

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

プロパスト

3236 東証 JASDAQ

[企業情報はこちら >>>](#)

2021年2月2日(火)

執筆：客員アナリスト

国重 希

FISCO Ltd. Analyst **Nozomu Kunishige**



FISCO Ltd.

<https://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 分譲開発事業、賃貸開発事業、バリューアップ事業を展開	01
2. 2021年5月期第2四半期は、大幅な増益決算	01
3. 2021年5月期は、慎重な業績予想を維持	01
4. 2022年5月期以降も、堅調な業績を継続する見通し	02
■ 会社概要	03
1. 会社概要	03
2. 沿革	04
■ 分譲開発事業	06
1. 事業概要	06
2. 特長	07
3. 実績例	08
■ 賃貸開発事業	11
1. 事業概要	11
2. 特長	12
3. 実績例	12
■ バリューアップ事業	13
1. 事業概要	13
2. 特長	13
3. 実績例	14
4. バリューアップ事例	14
■ 業績動向	15
1. 2020年5月期第2四半期の業績	15
2. 財務状態及びキャッシュ・フローの状況	17
■ 今後の見通し	19
1. 2021年5月期の業績予想	19
2. 2022年5月期以降の業績見通し	20
■ 株主還元策	21

■ 要約

コンセプトとデザインで新しい住環境を提案、業績は堅調

1. 分譲開発事業、賃貸開発事業、バリューアップ事業を展開

プロパスト <3236> は、JASDAQ スタンダード市場に上場する総合不動産ディベロッパーで、分譲開発事業、賃貸開発事業、バリューアップ事業の3つの事業を展開する。同社は、都心の立地の良い場所に特化した不動産産業を展開しており、扱う物件は、都市生活を満喫できるような高いデザイン性が大きな特長である。他のディベロッパーとは異なり、物件名はそれぞれのコンセプトをもとに名付けている。競争の激しい首都圏のマンション市場をターゲットにしながら、同社では情報整理とスピーディな判断による「仕入力」、地域のポテンシャルを最大限に引き出し、地域特性や周辺環境と調和したコンセプトの空間を創造する「企画力」や「デザイン力」などの強みを発揮して、成長を続けている。

2. 2021年5月期第2四半期は、大幅な増益決算

2021年5月期第2四半期累計の売上高は13,214百万円(前年同期比5.4%増)、営業利益1,715百万円(同34.3%増)、経常利益1,526百万円(同45.1%増)、四半期純利益1,067百万円(同41.8%増)と増収増益決算で、特に利益は大幅な増益を記録した。売上高は通期業績予想の7割強に達し、利益は既に通期予想を上回るほどの好決算であった。セグメント別では、分譲開発事業は、売上高465百万円(同73.7%減)、営業利益28百万円(同67.3%減)と、新型コロナウイルス感染症拡大(以下、コロナ禍)に伴う販売開始時期の遅れや集客業務への制限等が響いた。賃貸開発事業は、13プロジェクトを売却し、売上高10,371百万円(同45.4%増)、営業利益1,932百万円(同49.2%増)と、引き続き会社全体の好業績をけん引した。バリューアップ事業は、6棟の収益ビルを売却し、売上高2,377百万円(同34.4%減)、営業利益268百万円(同33.1%減)であった。保有物件の売却に伴い資産が減少する一方、利益剰余金の増加や11月に実施した第三者割当増資により純資産が増加したことで、自己資本比率は30.4%と、2013年5月期の9.5%から大幅に上昇し、同社の安全性は大きく改善している。

3. 2021年5月期は、慎重な業績予想を維持

2021年5月期の業績予想は、期初の慎重な予想を維持し売上高18,425百万円(前期比22.2%減)、営業利益1,555百万円(同1.2%増)、経常利益802百万円(同26.7%減)、当期純利益562百万円(同36.9%減)を計画している。賃貸開発事業は前期同様の好調継続を見込むものの、分譲開発事業とバリューアップ事業についてはやや弱めに見ている。同社では例年、期初は慎重な予想を立てているが、2021年5月期はコロナ禍が経済に与える悪影響も勘案して慎重に予想していることから、最終的には予想を上回り着地する可能性が高い。配当については、引き続き財務体質の強化を優先し2020年5月期と同じく1株当たり2.0円を予定する。2020年7月に自己株式の取得を実施し、今後も継続する意向である。

要約

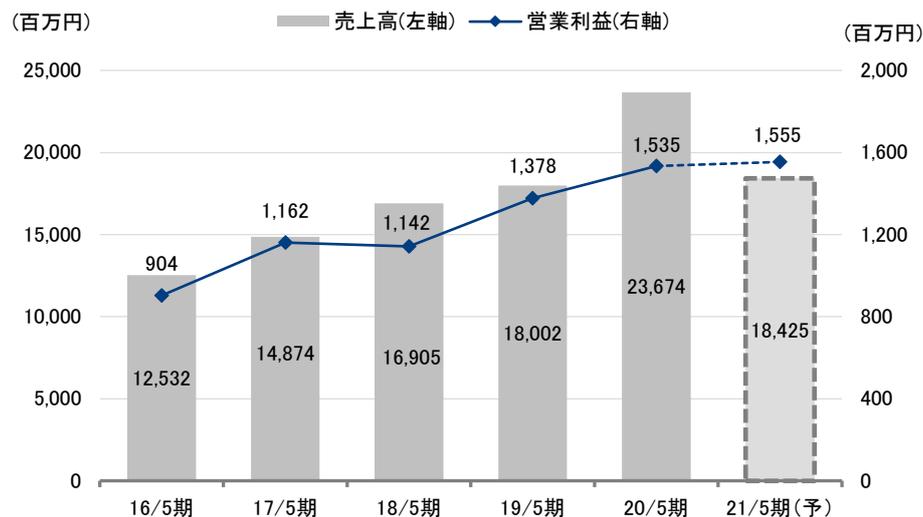
4. 2022年5月期以降も、堅調な業績を継続する見通し

同社のマーケットである首都圏のマンション市場では、最近では新築マンションの1戸当たり平均価格は高値圏では横ばいで、販売戸数が減少傾向にあり、コロナ禍に伴う郊外への居住増加や東京オリンピック・パラリンピック後の建設需要の落ち込みの影響も懸念されるなど、今後の事業環境は必ずしも楽観できない。ただ、長期的には都心の好立地マンションへのニーズは根強いと見られる。同社の強みである物件の仕入力に、定評のある企画力・デザイン力が加わり、3事業が補完し合うことで、2022年5月期以降も堅調な業績を継続すると弊社では考える。

Key Points

- ・総合不動産ディベロッパー。分譲開発事業、賃貸開発事業、バリューアップ事業が3本柱。都心の立地の良い場所に特化した不動産業を展開しており、都市生活を満喫できるような高いデザイン性が大きな特長
- ・2021年5月期第2四半期累計業績は大幅な増益決算で、既に通期業績予想を超過。特に賃貸開発事業が引き続き好調で、全体の増収増益をけん引。利益剰余金の増加や第三者割当増資により、自己資本比率は30%台に上昇
- ・2021年5月期の業績については、期初予想を変えず、コロナ禍の経済への悪影響も勘案し、減収減益を予想。ただ、例年期初予想は慎重であり、予想を上回る着地となる可能性大。財務体質の強化を優先し、前期並みの配当を予想、自己株式取得も継続
- ・今後の事業環境は楽観できないが、都心の好立地マンションへのニーズは根強い。同社の強みである物件の仕入力に、定評のある企画力・デザイン力が加わり、3事業が補完し合うことで、2022年5月期以降も堅調な業績を継続する見通し

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

都心の DINKS などをターゲットに不動産事業を展開

1. 会社概要

同社は JASDAQ スタンダード市場に上場する総合不動産ディベロッパーで、社名は property (資産) と trust (信託) の組み合わせに由来する。首都圏のマンション市場で、分譲開発事業、賃貸開発事業、バリューアップ事業の3事業を展開する。その時々々の経済環境に応じて最適な事業を伸ばすことで成長を続け、社会貢献を果たす考えである。

同社は以下の12の競合優位性を発揮することで、成長を続けてきた。すなわち、1)「仕入力」(情報整理とスピーディな判断)、2)「近隣住民・行政交渉力」(専門業者に委託せず直接交渉)、3)「再開調整力」(地域のポテンシャルを最大限に引き出す)、4)「創造デザイン力」(同じ物は創らない、コンセプトから派生する無限の空間デザイン)、5)「プレゼンデザイン力」(潜在意識まで問いかけるイメージ戦略)、6)「販売マネジメント力」(自分たちで作り上げた作品だからこそ可能な細かい対応)、7)「財務力」(ファイナンス方法の多様性と機動性により、短期決済に対応できる体制)、8)「アフター対応」(迅速な初期対応でクレームを未然に防ぐ)、9)「解析力」(マーケティングの分析と経済指標の分析)、10)「高品質実現力」(本質を見極め、唯一無二の空間を提供)、11)「構想力」(明確なコンセプト)、12)「建築監理力」(クレームの少なさに反映される完成度の高さ)である。

同社は都心のアクセスの良い立地に特化し、DINKS (double income, no kids = 子供をつくらない共働きの夫婦のこと) などの小規模家族をターゲットにした物件を取り扱い、物件ごとに異なるコンセプトと高いデザイン性が特長である。コンセプト重視のため、分譲物件はシリーズ化せず、物件名は個々に異なる。また、同社では物件を「作品」と呼んでいる。

最近の「作品」には、ブルームヌーベル武蔵野(東京都武蔵野市、2019年11月竣工、31戸+店舗1)、ドゥアージュコラッド松濤(東京都渋谷区松濤、2019年12月竣工、22戸)、アスデュール日本橋人形町(東京都中央区日本橋堀留町、2019年11月竣工、27戸)、ザ・グランブルーヴ上馬(東京都世田谷区上馬、2019年7月竣工、38戸)、グランデバンセ御殿山 ザ・レジデンス(東京都品川区北品川、2018年4月竣工、31戸)、バンデルーチェ北斎通り(東京都墨田区亀沢、2017年6月竣工、28戸+店舗)、ヴァントヌーベル代々木(東京都渋谷区千駄ヶ谷、2017年2月竣工、47戸+店舗)などがある。

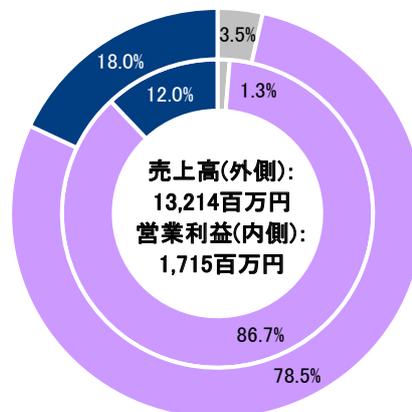
また、これまでの代表的な作品には、ガレリアサーラ(千葉県市川市本八幡、2009年5月竣工、250戸)、ガレリアグランデ(東京都江東区有明、2006年2月竣工、413戸)、オリゾンマーレ(東京都江東区有明、2004年12月竣工、396戸)、ラ・プラーヌウエスト(東京都品川区西五反田、2004年10月竣工、120戸)、ラ・マーレ白金(東京都港区白金、2004年1月竣工、67戸)、コンパートメント東京中央(東京都中央区八丁堀、2002年3月竣工、208戸)、ラ・セーナ南青山(東京都港区南青山、2001年11月竣工、33戸)、レゾンデパン大磯(神奈川県中郡大磯町、2001年2月竣工、48戸)などがある。

会社概要

2021年5月期第2四半期累計のセグメント別売上高構成比は、分譲開発事業が3.5%、賃貸開発事業が78.5%、バリューアップ事業が18.0%であった。また営業利益（全社費用控除前）構成比では、分譲開発事業が1.3%、賃貸開発事業が86.7%、バリューアップ事業が12.0%で、好調な賃貸開発事業が会社全体の業績をけん引している。一方、分譲開発事業については、2021年5月期第2四半期までにおいて1物件の販売実施にとどまったことから、以前に比べて売上高・営業利益は大きく落ち込んでいる。

2021年5月期 第2四半期 セグメント別売上高・営業利益

■ 分譲開発事業 ■ 賃貸開発事業 ■ バリューアップ事業



注：営業利益構成比は全社費用（一般管理費）控除前数値に基づき算出
 出所：決算短信よりフィスコ作成

2. 沿革

1987年12月に個人向け不動産の管理を目的として、株式会社フォレスト・アイとして設立。1991年1月に現社名である株式会社プロパストに商号を変更した。1991年4月に不動産の仲介・コンサルティング・不動産鑑定等を開始。1994年3月には、東京都日野市に初の新築戸建住宅を開発・分譲し、不動産開発事業に参入した。1995年6月には、東京都中野区に初の新築マンションを開発、1996年2月にはオフィスビル賃貸を開始した。さらに、2005年6月には、現在のバリューアップ事業の礎となる土地再開発・収益不動産再生を目的として、資産活性化事業に参入した。2006年12月には、東京証券取引所 JASDAQ 市場に上場したが、リーマンショック後の不動産市況の悪化に伴い業績が悪化、2010年5月には上場を維持しながらも、民事再生法適用を申請した。

2011年2月に再生手続きの終結が決定した後は、2009年2月に代表取締役社長に就任した津江真行（つえまさゆき）氏のリーダーシップのもと、経営資源を不動産販売事業に集中投下するほか、賃貸開発マンションの「コンポジット」と「グランジット」シリーズの販売を開始し、収益力強化に取り組んだことで、増収増益決算を続けている。その結果、自己資本比率は改善を続けて安全性が向上し、売上高営業利益率や ROE も上昇して収益性も改善し、株主還元でも配当継続など着実に成果を挙げている。

会社概要

2015年9月に、アパートやマンション等の不動産販売事業やゼネコン事業を展開するシノケングループ<8909>が筆頭株主となったが、2020年11月には今後の不測の事態に備えて第三者割当増資を実施した結果、シノケングループの株式保有比率は35.75%に上昇している。事業面でも、同社とシノケングループとは用地仕入れ情報の相互紹介などで情報連携している。2020年7月には、シノケングループが運用する100億円規模の私募REITへ、同社が賃貸不動産を供給した。同REITは、今後300億円規模に拡大して上場を目指す計画であり、同社にとっても有力な販売先になると期待される。また、シノケングループ傘下の(株)小川建設では、同社が開発するマンションも施工する。このように、同社はグループ会社間でのシナジーを生かして収益力を高め、今後も更なる発展を目指している。

沿革

年月	
1987年12月	個人向け不動産の管理を目的として、株式会社フォレスト・アイを設立
1991年1月	株式会社プロパストに商号変更
1991年2月	不動産鑑定業の免許を取得
1991年4月	宅地建物取引業の免許を取得。不動産の仲介・コンサルティング・不動産鑑定等を開始する
1994年1月	不動産関連業務の委託を目的として、株式会社フォレスト・アイを設立する
1994年3月	東京都日野市に初の新築戸建住宅を開発・分譲し、不動産開発事業に参入する
1995年6月	東京都中野区に初の新築マンションを開発する
1996年2月	東京都中央区京橋のオフィスビル賃貸を開始し、賃貸その他事業に参入する
2005年1月	関係会社整備の一環として、株式会社フォレスト・アイ及び有限会社音羽女子学生会館を吸収合併する
2005年6月	土地再開発・収益不動産再生を目的として、資産活性化事業に参入する
2006年10月	一級建築士事務所登録
2006年12月	東京証券取引所 JASDAQ 市場に上場する
2007年9月	第二種金融商品取引業登録
2010年5月	民事再生法適用を申請、翌2011年2月に再生手続き終結決定
2015年7月	賃貸開発マンション「コンボジット」「グランジット」シリーズの販売を開始する
2015年9月	シノケングループ<8909>が筆頭株主になる
2017年12月	創業30周年
2020年11月	シノケングループ向けに第三者割当増資を実施

出所：有価証券報告書、ホームページ等よりフィスコ作成

■ 分譲開発事業

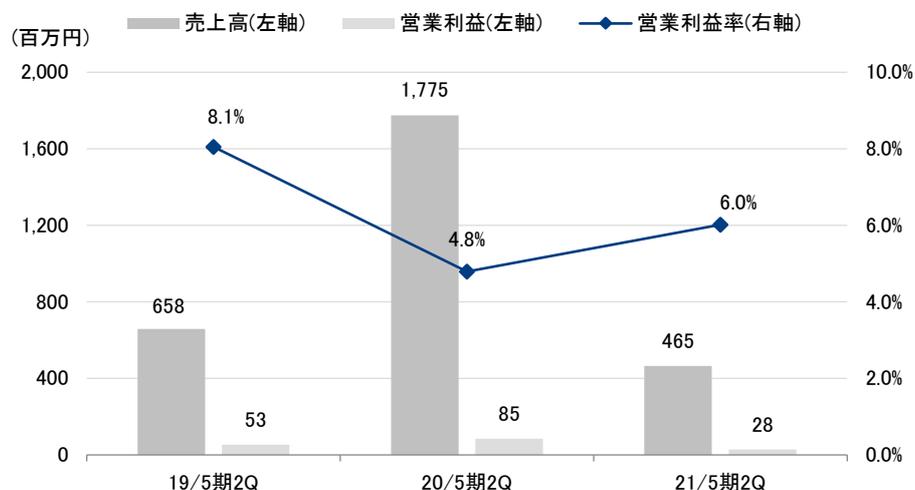
高いデザイン性を武器に、 都心の单身層や DINKS をターゲットに展開

1. 事業概要

首都圏エリアを中心に同社の企画力・デザイン力を生かした分譲マンションを開発し、单身者層や DINKS を主たる対象とした魅力あるマンションを販売している。分譲開発事業は、期間1～2年程度かかる長期プロジェクトである。企画やデザインについては、当該物件の土地の特性や地域性及び周辺環境とのバランスを考慮して、プロジェクトごとに独立したコンセプトによる空間デザインを創り出す。このため、ネーミングに関しても、それぞれのコンセプトにふさわしい個別の名付けが行われる。また、この事業には、専有卸のスキームで引き受けたうえで実需に基づいて分譲販売するケースも含まれる。その場合の期間は1年程度である。なお、ローンが付きやすいため、RC造（鉄筋コンクリート造）を多く手掛ける。最近では1戸当たりの広さ40～60平米、販売価格は50～80百万円のマンションが中心である。

分譲開発事業の2021年5月期第2四半期累計の売上高は465百万円（前年同期比73.7%減）、営業利益（全社費用控除前。以下同）は28百万円（同67.3%減）となった。2021年5月期は、ブルームヌーベル武蔵野（東京都武蔵野市）の販売のみにとどまったことや、コロナ禍に伴う緊急事態宣言の発出により、モデルルームでの販売開始時期の遅れや集客業務への制限等が発生したことが影響したようだ。この結果、売上高で会社全体の3.5%、営業利益で1.3%を占めるにとどまった。当事業では、2017年5月期は15%を上回る高い利益率であったが、首都圏市場全体で地価や建築費が上昇して販売価格が高くなりすぎたことで売れ行きが鈍り、最近では5%程度の利益率に低下している。

分譲開発事業の売上高、営業利益、営業利益率



注：営業利益は全社費用（一般管理費）控除前
 出所：決算短信よりフィスコ作成

2. 特長

同社の強みの1つは、デザイン性の良さにある。特に、都会で生活を送る大人向けのマンションと位置付けられており、間接照明がくつろぎを誘うような雰囲気を出している。同社「作品」のデザインは自社内の設計部が行っており、これも強みにつながっている。また、同社は土地の仕入力、企画力、販売力などにも自信を持っている。

不動産業では、市況価格の変動が業績に最も大きな影響を与える。リーマンショック後には、完成物件の下落率は5～10%にとどまった一方、土地及び仕掛物件では下落幅は30～40%に及んだ。同社では、仕入れてから1～2年後には販売しているため、価格下落リスクは比較的強く抑制できており、10～15%程度の市況下落でも損は出ない仕組みを構築している。ここ3～4年、首都圏のマンション価格は高水準で推移しており、それに伴い契約率は低下し販売戸数も減少傾向にある。2020年以降のコロナ禍の影響下では、首都圏マンションの販売戸数の減少は続いているが、価格や契約率は高水準で推移している。同社でも、当面は無理をせず慎重に仕入れを行う方針だ。そうした環境下でも、同社の強みである「仕入力」「企画力」「デザイン力」などを生かして、事業環境の悪化に対応できると見られる。

3. 実績例

(1) アスデュール日本橋人形町

アスデュール日本橋人形町（東京都中央区日本橋堀留町、2019年11月竣工、27戸）は、同社第6の日本橋プロジェクトとして、「洗練」「伝統」「普遍」をテーマに日本橋という歴史と文化を感じさせる土地に呼応した、和魂洋才の建築を志向している。

天然木や那智石など素材1つ1つに徹底したこだわりを反映し、格子や坪庭をはじめとする「和」のエッセンスとガラスやタイルなどの素材を組み合わせることで、質感を超えた美しい表情に仕上げられており、既に全戸を完売している。

アスデュール日本橋人形町

所在地／東京都中央区日本橋堀留町 ■戸数／27戸 ■構造／RC造 12階 ■竣工日／2019年11月

細部にまで美学が息づく住まうことの誇りと喜びを創り出している。この地への敬意を物語る、洗練と新しい美意識を宿すレジデンス。



出所：会社資料より掲載

プロパスト | 2021年2月2日(火)
 3236 東証 JASDAQ | <https://www.properst.co.jp/ir/>

分譲開発事業

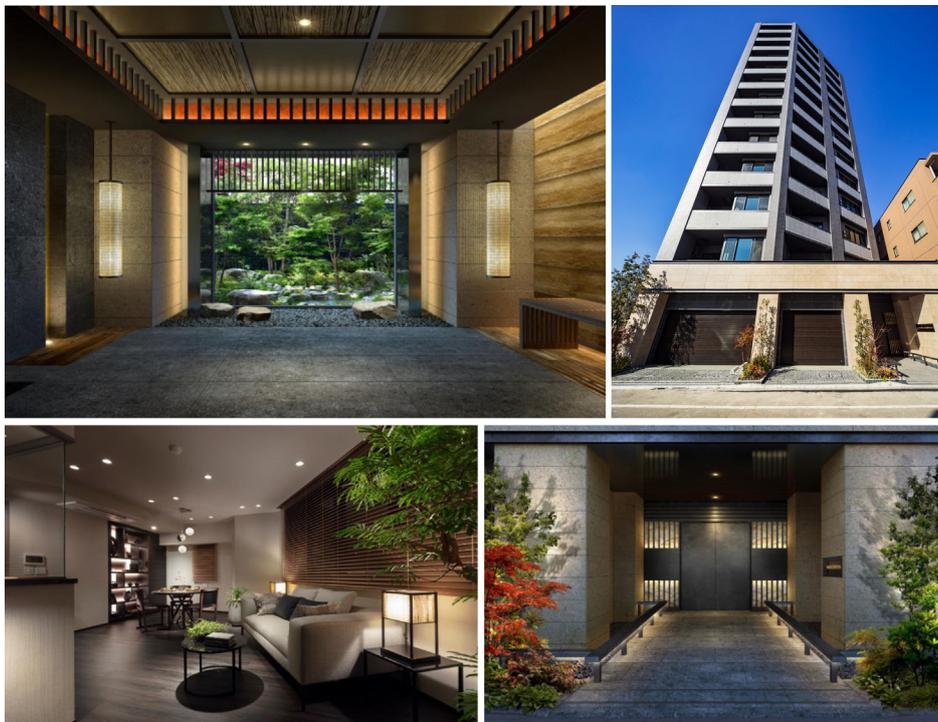
(2) ドゥアーージュ コラッド松濤

ドゥアーージュ コラッド松濤（東京都渋谷区松濤、2019年12月竣工、22戸）は、静謐を保ち、気高く刻を重ねてきた地「松濤」に呼応する邸宅であるために、日本の美が息づくエッセンスと、この地に伝わる地脈と気高さを融合させ、日本伝統の和の空気を纏いながらそれらが共鳴し、美しくモダンな非日常の世界を創り上げている。当物件についても、既に全戸を完売している。

ドゥアーージュ コラッド松濤

■所在地 / 東京都渋谷区松濤 ■戸数 / 22戸 ■構造 / RC造 13階 ■竣工日 / 2019年12月

4 駅 12 路線を有する利便性のある都心であることを忘れさせる静寂に満たされる地「松濤」。その両面を享受する地に誕生するレジデンス。



出所：会社資料より掲載

(3) ブルームヌーベル武蔵野

ブルームヌーベル武蔵野（東京都武蔵野市中町、2019年11月竣工、31戸+店舗1）は、武蔵野市アドレスにおける「三鷹」駅最寄りでは、約2.3%しか存在しなかった駅徒歩4分圏内の場所にあり、「立地を背景とする資産性」は住まい選びの選択基準の1つと言える。また、安心の「完成後販売」のため実際の部屋を確認できる購入者は、入居後の安心を得ることができる。2020年4月には、マンションの資産価値等を比較する不動産情報サイト「住まいサーフィン」で「資産性指数ランキング東京市部」の1位を獲得している人気物件であり、現在販売中である。

ブルームヌーベル武蔵野

■所在地／東京都武蔵野市中町 ■戸数／31戸+店舗1 ■構造／RC造 8階 ■竣工日／2019年11月
 武蔵野市アドレスにおける「三鷹」駅最寄りでは、約2.3%しか存在しなかった駅徒歩4分圏内に立地するレジデンス。



出所：会社資料より掲載

(4) その他

その他の実績例としては、ザ・グランブルーヴ上馬（東京都世田谷区上馬、2019年7月竣工）、グランデパンセ御殿山 ザ・レジデンス（東京都品川区北品川、2018年4月竣工）、バンデルーチェ北斎通り（東京都墨田区亀沢、2017年6月竣工）、ヴァントヌーベル代々木（東京都渋谷区千駄ヶ谷、2017年2月竣工）、ペグレッタトーレ（東京都葛飾区新小岩、2016年4月竣工）などがある。

■ 賃貸開発事業

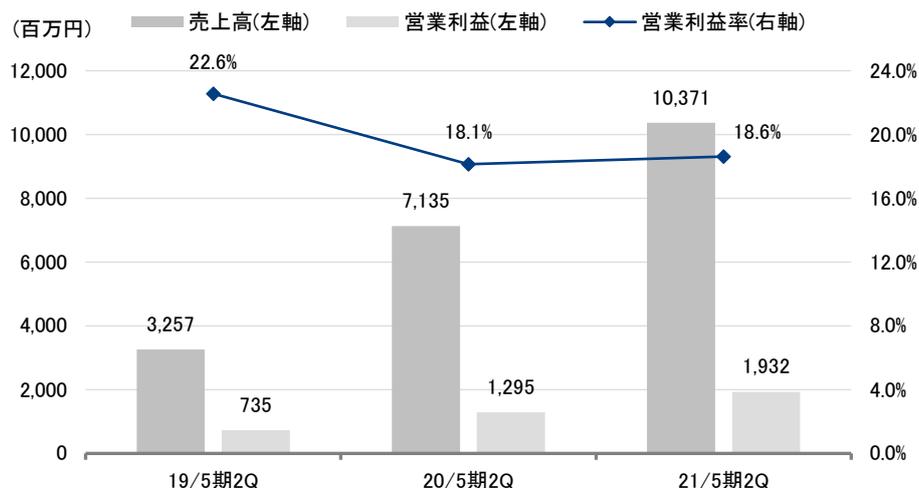
パターン化でデザイン性と低コストを両立

1. 事業概要

当事業では、首都圏を中心に中小規模賃貸マンションの用地取得から建築・販売を行っている。また、同社は利便性の高い物件を自社保有し、同社のネットワークを駆使して空室率を最小限に抑制するとともに、優良なテナント付けを行うなかで賃貸業務を行っている。首都圏エリアを中心とした立地で、かつ、最寄り駅から徒歩10分圏内のマンション用地を取得し、40～50坪程度の小さな土地を中心に、30戸程度の中小規模かつ中低層物件に狙いを定める。売却価格は、30戸程度の1棟で5～10億円程度を目標としているが、最近は大規模で10億円以上の物件も売れている。都心の資産価値が高い優良物件に特化した戦略が、奏功しているようだ。

賃貸開発事業の2021年5月期第2四半期累計の売上高は10,371百万円（前年同期比45.4%増）、営業利益は1,932百万円（同49.2%増）と大幅な増収増益であった。当事業は、売上高では会社全体の78.5%、営業利益でも86.7%を占める、同社の稼ぎ頭である。また、営業利益率も20%弱の高水準を維持し、同社の中では最も収益性が高い事業でもある。顧客は従来より海外投資家（コロナ禍により現在は活動停止中）や、相続税対策として銀行借入によって物件を購入する個人投資家層が多く、企業の社宅ニーズも増えており、最近ではファンドによる購入も増えている。さらに、2021年5月期から売却先として大株主シノケングループのREITが加わり、今後も安定的な購入が期待される。これら種々の投資家ニーズにマッチする物件を供給していることが、賃貸開発事業が好調の理由と言えるだろう。

賃貸開発事業の売上高、営業利益、営業利益率



注：営業利益は全社費用（一般管理費）控除前

出所：決算短信よりフィスコ作成

2. 特長

分譲開発事業などで培った同社のデザイン力を生かし、コストを抑制しながら、ハイセンスな賃貸マンションを建築することで、投資家やファンド向けに売却を行う。小規模かつ中低層物件に特化することで、物件取得時以降の外部環境の変化や建築費用の上昇等の変動要因の影響を抑制する。竣工した物件については、一時的には同社で保有するものの、その後は外部環境を勘案しながら、売却時期を検討する。

徹底的なコンセプト重視の分譲開発事業とは違い、賃貸開発事業ではパターン化を行うことで、外壁をコンクリートの打ちっぱなしにするなど、デザイン性を損なうことなく、低コストを実現している。「グランジット」シリーズは6階以上の物件でエレベーターが付くが、「コンポジット」シリーズは5階以下の物件でエレベーターはなく、初期投資を少なくできる。また、分譲開発事業と同じく、ローンが付きやすいRC造にこだわって展開している。同社内では、近年にスタートした事業ではあるが、戦略的に重要な位置付けとなっている。視覚的に訴求するような資料を作成し、建物や部屋のデザイン性を強調しながら、立地の良さや利回りを明記し提案に使用しており、仲介会社からも評判が良いようだ。また、2021年5月期から、大株主シノケングループのREITが安定的な購入先に加わった。

3. 実績例

賃貸開発事業の最近の主な実績例は以下のとおり。

- (1) グランジット神田司町（東京都千代田区神田司町、2020年10月竣工）
- (2) HERMOSA KAWASAKI（川崎市幸区南幸町、2020年9月竣工）
- (3) コンポジット野方（東京都中野区野方、2020年9月竣工）
- (4) グランジット梅屋敷（東京都大田区大森中、2020年8月竣工）
- (5) GALICIA MORISHITA ESTUDIO IV（東京都江東区新大橋、2020年7月竣工）
- (6) コンポジット三軒茶屋（東京都世田谷区三軒茶屋、2020年7月竣工）
- (7) グランジット文京関口（東京都文京区関口、2020年6月竣工）
- (8) THE TRIBECA Nakameguro（東京都目黒区上目黒、2020年5月竣工）
- (9) コンポジット品川南大井（東京都品川区南大井、2020年4月竣工）
- (10) グランジット岩本町（東京都千代田区岩本町、2020年4月竣工）
- (11) グランジット日本橋馬喰町（東京都中央区日本橋馬喰町、2020年4月竣工）

(1) グランジット神田司町



(4) グランジット梅屋敷



(7) グランジット文京関口



出所：会社資料より掲載

■ バリューアップ事業

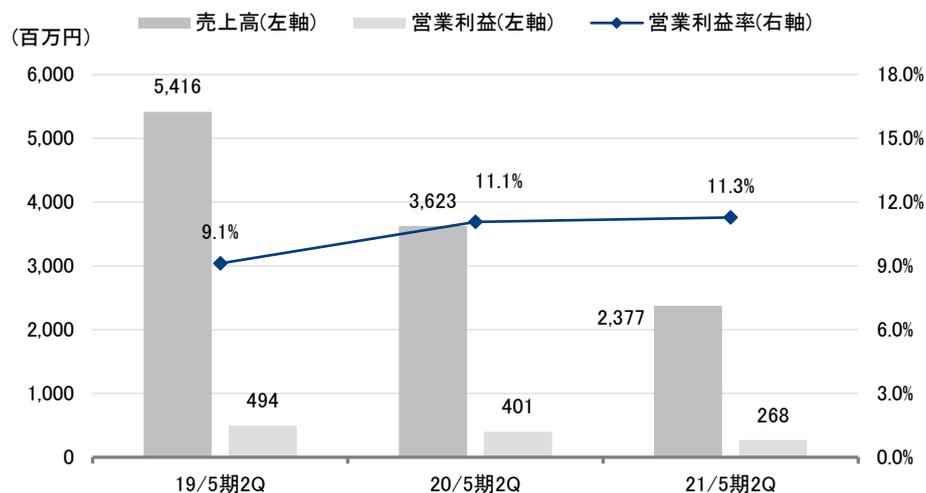
高速回転で買収から売却へ、市場リスクは小さい

1. 事業概要

バリューアップ事業では、6ヶ月程度の短期案件を取り扱う。首都圏エリアを中心に3～5億円程度の中古の収益ビル等を購入し、外観や設備が経年劣化した不動産に対して効率的に改修を行うことで、既存の建物の付加価値を高め、主に個人投資家を対象に売却する。少額の改修工事で効果的に付加価値を高めることで、短期間で売却及び資金回収を図る。同社は購入後すぐに工事に入るため、6ヶ月～1年程度の事業であるが、工事開始から1ヶ月後には販売を開始することもある。買収から売却へ短期間で事業を回しており、市場変動リスクが小さいと言える。現状、同事業では年間15～20棟ペースで売却している。2021年5月期から、大株主シノケングループのREITが同事業においても購入先に加わった。

バリューアップ事業の2021年5月期第2四半期累計の売上高は2,377百万円（前年同期比34.4%減）、営業利益は268百万円（同33.1%減）と減収減益であった。営業利益率は10%程度を維持している。同社では、付加価値が見込める物件の仕入及び売却を続けており、安定的な利益率につながっている。売上高では会社全体の18.0%、営業利益では12.0%を占めている。

バリューアップ事業の売上高、営業利益、営業利益率



注：営業利益は全社費用（一般管理費）控除前
出所：決算短信よりフィスコ作成

2. 特長

同社にはゼネコン出身者も多く、ノウハウに長けた人材が多い。特に、クリーニング、植栽、外光などの共用部分に対するバリューアップにも投資家のニーズはあり、資産価値の向上につながっている。

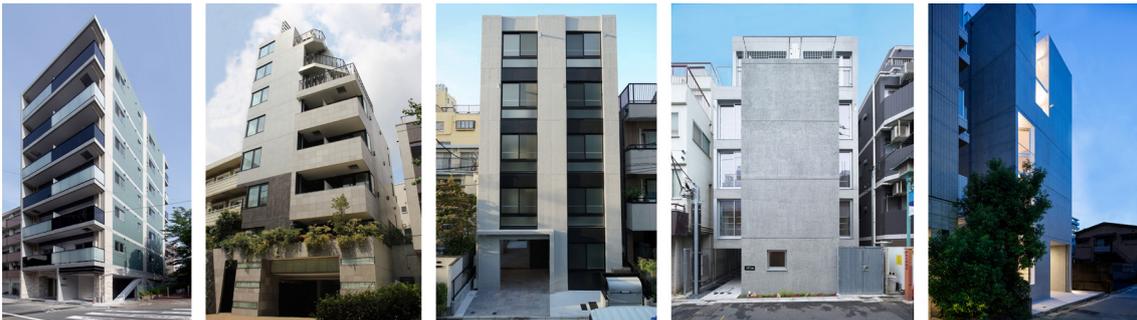
バリューアップ事業

3. 実績例

最近の実績例としては、以下のとおり。

- (1) 吾妻橋 3 プロジェクト (東京都墨田区) (バリューアップ事例を参照)
- (2) 東陽 3 プロジェクト (東京都江東区)
- (3) 用賀プロジェクト (東京都世田谷区)
- (4) 新町プロジェクト (東京都世田谷区)
- (5) 鶉の木プロジェクト (東京都大田区)
- (6) 下馬プロジェクト (東京都世田谷区)
- (7) 巣鴨 4 プロジェクト (東京都豊島区)
- (8) 森下 3 プロジェクト (東京都江東区)
- (9) 下目黒 3 プロジェクト (東京都目黒区)
- (10) 白金 5 プロジェクト (東京都港区)

(2) 東陽 3 プロジェクト (3) 用賀プロジェクト (8) 森下 3 プロジェクト (9) 下目黒 3 プロジェクト (10) 白金 5 プロジェクト



出所：会社資料より掲載

4. バリューアップ事例

バリューアップの事例としては、吾妻橋 3 プロジェクトでは、以前は屋上の経年劣化が目立っていたが、既存の防水層を撤去し、下地を調整して塩化ビニールシートを施工することで、ビルの資産価値を高めている。

(1) 吾妻橋 3 プロジェクト



出所：会社資料より掲載

BEFORE▶

全体的に屋上における経年劣化が目立つ



AFTER▶

既存防水層撤去
下地調整
塩ビシート施工



■ 業績動向

大幅な増益決算、第三者割当増資で財務体質も大きく改善

1. 2021年5月期第2四半期の業績

2021年5月期第2四半期累計期間におけるわが国経済は、コロナ禍の影響により依然として厳しい状況にあるものの、「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策」や令和2年度第1次・第2次補正予算の効果も相まって、個人消費の改善等を背景に持ち直しの動きが見られる。個人消費は、2020年10月の消費総合指数が前月比2.1%増となったほか、実質消費支出も同2.1%増となり回復の兆しがある。一方、消費マインドを示す消費者態度指数は11月が33.7となり、3ヶ月連続で前月を上回っているものの、コロナ禍以前の水準を下回っており、依然として厳しい状況が続いている。また、設備投資は減少しており、法人企業統計季報の2020年7-9月期の全産業（金融業、保険業除く）では、季節調整済みで前期比1.2%減と2四半期連続で減少した。

同社が属する不動産業界では、先行指標となる新設住宅着工戸数の季節調整済み年率換算値が10月で80.2万戸と3ヶ月連続で減少している等、弱含みでの推移となっている。今後はコロナ禍の影響による企業業績の悪化を反映した雇用・所得環境の先行きに対する不透明感の高まり等が、住宅購入意欲を減退させる要因となってくる可能性が考えられる。

このような状況下、同社は、分譲開発事業や賃貸開発事業及びバリューアップ事業における新規物件の取得や保有物件の売却及び分譲開発事業の個別分譲販売を進めた。この結果、売上高は13,214百万円（前年同期比5.4%増）、営業利益1,715百万円（同34.3%増）、経常利益1,526百万円（同45.1%増）、四半期純利益1,067百万円（同41.8%増）の増収増益決算で、特に利益の増加は目覚ましかった。通期の業績予想に対して、売上高は7割強、各段階の利益は通期計画を上回る好決算であり、厳しい経営環境下でも環境に応じて3事業のバランスを柔軟に変える同社の事業戦略が奏功した決算であったと言えるだろう。この結果、利益率は大きく上昇し、収益性が高まっている。

業績動向

2021年5月期第2四半期業績

(単位：百万円)

	20/5 期 2Q 累計	21/5 期 2Q 累計	前年同期比	
			増減額	増減率
売上高	12,533	13,214	681	5.4%
売上原価	10,334	10,645	311	3.0%
売上総利益	2,198	2,569	371	16.9%
販売費及び一般管理費	920	853	-67	-7.3%
営業利益	1,277	1,715	438	34.3%
経常利益	1,052	1,526	474	45.1%
四半期純利益	752	1,067	315	41.8%
<収益性>				
売上総利益率	17.5%	19.4%		
営業利益率	10.2%	13.0%		
経常利益率	8.4%	11.5%		
四半期純利益率	6.0%	8.1%		

出所：決算短信よりフィスコ作成

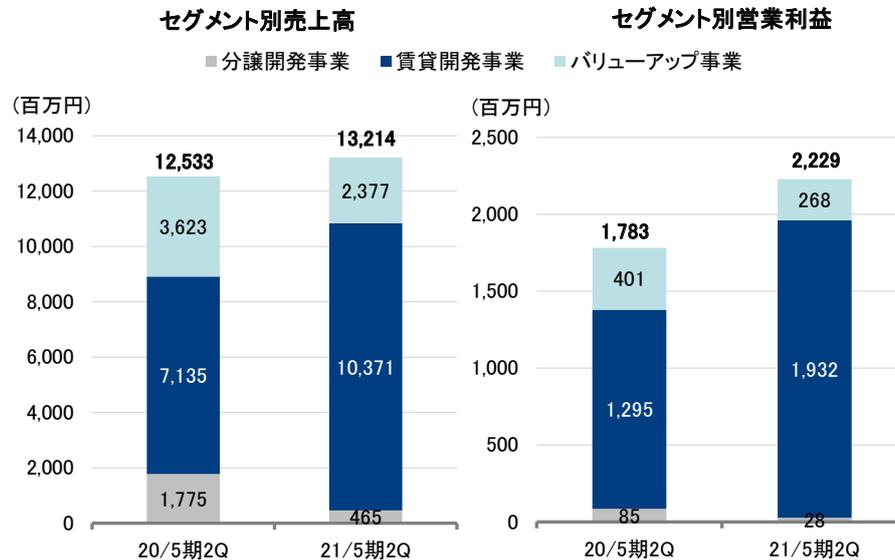
セグメント別では、分譲開発事業は、自社販売物件としてブルームヌーベル武蔵野（東京都武蔵野市）の販売を実施した結果、売上高は 465 百万円（前年同期比 73.7% 減）、営業利益は 28 百万円（同 67.3% 減）となった。コロナ禍に伴う緊急事態宣言の発出により、モデルルームでの販売開始時期の遅れや集客業務への制限が発生したこと等が影響した。

また、賃貸開発事業では、首都圏を中心に用地取得から小規模賃貸マンション建築・販売まで行っており、神田司町プロジェクト、南麻布 2 プロジェクト及び上目黒プロジェクト等、13 プロジェクトを売却した。この結果、売上高は 10,371 百万円（前年同期比 45.4% 増）、営業利益は 1,932 百万円（同 49.2% 増）となり、同社の好決算をけん引する原動力となった。個人の相続税対策として、都心の優良物件に対するニーズが強いようだ。

さらに、バリューアップ事業では、中古の収益ビルをバリューアップしたうえで個人投資家等に売却しており、山王 3 プロジェクト、代田 2 プロジェクト及び上馬 2 プロジェクト等、6 棟の収益ビルを売却した。この結果、売上高は 2,377 百万円（前年同期比 34.4% 減）、営業利益は 268 百万円（同 33.1% 減）となった。

このように、2021 年 5 月期第 2 四半期は賃貸開発事業が大幅な増収増益となり、分譲開発事業とバリューアップ事業の減収減益をカバーした。同社では、3 事業部門が補完し合うことで、会社全体として増収増益基調を維持している。

業績動向



注：営業利益は全社費用（一般管理費）控除前
出所：決算短信よりフィスコ作成

2. 財務状態及びキャッシュ・フローの状況

2021年5月期第2四半期末の資産は、前期末比1,013百万円減の20,719百万円となった。今後の不動産市況の不透明感を勘案しつつ、資産の増加を抑制するために慎重に物件を見極めたうえでの物件取得を進める一方、保有物件の売却を積極的に推進したことに伴い、販売用不動産及び仕掛販売用不動産とこれらに係る前渡金が合わせて3,713百万円減少したことによる。一方、販売用物件の売却を推進したこと等から現金及び預金が2,364百万円増加している。

負債については前期末比2,991百万円減の14,327百万円となった。保有物件の売却を推進したことに伴い借入金の返済が進んだことから、借入金（有利子負債）が3,423百万円減少したことによる。

また、純資産については前期末比1,977百万円増の6,392百万円となった。利益剰余金が1,009百万円増加したことに加え、2020年11月に実施したシノケングループ向けの第三者割当増資を主因に、資本金が500百万円増加したこと及び資本剰余金が499百万円増加したことも寄与している。

利益の積み上げと増資の結果、自己資本比率は30.4%と、2013年5月期末の9.5%から大幅に上昇し、同社が中期的な目標としていた30%台に到達し、財務体質は東証1部不動産業の平均並みに強化された。これに伴い、コロナ禍に伴う不測の事態への備えは十分に整ったと評価できるだろう。また、強固な財務内容は不動産の仕入など事業面でも有利に働くと考えられる。筆頭株主のシノケングループとの関係強化によって、シノケングループが運用する私募REITへの賃貸不動産を供給するなど新たな協業もスタートし、今後も同社にとって有力な販売先として期待される。このように、グループ会社間でのシナジーを發揮することで収益力が一層強化されていくだろう。

業績動向

貸借対照表及び経営指標

(単位：百万円)

	20/5 期	21/5 期 2Q	増減額
流動資産	21,575	20,298	-1,277
現金及び預金	2,775	5,140	2,364
販売用不動産	8,842	7,793	-1,049
仕掛販売用不動産	8,040	6,325	-1,715
固定資産	158	421	263
有形固定資産	25	23	-2
無形固定資産	1	1	0
投資その他の資産	130	396	266
資産合計	21,733	20,719	-1,013
流動負債	12,474	10,497	-1,977
買掛金	113	86	-27
短期借入金等	11,563	9,153	-2,410
固定負債	4,843	3,830	-1,013
長期借入金	4,776	3,763	-1,013
負債合計	17,318	14,327	-2,991
(有利子負債)	16,339	12,916	-3,423
株主資本	4,306	6,299	1,993
新株予約権	108	92	-16
純資産合計	4,414	6,392	1,977
<安全性>			
自己資本比率	19.8%	30.4%	
D/E レシオ	3.79 倍	2.05 倍	
流動比率	173.0%	193.4%	

出所：決算短信よりフィスコ作成

現金及び現金同等物の2021年5月期第2四半期末残高は、前期末より2,334百万円増加し、4,884百万円となった。各キャッシュ・フローの状況について見ると、営業活動により獲得した資金は5,135百万円となった。これは、税引前四半期純利益を1,542百万円計上したこと、たな卸資産が2,763百万円減少したことなどによる。また、投資活動により使用した資金は290百万円となった。これは、主に投資有価証券として250百万円の出資を行ったことに加えて、定期預金を45百万円作成したことによる。さらに、財務活動により使用した資金は2,511百万円となった。これは、主に新規物件の取得等に伴う7,499百万円の借入を実行したこと及び第三者割当増資に伴う株式発行により996百万円を獲得した一方で、保有物件の売却等により借入金を10,921百万円返済したことなどによるものである。

以上の結果、同社が自由に使うことができるフリー・キャッシュ・フローは4,845百万円に増加して手元資金は厚くなっており、経営の安定度が高まっていると言える。

業績動向

キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	20/5 期 2Q 累計	21/5 期 2Q 累計	増減額
営業活動によるキャッシュ・フロー (a)	3,318	5,135	1,817
投資活動によるキャッシュ・フロー (b)	53	-290	-343
財務活動によるキャッシュ・フロー	-2,509	-2,511	-2
フリー・キャッシュ・フロー (a) + (b)	3,371	4,845	1,474
現金及び現金同等物の四半期末残高	2,804	4,884	2,080

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2021年5月期は慎重な予想を維持

1. 2021年5月期の業績予想

同社では、今後の事業環境については次のように見ている。日本経済は、コロナ禍の影響により極めて厳しい状況にあるが、各種政策等の効果もあって持ち直しに向かうことが期待されている。しかし、国内外におけるコロナ禍の動向や金融資本市場の変動等の動きには注視する必要がある。同社が属する不動産業界に関しては、コロナ禍の影響によるインバウンドの減少や外出自粛といった影響が見込まれる宿泊業や飲食業のテナントを有する商業ビル等においては、稼働率や賃料収入が低下する物件も発生している。こうしたことを受けて、不動産業界のなかでも用途に応じて需要格差が発生する可能性が高いと考えている。また、こうした動きを背景に用地取得競争は一部軟化する可能性が見込まれるものの、人件費などの高止まり等の影響から建築費の大幅な下落は見込みにくい状況にある。一方で雇用所得環境の悪化から、これまでのような販売価格の上昇には抑制作用が働く可能性があると考えている。

このような経済環境下において、同社ではこれまでと同様に首都圏エリアにおける駅近等の利便性の高いレジデンス物件を中心に仕入れを行い、分譲開発物件についてはDINKS層を主たる顧客ターゲットとして捉えている。同時に、賃貸開発物件やバリューアップ物件については富裕者層やファンドを主たる顧客ターゲットとして事業展開を図る考えだ。また、物件取得に関しては立地や価格に関して、売却想定価格を意識しつつより厳選したうえでの取得が必要であると考えている。そして、同社の強みである創造デザイン力やプレゼンデザイン力を生かせる分譲開発物件の販売を進める方針だ。また、コストや建築期間等を抑制した賃貸開発物件に取り組むことで事業拡大を図ってゆく方針である。さらに、首都圏エリアにおいて割安な収益不動産を精査して購入し、効率的に改修工事を行うことで既存建物の付加価値を高めたバリューアップ物件の売却を併せて展開してゆく方針である。

今後の見通し

同社では、2021年5月期の業績予想についてはコロナ禍の状況を勘案し物件取得を厳選したため、期初の予想を維持している。すなわち、売上高 18,425 百万円（前期比 22.2% 減）、営業利益 1,555 百万円（同 1.2% 増）、経常利益 802 百万円（同 26.7% 減）、当期純利益 562 百万円（同 36.9% 減）を予想している。直近までの実績や在庫に基づき、賃貸開発事業では増収を見込むものの、分譲開発事業とバリューアップ事業では減収を見込んでいる。コロナ禍による不動産業界への影響が懸念されており、業界内でも特にホテルや商業ビルを取り扱う会社は業績の落ち込みが大きいと見られるが、同社はレジデンスが事業の中心であり、影響は比較的小さいと考えられる。

同社の2021年5月期第2四半期累計決算では、売上高は通期予想の7割強に達し、各段階の利益は通期予想を上回るなど、こうした厳しい経営環境下にあっても好決算であった。同社では例年、期初は保守的な予想を立てていることから、最終的には期初予想を上回る決算となる可能性が大きいと弊社では見る。

2021年5月期業績予想

(単位：百万円)

	20/5 期		21/5 期	
	実績	前期比	予想	前期比
売上高	23,674	31.5%	18,425	-22.2%
営業利益	1,535	11.4%	1,555	1.2%
経常利益	1,095	27.0%	802	-26.7%
当期純利益	890	21.9%	562	-36.9%

出所：決算短信よりフィスコ作成

2. 2022年5月期以降の業績見通し

同社が属する不動産業界では、マンション価格の上昇に伴う契約率低下、2020年からのコロナ禍に伴う郊外への居住増加傾向、2021年に延期された東京オリンピック・パラリンピック後の建設需要の落ち込みの影響等が懸念されるものの、一方では低水準で推移する住宅ローン金利が下支え要因として期待されている。業界の先行指標となる新設住宅着工戸数は、2018年度までの高水準からは減少し、加えて足元ではコロナ禍の影響を受けて落ち込んでいるが、コロナ禍が収束すれば長期的にはおおむね横ばいでの推移が見込まれている。足元では新型コロナウイルス感染症を避けて郊外の不動産を選択する動きもあるが、生活・社会インフラが整って利便性の高い都心部の魅力は大きく、コロナ禍の収束後は都心部の需要が郊外に比べて強いという、二極化の動きに回帰するだろう。

こうした経済環境のもと、同社では強みである創造デザイン力やプレゼンデザイン力を生かせる分譲開発物件の取得を進めるとともに、コストや建築期間等を抑制した賃貸開発物件に取り組むことで事業拡大を図っていく。また、割安な収益不動産を精査して購入し、効率的に改修工事を行うことで既存建物の付加価値を高めたバリューアップ物件の売却を併せて展開していく方針である。賃貸開発事業やバリューアップ事業では、今後はファンドが売却先に加わる予定であり、購買層がさらに広がる見通しである。同社では2022年5月期以降の業績に貢献すべく、駅近の好物件を積極的に仕入れ始めているようだ。

今後の見通し

不動産業界内では、好調な会社と不調な会社の二極化が進行している。同社では都心部で駅から徒歩5分程度の好立地物件にターゲットを絞り、買い付けの意思決定を迅速に行うことで他社に先駆けて好物件の仕入れが可能になっている。また、今後は好立地の町工場が事業継承できずに売却に出されるとの見方もある。同社は、こうした物件の仕入れに、定評のある企画力・デザイン力を加えることで、事業環境が厳しさを増すなかでも、3事業がうまく補完し合うことで、2022年5月期以降も堅調な業績を維持できると弊社では考えている。

同社では現状、対外的に中期経営計画を発表していない。同社の事業規模では業績が振れる可能性が大きいため、計画を発表すると投資家をミスリードする可能性があるとの経営判断によるものである。ただ、会社としての経営方針を明確化し同社の投資家や従業員が同社の将来像を共有するためにも、中期経営計画の正式発表は有意義であると言える。

■ 株主還元策

財務体質の強化を優先しつつ、安定配当を継続

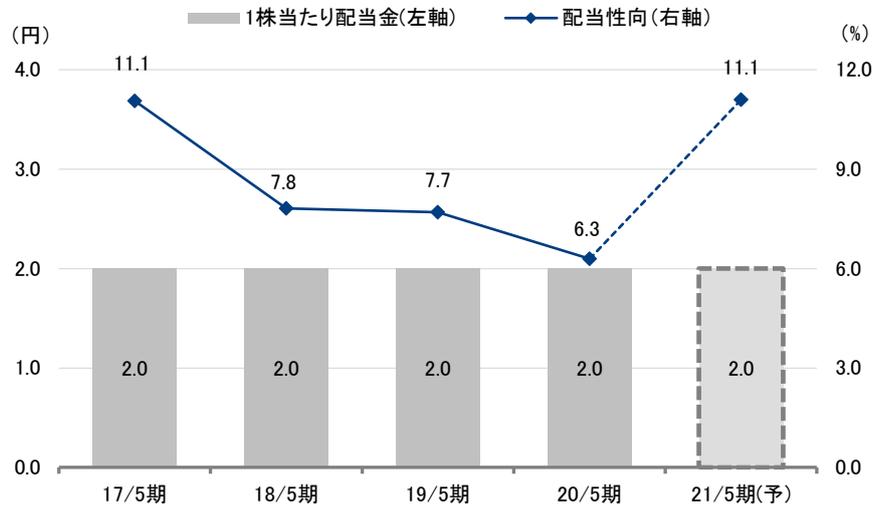
同社では業績悪化に伴い2009年5月期以降無配を続けてきたが、ようやく配当を支払えるような状況にまで業績が回復し、2017年5月期から1株当たり2円の配当を実施している。同社は、当面は財務体質の強化を優先し自己資本比率30%超を安定的に確保する一方で、配当性向10%を目安に安定配当の継続に注力する方針である。

2020年11月には第三者割当増資の実施により財務体質強化を図り、自己資本比率は目標とする30%台に上昇した。一方、2021年5月期の配当については期初予想通り年間2円の期末配当を計画しており、配当性向は11.1%になる見通しである。今後は強固な財務体質を維持する一方で、増配による株主還元の充実が長期的な課題と言えるだろう。

また、同社では経営環境の変化に対応し、機動的な資本政策の遂行を可能とする目的で、定期的に自己株式の取得を行っており、2019年8月には20万株（発行済株式総数（自己株式を除く）に対する割合0.71%）、2020年7月にも21万株（同0.79%）の自己株式を取得しており、今後も継続する考えである。

株主還元策

1株当たり配当金と配当性向



出所：決算短信よりフィスコ作成

重要事項（ディスクレマー）

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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp