

平和不動産

8803 東証 1 部

2015 年 12 月 22 日 (火)

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

■ 日本橋兜町再開発の先行 2 プロジェクトが国家戦略特区の都市再生プロジェクトに追加

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いてオフィスを中心に商業・住宅も含めた不動産の賃貸・開発・運営管理を行っている。賃貸事業（売上げの 70.3%）は、特に大都市圏の金融街を中心に物件を所有しており、一棟貸しも多く空室率が比較的低い。不動産ソリューション事業（売上げの 23.5%）は、平和不動産リート投資法人を含めたバリューチェーンの中で、安定的な収益が確保できる。（2016 年 3 月期第 2 四半期）

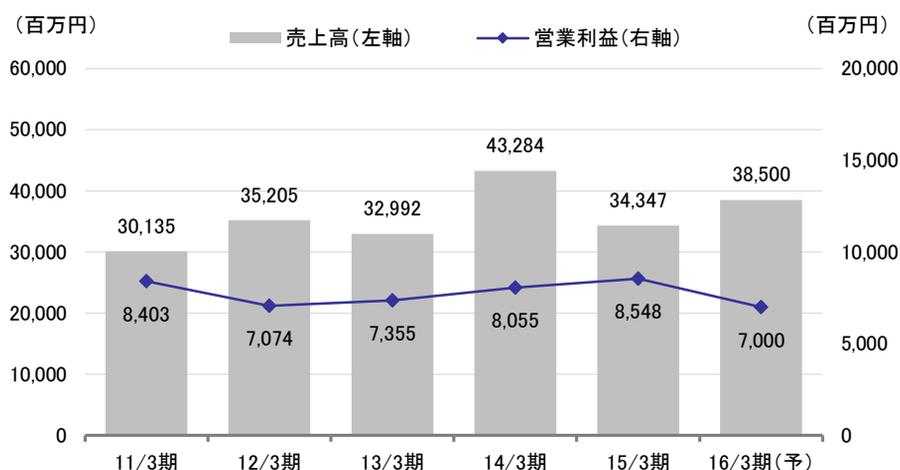
2016 年 3 月期第 2 四半期（2015 年 4 月～9 月）の業績は、売上高・営業利益ともに昨年並みに推移した。東京証券取引所ビルの賃料減額（2015 年 4 月から、半期 6 億円の減収インパクト）の影響を資産売却益・前期に取得した資産および新築ビルの収益貢献等によりカバーし、売上高・営業利益ともに微減にとどめた。2016 年 3 月期通期でも、賃貸事業の減収を不動産ソリューション事業がカバーし、増収を確保する見通しだ。営業利益・経常利益ともに減益見通したが、特別損失の大幅減により当期純利益は増益となる見通しである。賃料の改定動向や資産取得状況、財務基盤強化などを総合的に勘案すると、中期的には今期が業績の底と考えられる。

成長戦略の目玉は、日本橋兜町再活性化プロジェクトである。2011 年より始動し、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が進み、コンセプトが出来上がった。2015 年 6 月には同社の再開発対象エリア内で先行している 2 プロジェクトが国家戦略特区（東京圏）の都市再生プロジェクトとして追加され勢いがついた。先行 2 プロジェクト（兜町 PJ、茅場町 PJ）は、延床面積合計 6 万～8 万平方メートル（2 プロジェクト全体）を想定しており、同社の現在のビル賃貸面積（37.8 万平方メートル）との比較からもその規模が推定できる。2020 年中の竣工を目指しており、進捗を注視したい。

■ Check Point

- ・日本橋兜町再開発の先行 2 プロジェクトが国家戦略特区の都市再生プロジェクトに追加
- ・東証ビル賃料減額により営業利益・経常利益は減益も、当第 2 四半期および通期最終利益は増益の見通し

通期業績の推移



業績動向

売上高、営業利益、経常利益ともに昨年並みに推移

(1) 2016 年 3 月期第 2 四半期の業績動向

2016 年 3 月期第 2 四半期の売上高は 171 億 50 百万円 (前期比 0.9% 減)、営業利益 41 億 72 百万円 (前期比 8.4% 減)、経常利益 33 億 63 百万円 (前期比 6.0% 減)、第 2 四半期純利益 21 億 50 百万円 (前期比 40.1% 増) となった。賃貸事業においては、東京証券取引所ビルの賃料減額 (2015 年 4 月から、半期 6 億円の減収インパクト) の影響を名古屋丸の内平和ビルの売却益・前期に取得した資産および新築ビルの収益貢献等によりカバーしたために売上高・営業利益ともに微減にとどまった。不動産ソリューション事業におけるマンション分譲の売上げを下期に予定しているために、営業利益・経常利益ともに減益、第 2 四半期純利益は前年同期から特別損失が大幅に減少したことにより増益となった。

第 2 四半期事業セグメント別業績

(単位：百万円)

	2015 年 3 月期	2016 年 3 月期		
	第 2 四半期	第 2 四半期		前年同期比
	実績	実績	増減額	
売上高				
賃貸事業	9,732	12,049	2,316	23.8%
不動産ソリューション事業	6,368	4,030	-2,337	-36.7%
その他事業	1,211	1,069	-141	-11.7%
合計	17,312	17,150	-162	-0.9%
営業利益				
賃貸事業	4,109	4,054	-55	-1.3%
不動産ソリューション事業	859	649	-209	-24.4%
その他事業	101	51	-50	-49.5%
調整額	-516	-583	-66	—
合計	4,554	4,172	-381	-8.4%
経常利益	3,577	3,363	-213	-6.0%
特別損失	1,019	277	-742	-72.8%
四半期純利益	1,534	2,150	615	40.1%

出所：会社資料

賃貸事業の減収を不動産ソリューション事業でカバー、最終利益で増益予想。

(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）と据え置かれた。売上高は、東京証券取引所ビルの賃料減額（2015 年 4 月から、年間 12 億円の減収インパクト）の影響はあるが、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を予想する。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が、2016 年 3 月期は特別損失が大幅に減ったため、当期純利益は増益となる見通しだ。2016 年 3 月期の業績を底とし、賃料改定や新たな物件の取得を通じて、中長期的な成長基盤の構築を急ぐ構えだ。

■成長戦略

中長期経営計画（10 年間）に沿って成長基盤整備が進捗

(1) 中長期経営計画の進捗

同社では 2015 年 3 月期を初年度、2024 年 3 月期を最終年度とする 10 年間の中長期経営計画「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、業績自体は横ばいの計画だ。連結営業利益目標で言えば、74 億円（2015 年 3 月期）、69 億円（2016 年 3 月期）、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。初年度の 2015 年 3 月期は連結営業利益目標 74 億円（実績 85 億円）、連結経常利益目標 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。今年度も、連結営業利益目標 69 億円（見通し 70 億円）、連結経常利益目標 47 億円（見通し 50 億円）、D/E レシオ目標 1.8 倍（第 2 四半期 1.77 倍）と中長期経営計画通りに進捗している。ちなみに、同社が売上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

2015 年 12 月 22 日（火）

重点戦略は、賃貸事業において日本橋兜町再活性化プロジェクトの推進およびビル賃貸事業のブラッシュアップであり、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ビジネス拡大である。

日本橋兜町再開発の先行 2 プロジェクトが国家戦略特区の都市再生プロジェクトに追加

(2) 日本橋兜町再活性化プロジェクト

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、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、東京証券取引所を始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 万平方メートルに及び、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。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が、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、プロジェクトに弾みがついた。

2015 年 6 月には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・茅場町一丁目地区の 2 つのプロジェクトが都市再生プロジェクトに追加された。東京都は大手町地区から兜町地区までの永代通り沿いのエリアを「東京金融センター」構想を支える金融軸（Tokyo Financial Street）として打ち出しており、国家戦略特区を活用して金融機能を整備するというもので、具体的メリットとしては、容積率の緩和やスピーディな許認可が期待される。

国家戦略特区の活用による金融機能整備

- 東京都は、政府や民間事業者と「東京国際金融センター」競争力強化を実現するためのプロジェクトを組成（平和不動産もプロジェクトメンバーとして参画）。
- 大手町地区から兜町地区までのエリアを、「東京国際金融センター」構想を支える**金融軸（Tokyo Financial Street）**として打ち出し、官民連携により様々な金融機能を整備。
- 金融軸上に位置するプロジェクトについて、安倍政権下での新たなスキームである「**国家戦略特区**」を活用して、金融機能をスピーディーに整備。

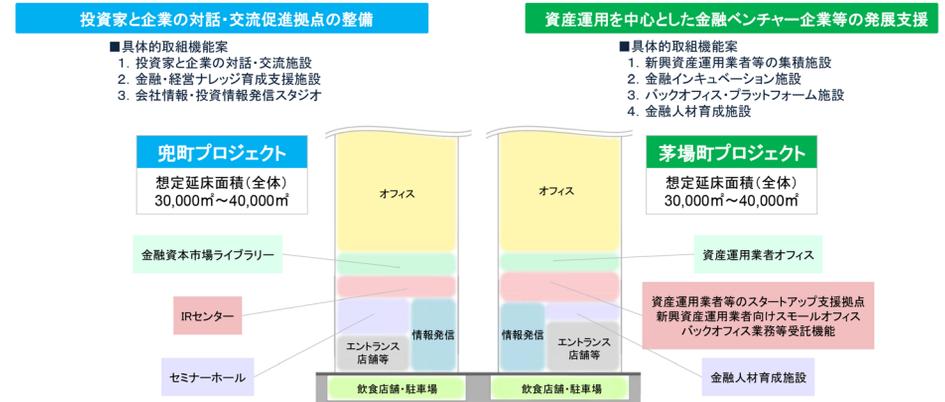


2015 年 12 月 22 日 (火)

街づくりのコンセプトも明確になってきた。「投資と成長が生まれる街づくり協議会」の中間提言（2015 年 4 月）では、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。これを受けて、同社では先行する兜町プロジェクトにおいて「投資家と企業の対話・交流促進拠点の整備」をコンセプトに、投資家フォーラムや金融ナレッジ育成施設などを計画する。先行プロジェクトのもう一つである茅場町プロジェクトにおいては「資産運用を中心とした金融ベンチャー企業等の発展支援」をコンセプトに、新興資産運用会社などの金融ベンチャーのインキュベーション施設などを計画する。

金融機能整備イメージ・開発スケジュール

■先行2PJにおける金融機能整備イメージ



※各施設の内容及び各街区で整備する施設や規模等は、検討途中段階であり、今後関係者協議により具体化していきます。

■先行2PJ開発スケジュール

2014	2015	2016	2017	2020
<ul style="list-style-type: none"> ●「日本橋兜町街づくりビジョン」策定(2014/5) 	<ul style="list-style-type: none"> ●国家戦略特区・構成員に平和不動産が選定(2014/9) ●東京国際金融センター構想「ビジネス交流拠点の活性化」分科会へ平和不動産参加(2014/11～) ●「投資と成長が生まれる街づくり協議会」中間提言公表(2015/4) ●国家戦略特区の都市再生プロジェクトに追加(2015/8) 	<ul style="list-style-type: none"> ●都市計画決定予定(2016年中) 		<ul style="list-style-type: none"> ●2020年竣工予定

※上記スケジュールは現時点での想定であり、詳細検討・各種協議の状況により変更することがあります。

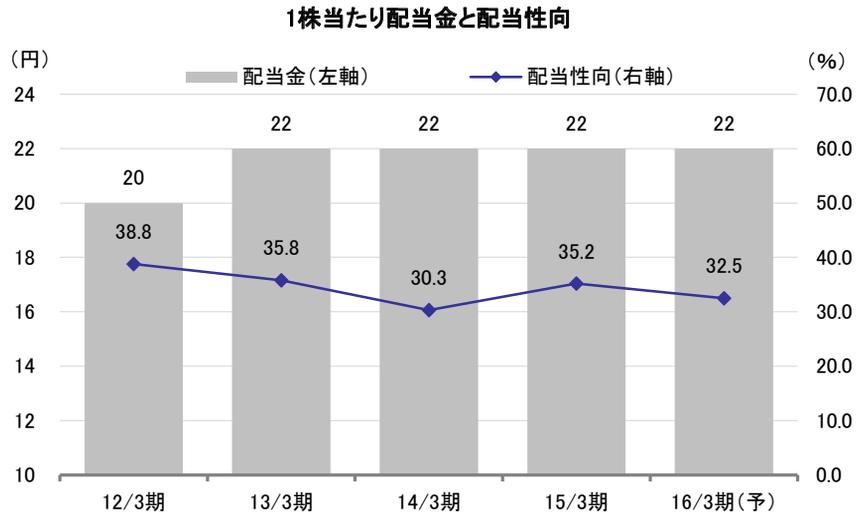
今後は、2020 年中に兜町プロジェクトおよび茅場町プロジェクトを竣工させたい考えだ。これら先行 2 プロジェクトでは延床面積合計 6 万～8 万平方メートル（2 プロジェクト全体）を想定しているが、具体的な投資計画や賃貸面積などの公開内容および許認可のタイミングを注視したい。

同社の株価は、2015 年 9 月 4 日の日経 225 除外公表後に急落したものの、同年 11 月 6 日には TOPIX（不動産）を越える水準に回復した（2015 年 5 月 1 日を基準に比較）。同社の手堅い事業特性や兜町再開発の将来性に関して、一定の理解が得られた結果と考えられる。一方で現状の PBR（株価純資産倍率）は 0.58 倍（2015 年 12 月 16 日現在）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全容が明らかになるにつれて再評価される可能性も高い。

■ 株主還元策

配当性向 30% 水準、年間 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%程度」の水準を維持する方針だ。2016 年 3 月期の配当は上期 11 円 (実績)、下期 11 円 (予想)、年間 22 円が予想される。



■ 会社概要

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ヶ所、半官半民の営団組織)が解散するに当たり、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、オフィスビルの開発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事業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93.8%、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(2016年3月期第2四半期)。

平和不動産

8803 東証 1 部

2015 年 12 月 22 日 (火)

「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 2,241 億円、2015 年 9 月）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 70.3%（2016 年 3 月期第 2 四半期）、営業利益の 97.2%（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、1) マネジメントフィー、2) 開発不動産収益等、3) 仲介手数料、4) 住宅開発の 4 つの形態に分類される。1) 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）の事業が中心であり、受託資産の拡大がフィーの増加につながる。2) の開発不動産収益等は、主にリートを出口とする不動産物件の売上高である。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。3) 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。4) 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 23.5%（2016 年 3 月期第 2 四半期）、営業利益の 15.6%（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	67.2%	70.3%	91.8%	97.2%
	住宅	3.1%		5.4%	
不動産ソリューション事業	マネジメントフィー	3.2%	23.5%	17.3%	15.6%
	開発不動産収益等	18.1%			
	仲介手数料	2.1%			
	住宅開発	0.0%			
その他事業	設備管理、改修工事等		6.2%		1.2%
利益調整額	-		-		-14.0%
合計	-		100%		100%

出所：会社資料

※ 16/3 期第 2 四半期

ビル賃貸業の市場環境は良好、“面開発”で実績

(3) 賃貸事業の市場環境と会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 9.0%（2012 年 3 月）から 4.5%（2015 年 9 月）に回復*。賃料相場に関しても、上昇に転じている。同社の所有物件に関しては、見かけ上の空室率は 3.8%（2015 年 9 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、1.0%（2015 年 9 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長を反映している。

賃貸事業はオフィス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 平方メートル→39,700 平方メートル）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も、“面開発”による街づくりの手腕が活きる分野だ。

※ 三鬼商事オフィスデータより

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投資を行い、近年の業績は順調である。

財務基盤の健全性を維持

(5) 財務状況

2016年3月期第2四半期の財務状況は前期末から大きな変化はみられない。総資産に関しては、前期末比37億15百万円減の2,940億21百万円となった。主な減少は棚卸資産の売却等による販売不動産の減少34億73百万円などである。

総負債は前期末比40億13百万円減の2,014億24百万円となった。営業未払金が34億73百万円減少したことなどが要因である。

流動比率および自己資本比率に若干の変動はあるが、安全性に問題はない。リーマンショック以降の財務改善の努力の中で、D/Eレシオ(有利子負債÷純資産)を2.61倍(2012年3月期)から1.77倍(2016年3月期第2四半期)に改善させている点は評価に値する。

連結貸借対照表および経営指標

(単位:百万円)

	2015年3月期末	2016年3月期 第2四半期末	増減額
流動資産	31,534	33,415	1,881
(現預金)	9,046	9,549	503
(有価証券)	2,306	6,307	4,001
(販売用不動産)	14,786	11,312	-3,474
固定資産	265,767	260,151	-5,616
(有形固定資産)	218,408	214,973	-3,435
総資産	297,736	294,021	-3,715
流動負債	42,615	50,439	7,824
固定負債	162,822	150,985	-11,837
負債合計	205,438	201,424	-4,014
純資産合計	92,298	92,596	298
負債純資産合計	297,736	294,021	-3,715
<安全性>			
流動比率(流動資産÷流動負債)	74.0%	66.2%	-
自己資本比率(自己資本÷総資産)	31.0%	31.5%	-

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