにはならないが、棚卸資産には 100 億円超の含み益があるとみていだろう。

2016 年 11 月期の利益予想及び期末配当予想は上方修正された

(6) 2016 年 11 月期業績予想

既に上期で期初の利益予想を超過しており（営業利益で 1.1 億円、税引前利益で 7.3 億円、親会社の所有者に帰属する当期利益で 4.3 億円）、第 2 四半期決算発表と同時に通期会社業績予想は修正された。

修正後の連結業績予想は、売上高 535 億円（前期比 24.5% 増）、営業利益 90.0 億円（同 30.6% 増）、税引前利益 80.2 億円（同 32.9% 増）、親会社の所有者に帰属する当期利益 52.6 億円（同 27.3% 増）。期初予想からは、売上高が 16.8 億円下方修正された一方、営業利益は 14.3 億円、税引前利益は 15.1 億円、親会社の所有者に帰属する当期利益は 9.6 億円、それぞれ上方修正された。前期にあったマイナー出資ファンドからの売却配当約 7 億円のはく落や、南青山案件など大型物件売却に伴う販売経費増加等による販管費の大幅増を跳ね返し、前期比大幅増益となる見込み。

業績予想の修正に伴い期末の 1 株当たり配当金予想は 4 円増額修正され 22 円となった（同社は中間配当を実施していない）。前期からは 6 円の増配予想となる。

利益予想の上方修正の主因は、1) 「T'S BRIGHTIA 南青山」の開発利益が想定を 5 億円程度上振れた（理由は先述のとおり）、2) 上期の流動化物件の売却価格が想定以上となった、3) 不動産ファンド・コンサルティング事業におけるディスポジションフィー、仲介手数料の想定が保守的過ぎた、4) 期初予想にはアーバンホームの新規連結が織り込まれていなかった（アーバンホームの事業規模は、売上高約 15 億円）など。

売上高の下方修正の主因は、1) 来期業績を見据え、流動化物件の販売時期を一部先送りした、2) 戸建分譲の販売を保守的に見積もったことによる。

販管費（その他収益、その他費用を含む）の予想は 73.7 億円（同 46.9% 増）と期初予想から 0.4 億円増額修正された。前期比で大幅増を見込むのは、1) 物件販売経費の増加、2) 業容拡大に向けた人員増（2015 年 11 月期末 301 人→2016 年 5 月末 349 人）やベースアップによる人件費増。

修正会社業績予想に対する上期の進捗率は、売上高 57.2%、営業利益 85.3%、税引前利益 90.2%、親会社の所有者に帰属する当期利益 90.1%。売上高に比べ利益予想の進捗率が非常に高いのは、下期にトーセイ・リートへの物件売却を 100 億円程度見込んでいるが、ブリッジ案件のため利益率が低いことによる。

下期も積極仕入れを継続する方針で、仕入高の目標 700 億円（想定売上高ベース）は達成可能だろう。なお、700 億円の内訳は、開発用地 180 億円、流動化物件 520 億円。

日銀のマイナス金利導入を受け、物件取得競争は一段と熾烈だが、同社が主に取り扱う 10 億円前後の物件は流動性が高く、入手情報量は月約 1,000 件と豊富で取得機会は充分にある。競合の少ない低稼働物件の取得や、ノウハウが蓄積されてきた M&A の手法の活用により比較的安い価格での取得を引続き目指す。

以下、主要セグメントの見通しについて説明する。

a) 不動産流動化事業

セグメント業績予想は、売上高 293 億円(前期比 12.8% 増)、営業利益 40.5 億円(同 2.9% 減)。期初予想から売上高は物件売却の一部先送りにより 28.3 億円下方修正されたが、物件売却価格が想定を上回って推移しているため、営業利益は 5.8 億円上方修正された。

売上総利益率の予想は期初予想の 14.6% から 18.0% (前期比 2.0pt 減) に上方修正された。ただし、上期の 28.1% から下期は 6.8% に急低下見込み。これは下期の売上高予想 138 億円のうち 100 億円程度をトーセイ・リートへのブリッジ案件と想定しているため。そのうちの 1 物件として、「西台 NCビル」(板橋区) を 6 月に売買契約を締結しており、8 月末に引渡予定。売却予定価格は 14.8 億円、売却キャップレートは 6.0%。

b) 不動産開発事業

セグメント業績予想は、売上高 134 億円(前期比 2.0 倍)、営業利益 36.1 億円(同 6.8 倍)。期初予想から売上高は 6.8 億円、営業利益は 6.5 億円、それぞれ上方修正された。下期は 1 棟ものの売却予定はなく、戸建分譲の販売のみとなる。戸建分譲は期初では 123 戸の引渡しを計画していたが、下振れしそうな状況。しかし、アーバンホームの新規連結が期初予想には織り込まれていなかったため、売上高は小幅上方修正された。営業利益が上方修正された主因は、先述のとおり「T'S BRIGHTIA 南青山」にかかる費用が想定を下回ったこと。

c) 不動産賃貸事業

セグメント業績予想は、売上高 52.9 億円(前期比 24.3% 増)、営業利益 24.7 億円(同 37.5% 増)。期初予想から売上高、営業利益ともに、それぞれ 1.4 億円上方修正された。物件の仕入れや、バリューアップによる NOI 改善が順調に進捗していることによる。

d) 不動産ファンド・コンサルティング事業

セグメント業績予想は、売上高 20.5 億円(前期比 15.9% 減)、営業利益 7.1 億円(同 51.2% 減)。前期のファンドへのマイナー出資にかかる売却配当 7.2 億円のはく落により大幅減益見込み。ただし、期初予想からは売上高は 4.8 億円、営業利益は 2.1 億円の上方修正。上期に AUM が想定以上に積み上がったことによる AM フィーの上振れや、上期に少なかった物件売却が下期には進展するとみられるのに対し期初予想ではディスポジションフィー、仲介手数料を保守的にみていたことによる。

(7) 2017 年 11 月期業績の見通し

2016 年 11 月期業績は不動産開発事業がけん引することになる見込みだが、2017 年 11 月期業績は不動産流動化事業がけん引することになる。バリューアップが進み、含み益のある流動化物件の棚卸資産は潤沢であり、不動産投資市場は引続き活況のため、営業利益 100 億円は難しくないだろう。不動産開発事業では「T'S BRIGHTIA 南青山」のような大型高採算の 1 棟ものの開発案件の竣工予定はない。ただし、2015 年 11 月期には分譲マンションの販売がなかったが、現在、世田谷区下馬で 89 戸の物件の開発を計画中であり、期末に一部引渡しになる可能性があろう。

要約連結包括利益計算書（連結損益計算書）

（単位：百万円）

会計基準	J-GAAP（日本基準）					IFRS				
	09/11	10/11	11/11	12/11	13/11	14/11	15/11	16/11 予 期初 (予)	修正 (予)	
売上高	33,629	26,449	24,759	24,539	24,195	35,070	49,981	43,006	55,250	53,562
不動産流動化	9,962	8,149	12,040	5,980	5,980	11,098	34,743	25,986	32,154	29,314
1 棟販売	9,962	5,255	5,626	2,046	2,046	8,010	32,705	23,824	-	-
Restyling	0	2,894	6,414	3,933	3,933	3,087	2,037	2,161	-	-
不動産開発	16,556	11,682	5,256	11,259	11,259	16,347	6,112	6,605	12,732	13,414
戸建・宅地	0	0	0	2,239	2,239	5,141	4,483	6,014	-	5,926
分譲マンション	3,977	7,958	3,324	7,307	7,307	5,874	1,629	0	-	-
オフィス、賃貸マンション等	12,579	3,724	1,932	1,712	1,712	5,331	0	591	-	7,488
不動産賃貸	3,443	2,634	2,507	2,501	2,510	2,703	4,210	4,135	5,031	5,297
流動資産	2,068	1,142	965	1,071	1,086	1,364	2,760	2,610	-	-
Restyling	41	328	596	492	494	390	278	199	-	-
固定資産	1,333	1,163	946	937	929	949	1,171	1,325	-	-
不動産ファンド・コンサルティング	937	1,175	1,414	799	799	1,419	958	2,343	1,439	2,056
AM フィー	795	816	684	450	450	381	266	828	-	-
アクイジションフィー	22	11	109	19	19	51	116	170	-	-
ディスポジションフィー	28	25	46	63	63	173	199	289	-	-
インセンティブフィー	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-
仲介手数料・その他	93	323	575	267	267	666	323	326	-	-
配当金	-	-	-	-	-	148	53	729	-	-
不動産管理	3,061	3,057	3,911	3,856	3,500	3,541	3,459	3,574	3,819	3,948
オルタナティブインベストメント	624	170	180	841	844	440	1,078	921	590	-
その他	-	-	-	-	-	-	-	-	-	346
調整額	-955	-420	-551	-698	-698	-481	-582	-559	-517	-816
売上原価	29,449	22,056	19,290	18,291	18,081	26,392	40,018	31,091	40,353	37,183
売上総利益	4,179	4,392	5,469	6,248	6,113	8,678	9,962	11,915	14,897	16,379
不動産流動化	-24	553	2,135	742	624	2,112	4,226	5,192	4,682	5,267
不動産開発	776	719	133	2,543	2,422	2,779	1,192	1,364	5,148	5,431
不動産賃貸	2,033	1,422	1,320	1,333	1,481	1,671	2,526	1,916	2,485	2,728
不動産ファンド・コンサルティング	856	1,128	1,324	738	738	1,248	889	2,253	1,390	1,953
不動産管理	710	649	787	876	812	850	934	980	1,056	1,085
オルタナティブインベストメント	-95	-20	-151	98	119	101	284	296	205	-
その他	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12
調整額	-76	-60	-79	-84	-84	-86	-90	-88	-71	-98
販管費	2,573	2,666	3,080	3,217	3,245	4,777	4,381	5,099	7,334	7,378
その他収益	-	-	-	-	17	33	45	126	-	-
その他費用	-	-	-	-	29	19	65	50	-	-
営業利益	1,606	1,726	2,389	3,030	2,856	3,914	5,560	6,891	7,563	9,000
不動産流動化	-164	408	1,891	390	273	1,398	3,330	4,187	3,281	4,051
不動産開発	635	599	-22	2,318	2,197	1,447	432	534	2,959	3,619
不動産賃貸	1,872	1,295	1,182	1,192	1,340	1,590	2,414	1,730	2,278	2,470
不動産ファンド・コンサルティング	309	500	652	184	181	669	174	1,373	375	714
不動産管理	238	120	104	68	-11	123	227	146	172	155
オルタナティブインベストメント	-144	-57	-190	59	82	73	213	322	132	-
その他	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-18
調整額	-1,139	-1,139	-1,231	-1,183	-1,207	-1,388	-1,233	-1,404	-1,637	-1,992
金融収益	40	31	71	22	4	3	3	22	-	-
金融費用	991	954	886	779	642	695	900	874	-	-
税引前利益	656	803	1,574	2,274	2,218	3,222	4,663	6,040	6,508	8,026
法人所得税	200	322	785	766	753	1,215	1,789	1,904	2,074	2,759
当期利益	108	421	751	1,405	1,465	2,006	2,874	4,135	4,305	5,266
EPS（円）	2.85	9.74	16.46	30.76	32.07	43.05	59.53	85.66	89.17	109.08

（出所）決算短信、会社資料

（注）予想は会社

13/11 期から IFRS 移行、12/11 期は遡及修正したものと日本基準を併記

便宜的に日本基準の経常利益は税引前利益に、営業外損益は金融損益に記載し、特別損益の記載は省略

12/11 期以前の不動産ファンド・コンサルティングにおける配当金は仲介手数料・その他に含まれている

16/11 期からセグメント変更によりオルタナティブ・インベストメントは廃止。15/11 期は遡及修正していない。

要約連結財政状態計算書 (連結貸借対照表)

(単位: 百万円)

会計基準 会計年度	J-GAAP (日本基準)				IFRS				
	09/11	10/11	11/11	12/11	13/11	14/11	15/11	16/5H	
流動資産	47,517	46,059	43,908	49,133	48,744	53,679	59,882	67,888	84,886
現金及び現金同等物	7,890	7,127	8,326	9,430	9,410	14,711	16,100	18,791	22,627
棚卸資産	37,363	37,477	33,735	37,178	37,417	38,040	41,565	46,156	59,895
非流動資産	14,717	16,623	16,059	15,599	16,618	17,603	20,975	25,307	27,143
有形固定資産	12,812	14,398	14,599	14,552	3,331	3,304	3,293	3,315	3,587
投資不動産	-	-	-	-	11,695	12,703	13,858	18,785	20,330
資産合計	62,235	62,682	59,967	64,732	65,363	71,283	80,858	93,196	112,030
負債	39,981	38,226	34,991	38,580	38,819	41,190	48,130	56,967	71,823
流動負債	18,364	12,474	8,791	11,284	11,283	10,985	9,632	13,819	13,018
借入金	16,185	10,823	6,170	7,740	7,742	7,587	5,380	9,492	7,191
非流動負債	21,616	25,752	26,200	27,296	27,535	30,205	38,498	43,148	58,805
借入金	19,107	23,438	23,904	24,654	24,659	27,449	35,024	39,175	53,978
資本	22,253	24,455	24,976	26,152	26,543	30,092	32,727	36,228	40,206
(借入金合計)	35,292	34,261	30,075	32,395	32,401	35,036	40,404	48,668	61,169
(自己資本比率) (%)	35.7	39.0	41.6	40.4	40.6	42.2	40.5	38.9	35.9
(ネット D/E レシオ) (倍)	1.23	1.11	0.87	0.88	0.87	0.68	0.74	0.82	0.96

出所: 決算短信をもとに作成

注: 13/11 期から IFRS 移行、12/11 期は遡及修正したものと日本基準を併記

■ 中長期展望

良好な事業環境を受け、中期経営計画は大幅に前倒し達成となりそう

(1) 既存事業を拡大しながら周辺事業領域への進出を模索

2015 年 11 月期を初年度とする 3 ヶ年の中期経営計画「Advancing Together 2017」では企業規模の拡大を志向し、基本方針を『既存事業の拡大と周辺事業領域の検討』としている。重点戦略に掲げているのは、1) 成長ドライバーの強化、2) 安定 3 事業の強化、3) 周辺事業領域の検討と進出の 3 つ。

(2) 積極仕入れによるバランスシート拡大が成長の基本

成長の基本は積極仕入れ継続によるバランスシートの拡大。これにより成長ドライバーとする 3 事業のうち不動産流動化、不動産開発と、安定 3 事業のうちの不動産賃貸の拡大を図っていく。

拡大路線ながら事業の安定性向上も重視しており、保有不動産拡大に伴う賃貸収入の増加に加え、AUM 拡大によるフィー収入の拡大などにより、2020 年 11 月期には安定 3 事業の売上総利益を全体の売上総利益 (物件販売経費を控除したベース) の 50% まで高めたいとしている (2015 年 11 月期末 47%、2016 年 11 月期末予想 40%)。また、安定 3 事業の売上総利益で物件販売経費を除く販管費と金利をカバーしたいとしている (この点については現状でもおおむねカバーできている)。

(3) 周辺事業領域ではホテル事業が核となる

周辺事業領域への進出で、目玉になっているのはホテル事業。新規ホテルの開発、既存ホテルの取得・バリューアップ、中古オフィスビルのコンバージョン、第三者が保有するホテルの運営受託の 4 つの手法で展開する方針。



トーセイ

8923 東証 1 部

<http://www.toseicorp.co.jp/ir/>

2016 年 8 月 5 日 (金)

2016 年 11 月期上期には錦糸町の空ビルをホテルコンバージョンプランの提案により売却し、比較的高い利益率を上げた。

開発第 1 号案件は、千代田区内神田のビジネスホテルで、2017 年秋のオープンを目指し、現在、建設中。観光需要のほかビジネス用途などのインバウンド需要も見込める立地で想定部屋数は 111 室。オフィスとして開発する場合に比べキャッシュフローは 5 割増になる見込みという。2016 年 2 月にホテルの企画・運営等を行う 100% 子会社のトーセイ・ホテル・マネジメント(株)を設立し、基本的に自社でオペレーションを行う方針。

このほか、現在、池袋(池袋の不動産保有会社の M&A により取得)と多摩永山にビジネスホテルを保有している。

ホテルの売却先としては、ファンド、ホテル事業会社などを想定している。トーセイ・リートもビジネスホテルへの投資を可能とするための規約変更を実施しており、将来、売却先の候補となろう。

(4) 2020 年 11 月期に連結売上高 1,000 億円を目指す

中期経営計画では、最終年度の 2017 年 11 月期の売上高や利益の計数目標を公表しておらず、オリンピックイヤーの 2020 年 11 月期の連結売上高目標として 1,000 億円を掲げている。この時の利益目標は明示されていないが、営業利益 120 億円程度を想定していると推測される。しかし、2017 年 11 月期に早くも営業利益 100 億円を達成しそうな状況であり、新たな目標設定が必要となるだろう。

(5) Brexit 後の急速な円高進行による不動産投資市場への影響は限定的だろう

Brexit による急速な円高の進行、それによる企業業績や国内景況感の悪化懸念など事業環境には不透明感が高まっている。円高は海外投資家の日本の不動産に対する投資意欲の減退、利益確定のための売却促進につながる可能性がある。また、今後、ホテルの開業が増えていくなか、円高により訪日外国人旅行者数の伸びが鈍化すればホテルの稼働率、ADR が影響を受ける可能性がある。企業業績の悪化はオフィス需要を減退させる可能性がある。

足元ではホテル需要にはやや陰りがみられるものの、潮目が変わったとまでは言えない。オフィス需要は景気に遅行するため楽観はできないものの、引続き旺盛である。主要なアセットタイプで急速に賃貸キャッシュフローが悪化する可能性は乏しいとみる。

金融機関の融資姿勢は昨秋頃から一部選別的になった感があったが、2 月からの日銀のマイナス金利導入により、ほとんどの金融機関は再び不動産融資を積極化し、デットの調達環境は非常に良好である。ただし、外部環境の不透明感の高まりにより、キャップレートの一段の低下余地は乏しくなったとみる。

もともと同社は不動産流動化事業においてキャップレートの低下に依存せず、バリューアップ余地の大きい中小型物件を取得し、NOI を改善させることで売却益を上げるビジネスモデルである。また、物件取得時には収益還元法に基づく収益価格だけでなく、原価法に基づく積算価格による検証も行っており、高値つかみにならないよう注意を払っている。中期的に持続的な業容拡大は可能と考える。

■ 株主還元

期初予想から 1 株当たり配当金は 4 円の増額修正

2016 年 11 月期の 1 株当たり配当金は、当期利益の上方修正に沿った形で期初予想から 4 円増額修正され 22 円となった。前期からは 6 円の増配予想。修正後の配当性向は期初予想と同じく 20.2% となる。配当性向の目標を公表していないが、2012 年 11 月期以降、おおむね 20% をめどにしていることがうかがわれる。

配当性向がやや低めなのは、積極仕入れによりアセットを拡大しているなか、デットの資金調達の実定性の観点から自己資本比率 30% 台を維持する方針のため、厚めの内部留保が必要と考えてきたことによる。

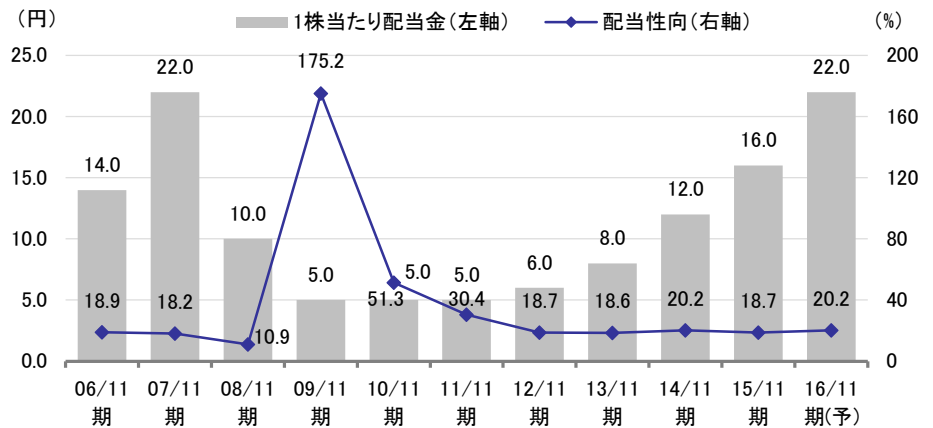
トーセイ

8923 東証 1 部

<http://www.toseicorp.co.jp/ir/>

2016 年 8 月 5 日 (金)

1株当たり配当金、配当性向の推移



(出所) 決算短信

(注) 2013年7月に1:100の株式分割実施しており、12/11期以前は遡及修正
12/11期の配当性向はIFRSベースに修正

ディスクレームー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。