

平和不動産

8803 東証 1 部

2015 年 6 月 22 日 (月)

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
角田 秀夫

■証券街『日本橋兜町』の再開発に挑むビル賃貸大手

平和不動産<8803>は東京・大阪・名古屋などの証券取引所に対する不動産賃貸からスタートし、現在では大都市におけるオフィスを中心に商業・住宅も含めた不動産の賃貸・売買・運営管理を行っている。賃貸事業（売上の 56.4%）および不動産ソリューション事業（売上の 36.9%）が柱である。

同社は大都市圏の金融街を中心に物件を所有しており、一棟貸しも多い。そのため賃貸事業においては、空室率が比較的低く（※再開発関連の戦略的な貸し止め物件は除く）、賃料も相場並みを維持している。不動産ソリューション事業においては、同社グループと平和不動産リート投資法人とのバリューチェーンを構築し、安定的なマネジメントフィーなどが得られる。

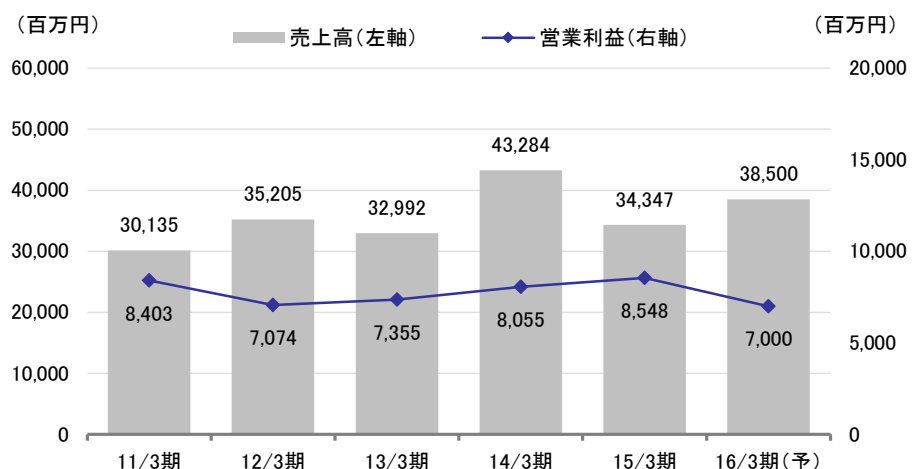
2015 年 3 月期の業績はプラスとマイナスの両面がある。プラス面は不動産ソリューション事業の物件売却価格の上振れなどにより営業利益が増益になったことや、着実に財務体質を改善したことなどが挙げられる。マイナス面は再開発に向けた除却損などの特別損失により、当期純利益が減益になったことが挙げられる。2016 年 3 月期予想に関してもプラスとマイナス面が混合している。

成長戦略の目玉は、日本橋兜町再開発プロジェクトである。2011 年より本格的に始動し、対象地区内の物件取得が順調に進捗、街づくり協議会および行政などとの協議を進めている状況だ。6 月 15 日には同社の再開発対象エリア内の地区が国家戦略特区（東京圏）の都市再生プロジェクトとして追加された。2019 年度中の第一期竣工にむけた具体的な計画発表の内容を是非注視したい。

■Check Point

- ・ビル賃貸市況は改善傾向も、直近および今期の業績はプラスとマイナス混合
- ・財務体質は着実に改善、資産の含み益も大幅増
- ・日本橋兜町再開発の具体的な計画発表に注視

通期業績の推移



証券業界の要請から生まれた不動産賃貸会社

(1) 沿革

平和不動産<8803>は、1947年に日本証券取引所（全国11か所、半官半民の営団組織）が解散するにあたり、新たな証券取引所および証券業者等に施設を賃貸することを目的として、その財産を現物出資して設立された。その後、ビルの新設および取得により賃貸資産を増やすとともに、アセットマネジメントや住宅開発などにサービスの幅を広げながら業容を拡大してきた。現在、6社の連結子会社を持つ。

中核である賃貸事業、リートと連携する不動産ソリューション事業が2本柱

(2) 事業概要

同社の事業は、「賃貸事業」と「不動産ソリューション事業」が2本柱であり、売上高の93.3%、営業利益のほとんどがこれらの2事業から生み出される（2015年3月期）。

「賃貸事業」は、東京・大阪・名古屋・福岡・札幌・仙台など主要都市を中心に、証券取引所ビル、オフィスビル、商業施設、住宅などの所有不動産（資産額：約2,187億円）を賃貸する事業である。特に、日本の証券業界の中心である日本橋兜町（東京）、北浜（大阪）、栄（名古屋）地区に所有不動産が多い。賃貸事業は同社の中核事業であり、売上高構成比は56.4%（2015年3月期）、営業利益の89.1%（同、利益調整前）を稼いでいる。

「不動産ソリューション事業」は、(a) マネジメントフィー、(b) 開発不動産収益、(c) 仲介手数料、(d) 住宅開発の4つの形態に分類される。(a) のマネジメントフィーは、平和不動産リート投資法人（連結外、2005年東証上場）から受託した資産を運用する平和不動産アセットマネジメント（株）（連結子会社）の事業であり、受託資産の拡大がフィーの増加につながる。(b) の開発不動産収益は、主にリートを出口とする不動産物件の売却益である。毎年売上高としては上下に振れる傾向にあるが、取得後短期間でリートに売却するケースが多いため、営業利益については売上高ほどの変動はない。(c) の仲介手数料は、不動産取引全般にかかわる仲介手数料である。(d) の住宅開発は、首都圏を中心に展開するマンション分譲事業であり、短い事業サイクルが特徴である。不動産ソリューション事業は売上高の36.9%（2015年3月期）、営業利益の21.0%（同、利益調整前）を占める。

事業の内容と構成

事業セグメント	セグメント詳細	売上構成		営業利益構成	
賃貸事業	ビル	53.5%	56.4%	85.1%	89.1%
	住宅	2.9%		4.0%	
不動産ソリューション事業	マネジメントフィー	3.6%	36.9%	19.4%	21.0%
	開発不動産収益等	23.0%			
	仲介手数料	1.9%			
	住宅開発	8.3%		1.6%	
	設備管理、改修工事等				
その他事業		6.7%		2.6%	
利益調整額	－		－		－12.7%
合計	－		100%		100%

出所：会社資料

※ 15/3 期

※ 15/3 期

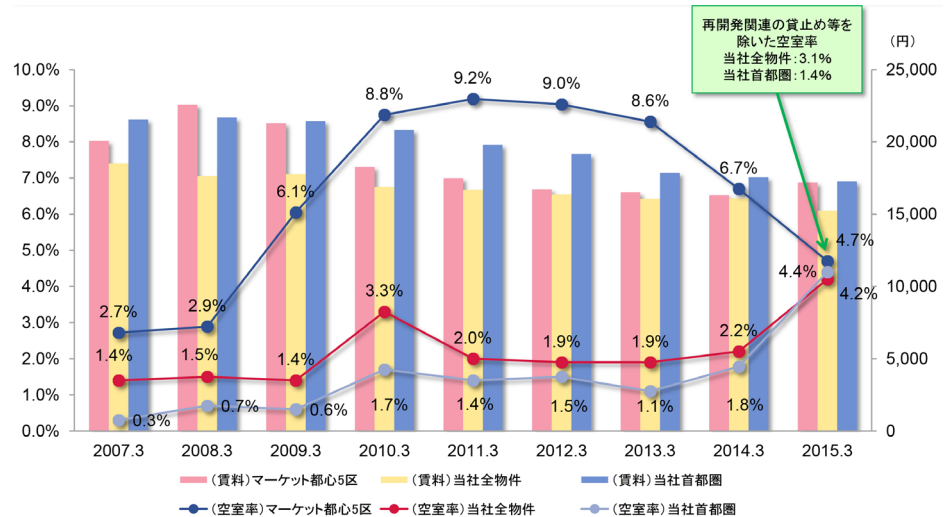
2015 年 6 月 22 日（月）

ビル賃貸業の市場環境は好転、“面開発”で実績示す

(3) 賃貸事業の市場環境と同社のビジネスモデル

賃貸ビル事業の市場環境は改善傾向にある。東京都心 5 区（中央区、千代田区、港区、新宿区、渋谷区）のオフィスビルの空室率は 9.2%（2011 年 3 月）から 4.7%（2015 年 3 月）に回復。賃料相場に関しても、16,325 円 / 坪（2014 年 3 月）から 17,195 円 / 坪（2015 年 3 月）に上昇に転じた。同社の所有物件に関しては、見かけ上の空室率は 4.4%（2015 年 3 月、首都圏）になるが、再開発のための貸し止め物件の影響を除くと、1.4%（2015 年 3 月、首都圏）となり、市場を大きく上回る実績である。これは一棟貸しが多い同社の特長も反映している。同社の賃料単価（首都圏）は市場（都心 5 区）とほぼ同レベルである。

空室率および賃料単価の推移



※1 当社のビル賃貸事業資産を対象（不動産ソリューション事業の資産を除く）

※2 マーケット空室率および賃料単価：三鬼商事㈱オフィスデータより

※3 当社賃料単価（大型商業施設物件を除く）：期末月の賃貸収入を期末月の貸付面積で除して算出

出所：会社資料

同社の所有物件は東京、大阪、名古屋、福岡などの証券取引所とその周辺のオフィスビルを所有する点に特徴がある。一方で、賃貸事業資産の入替えと新規物件の取得によるポートフォリオ管理を積極的に行っており、資産規模は広がる傾向にある。現在、賃貸事業用の固定資産は 2,155 億円（2015 年 3 月末）である。市況の改善もあり、賃貸等不動産の含み益が 417 億円（2015 年 3 月末）となり、昨年の 264 億円（2014 年 3 月末）から増加した。

主な大型の所有物件リスト（2015 年 3 月 31 日現在）

エリア	ビル名	種類	延床面積 (平方メートル)
東京	東京証券取引所ビル	取引所	49,627
	兜町第1平和ビル	一般オフィス	13,842
	三田平和ビル	一般オフィス	25,223
	内幸町平和ビル	一般オフィス、商業	17,868
横浜	横浜平和ビル	一般オフィス	10,836
仙台	一番町平和ビル	一般オフィス、商業	11,079
大阪	大阪証券取引所ビル	取引所、一般オフィス、商業	53,932
	イトーヨーカ堂東大阪 SC	商業	62,691
京都	京都証券ビル	一般オフィス	10,463
名古屋	セントライズ栄	一般オフィス、商業	15,662
	名古屋丸の内平和ビル	一般オフィス	11,412
福岡	福岡証券ビル	取引所、一般オフィス	10,056
	福岡平和ビル	一般オフィス	13,148
札幌	道銀ビルディング	一般オフィス	28,793
	パークイースト札幌	一般オフィス	11,122

出所：会社資料より作成

※延床面積 10,000 m²以上の物件

2015 年 6 月 22 日（月）

賃貸事業はビル単体で考えるだけでなく、街全体を開発することにより付加価値を上げていく側面がある。同社は大都市の金融街に集中して物件を所有するため、このような“面開発”で強みを発揮する。名古屋（栄地区）での事例では、証券取引所に隣接する地区において 2004 年から 10 年に渡り再開発を行っており、街並みが整備され、延床面積も 3.5 倍（11,300 m²→ 39,700 m²）に増え、賃料収入も大幅にアップした。今後の日本橋兜町再開発、その他の市街地再開発を占う上で、先行事例として注目したい。

所有物件の写真



東京証券取引所ビル

出所：会社資料



大阪証券取引所ビル

リートを含めたバリューチェーン戦略

(4) 不動産ソリューション事業のビジネスモデル

平和不動産リート投資法人〈8966〉（2005 年に東証上場）を含めたグループ全体としてのバリューチェーンの構築が基本戦略である。同社は平和不動産リート投資法人のスポンサー企業として物件を取得し、空室率改善などのバリューアップをした上で物件供給を行う。その後の運営管理においては、主に連結子会社である平和不動産アセットマネジメント（株）がアセットマネジメント業務を行い、マネジメントフィーを得る。リートへ良質の物件を供給することで資産価値は向上し、リートからの受託資産が増えるとともに安定的なマネジメントフィーも増えるという有機的な成長が収益を生む構造だ。連結の対象外ではあるが、平和不動産リート投資法人は、東京都区部を中心にオフィスおよびレジデンスに集中投資を行い、近年の業績は順調である。

■業績動向

営業利益 6.1%増、経常利益 16.4%増、計画上回る

(1) 2015 年 3 月通期の業績動向

2015 年 3 月期通期連結の売上高は 343 億 47 百万円（前期比 20.6%減）、営業利益 85 億 48 百万円（前期比 6.1% 増）、経常利益 65 億 68 百万円（前期比 16.4% 増）、当期純利益 24 億 95 百万円（前期比 14.0% 減）となった。売上高に関しては、不動産ソリューション事業において物件売却が減ったことが主な減収理由であり、当初の計画からの乖離は小さい。一方、営業利益および経常利益に関しては、不動産ソリューション事業の物件売却価格の上振れなどにより増益だった。日本橋兜町再開発の進展に伴う除却損および出資先 SPC の営業出資評価損による特別損失が計上されたため、当期純利益は減益となった。

2015 年 3 月期通期業績（連結）

	2014/3 期累計		2015/3 期累計				
	実績 (百万円)	対売上比 (%)	会社計画 (百万円)	実績 (百万円)	対売上比 (%)	前期比 (%)	計画比 (%)
売上高	43,284	100.0	36,000	34,347	100.0	-20.6	-4.6
売上原価	31,513	72.8		21,721	63.2	-31.1	
売上総利益	11,770	27.2		12,625	36.8	7.3	
販管費	3,714	8.6		4,076	11.9	9.7	
営業利益	8,055	18.6	8,000	8,548	24.9	6.1	6.9
経常利益	5,644	13.0	6,000	6,568	19.1	16.4	9.5
当期純利益	2,901	6.7	2,000	2,495	7.3	-14.0	24.8

出所：会社資料

セグメント別業績

（単位：百万円）

	2014/3 期	2015/3 期		
	実績	実績	増減額	前期比
売上高				
賃貸事業	19,721	19,365	-356	-1.8%
不動産ソリューション事業	20,998	12,668	-8,330	-39.7%
その他事業	2,563	2,313	-250	-9.8%
合計	43,284	34,347	-8,936	-20.6%
営業利益				
賃貸事業	7,596	7,616	20	0.3
不動産ソリューション事業	1,134	1,795	660	58.2
その他事業	260	222	-38	-14.7
調整額	-936	-1,085	-148	—
合計	8,055	8,548	493	6.1

出所：会社資料

2015 年 6 月 22 日（月）

最終利益で増益予想。成長基盤の構築を急ぐ

(2) 2016 年 3 月期の見通し

2016 年 3 月期の計画は、売上高 385 億円（前期比 12.1% 増）、営業利益 70 億円（前期比 18.1% 減）、経常利益 50 億円（前期比 23.9% 減）、当期純利益 27 億円（前期比 8.2% 増）となっている。売上高は不動産ソリューション事業における物件売却の増加などが寄与して増収が予想されるが、同社の過去の推移からすると低水準だ。東京証券取引所ビルの賃料減額（2015 年 4 月から、年間約 12 億円の減収インパクト）の影響がひびき、営業利益および経常利益は減益となる。また、2015 年 3 月期に多額の除却損や営業出資評価損を計上したため、当期純利益は増益となる見通しだ。2016 年 3 月期を業績の底とし、中長期的な成長基盤の構築を急ぎたい考え。

財務基盤の強化が着実に進捗

(3) 財務状況

2015 年 3 月末の財務状況は前年から改善した。流動資産に関しては、前期末比 142 億 92 百万円減の 315 億 34 百万円となった。主な減少は、有価証券の 95 億 54 百万円減と現預金の 21 億 6 百万円減であり、賃貸事業資産の取得および財務基盤強化のための有利子負債の削減が要因である。固定資産に関しては、前期末比 150 億 78 百万円増の 2,657 億 67 百万円となった。主な増加は、有形固定資産の 92 億 11 百万円増であり、土地および建物の購入が要因である。

一方、負債は前期末比 54 億 6 百万円減の 2,054 億 38 百万円となった。流動負債が 90 億 66 百万円減少するとともに、固定負債が 36 億 60 百万円増加した結果であり、財務基盤強化の取り組みがその要因である。

経営指標では、安全性および収益性の各指標でほぼ横ばいだった。リーマンショック以降の財務改善の努力の中で、有利子負債残高および D/E レシオ（有利子負債÷純資産）を改善させている点は評価できる。

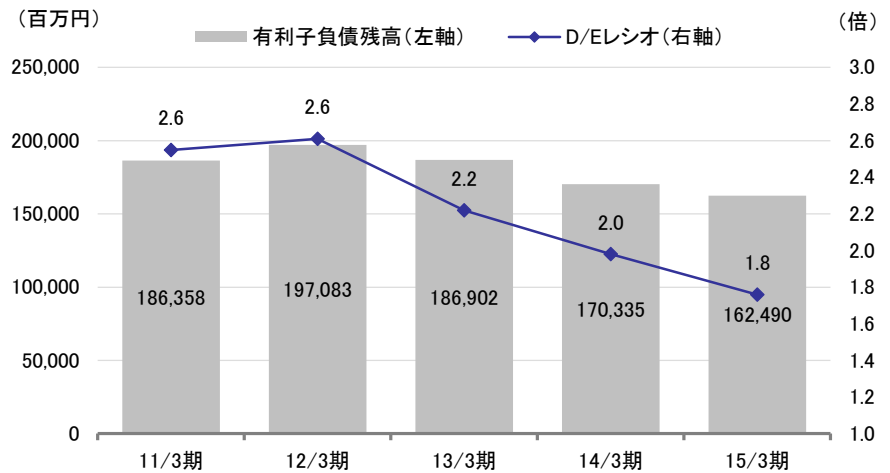
連結貸借対照表、経営指標

（単位：百万円）

	2014 年 / 3 月期	2015 年 / 3 月期	増減額
流動資産	45,826	31,534	-14,292
（現預金）	11,152	9,046	-2,106
（有価証券）	11,860	2,306	-9,554
固定資産	250,689	265,767	15,078
（有形固定資産）	209,197	218,408	9,211
総資産	296,834	297,736	902
流動負債	51,681	42,615	-9,066
固定負債	159,162	162,822	3,660
負債合計	210,844	205,438	-5,406
純資産合計	85,990	92,298	6,308
負債純資産合計	296,834	297,736	902
<安全性>			
流動比率（流動資産÷流動負債）	88.7%	74.0%	-
自己資本比率（自己資本÷総資産）	29.0%	31.0%	-
<収益性>			
ROA（経常利益÷総資産）	1.9%	2.2%	-
ROE（純利益÷自己資本）	3.4%	2.8%	-
売上高営業利益率	18.6%	24.9%	-

出所：会社資料

有利子負債の推移



■成長戦略

中長計（10 年間）の初期 3 年間は成長基盤整備

(1) 中長期経営計画

同社では 2015 年 3 月期を初年度、10 年後の 2024 年 3 月期を最終年度とする中長期経営計画「over the “NEXT DECADE”」を策定している。最初の 3 年間は成長の基盤作りに重点が置かれるため、業績自体は大きく成長しない計画だ。営業利益目標でいえば、74 億円（2015 年 3 月期、実績 85 億円）、70 億円（2016 年 3 月期、従来予想 69 億円）、72 億円（2017 年 3 月期）と続き、最終年度に 100 億円台へ引き上げる計画だ。初年度である 2015 年 3 月期は営業利益目標 74 億円（実績 85 億円）、経常利益目標 50 億円（実績 65 億円）、D/E レシオ目標 1.9 倍（実績 1.8 倍）をすべて達成した。ちなみに、同社が売上の目標を掲げていない理由は、不動産物件の売却により大きく上下に振れるためである。

中長期経営計画（連結）数値目標



2017年3月期から成長軌道を描き
“NEXT DECADE”終期には連結営業利益100億円台へ

出所：会社資料

重点戦略は、賃貸事業において日本橋兜町再開発プロジェクトの推進であり、不動産ソリューション事業においては平和不動産リート投資法人の中長期的な成長サポートを通じたフィージビリティ拡大である。

プロジェクトの推移は順調、具体的計画の公開内容とタイミングを注視

(2) 日本橋兜町再開発プロジェクト

本プロジェクトは、東京都が推進する東京国際金融センター構想の一翼を担う。同社としては、ビル賃貸事業の資産拡大と収益力向上を目的に、新築ビルの竣工を目指している。日本橋兜町再開発を起点として、同様の課題を持つ市街地再活性化に展開するという企業ビジョンの一環でもある。

日本橋兜町は、言わずと知れた証券街であり、東京証券取引所をはじめとする同社の賃貸物件も多く、本店も位置している。東京駅の徒歩圏内であり、地下鉄は5路線が利用可能、日本橋・大手町・丸の内地区とも近く、羽田や成田の両国際空港へのアクセスも良好なエリアである。時代とともに、株式取引の全面システム化やバブル崩壊後の長引く景気低迷、証券会社の移転や統廃合などの要因により、街の賑わいは徐々に失われ、更新されない建物が目立つようになってきた。新しい街づくり対象エリアは約10万平方メートルにおよび、その中でも同社が最初の10年（2014年～）に手がけるのが平成通りに面する兜町PJと茅場町PJである。

2015年4月には「投資と成長が生まれる街づくり協議会」より中間提言が行われ、日本橋兜町の新しい主役を「資産運用を中心とした金融人」に置き、「金融人材、資産運用を中心とした金融ベンチャー企業や金融専門サービス業者等が”育ち”、”集い”、上場企業等と”交流する”街づくり」というコンセプトが示された。外国人などの高度金融人材を対象としたホテルやレジデンス、投資家フォーラム、エンターテインメント施設などを含めた、具体的な検討が今後加速することになる。

2015 年 6 月 22 日（月）

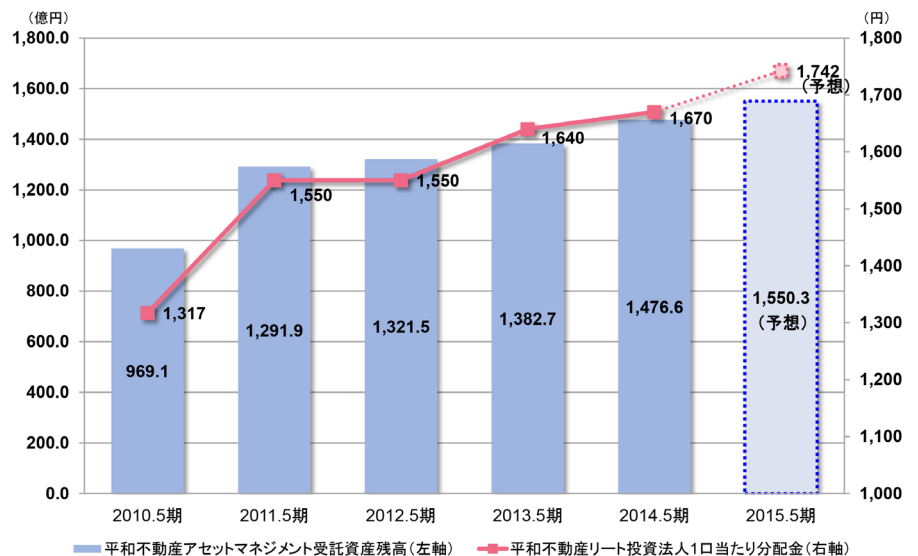
2011 年に本格的に始動して以来、物件の取得が行われてきた。2015 年 5 月には兜町でも好立地にある茅場町共同ビルの取得が完了し、再開発プロジェクトにはずみがついている。街づくり協議会、行政との協議も進めている。6 月 15 日に開催された東京圏の国家戦略特区の区域会議において、同社の再開発対象エリア内である日本橋兜町・茅場町一丁目地区が都市再生プロジェクトに追加された。今後さらに具体的な計画に落とし込むことで、2016 年までの都市計画決定を目指し、2019 年度中には兜町および茅場町において新築ビルを竣工させたい考えだ。具体的な投資計画や賃貸面積などの公開内容およびタイミングを是非注視したい。

リート資産の量的拡大と質の向上をサポート

(3) リート AM（アセットマネジメント）事業などフィービジネスの拡大

平和不動産リート投資法人の資産規模拡大を図りながら、グループ全体の収益を成長させる戦略をさらに加速する。リートへの物件の供給は、61 億円（2013 年 3 月期）、95 億円（2014 年 3 月期）、91 億円（2015 年 3 月期）と着実に実績を積み上げている。結果として、リートからの受託資産残高は 1,550.3 億円（2015 年 5 期予想、前年比 73.7 億円増）となり、マネジメントフィーの増加につながっている。マネジメントフィーは 2015 年 3 月期で 12 億 37 百万円であり、売上高としては大きくないが、利益率が高いため、その貢献は大きい。平和不動産リート投資法人の 1 口当たり分配金も 1,742 円（2015 年 5 月期予想、前期比 72 円増）と右肩上がりで、健全な成長がうかがえる。

平和不動産リート投資法人の資産規模拡大を図りながら、
グループ全体の更なる成長を目指す



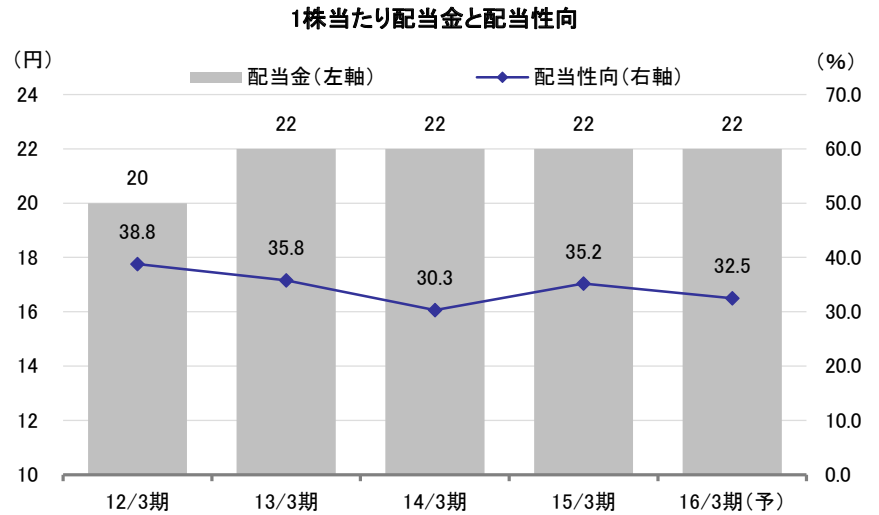
同社の現状の PBR（株価純資産倍率）は 0.73 倍（2015 年 3 期末）と同業他社と比較しても低い水準である。短期業績は横ばいの予想ではあるが、日本橋兜町再開発の計画が明らかになり、成長の筋道が明確になると評価が見直される可能性も高い。

2015 年 6 月 22 日 (月)

■ 株主還元策

配当性向 30%水準、年 22 円配当を維持

日本橋兜町再開発などのためには内部留保が重要な時期が続くため、配当性向は「30%」水準を維持する方針だ。2015 年 3 月期の 1 株当たり配当金は上期 11 円、下期 11 円、年間 22 円となった。2016 年 3 月期もこの流れが続き、年間 22 円が予想されている。



出所：会社資料

ディスクレーマー（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・表示したものです。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。

株式会社フィスコ