

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8月3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月期は3期連続の増益決算 | 01 |
| 3. 2022年5月期は慎重な業績予想 | 01 |
| 4. 2023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 | 14 |
| 3. 実績例 | 14 |
| 4. バリューアップ事例 | 14 |
| ■ 業績動向 | 16 |
| 1. 2022年5月期の業績 | 16 |
| 2. 財務状態及びキャッシュ・フローの状況 | 18 |
| ■ 今後の見通し | 20 |
| 1. 2022年5月期の業績予想 | 20 |
| 2. 2023年5月期以降の業績見通し | 21 |
| ■ 株主還元策 | 22 |

■ 要約

コンセプトとデザインで新しい住環境を提案、 コロナ禍の厳しい経営環境にあっても業績は堅調

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月期は3期連続の増益決算

2021年5月期の売上高は18,886百万円（前期比20.2%減）、営業利益1,714百万円（同11.6%増）、経常利益1,299百万円（同18.6%増）、当期純利益920百万円（同3.3%増）と減収増益となり、3期連続の増益を記録した。期初の業績予想比では営業利益は10.2%、経常利益と当期純利益は60%以上も上回り、新型コロナウイルス感染症拡大（以下、コロナ禍）の厳しい経営環境にあっても健闘した決算であったと評価できるだろう。セグメント別では、特に賃貸開発事業が19プロジェクトを売却したことにより、売上高13,755百万円（同14.7%増）、営業利益2,253百万円（同26.2%増）と、引き続き会社全体の業績をけん引した。一方、分譲開発事業は、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て、売上高921百万円（同83.8%減）、営業利益42百万円（同77.7%減）となった。また、バリューアップ事業も、11棟の収益ビルを売却したが、期初においては不動産市場全体の売買活動が停滞したことを受けて十分な仕入ができなかったことから、売上高4,209百万円（同29.6%減）、営業利益471百万円（同27.5%減）にとどまった。利益剰余金の増加や2020年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25.5%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。ただ、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月期と同額の1株当たり2円とした。また、2020年7月には自己株式の取得を実施している。

3. 2022年5月期は慎重な業績予想

2022年5月期の業績予想は、売上高20,364百万円（前期比7.8%増）、営業利益1,457百万円（同15.0%減）、経常利益980百万円（同24.5%減）、当期純利益696百万円（同24.3%減）の増収減益を計画している。賃貸開発事業では2021年5月期同様の好調継続を見込み、バリューアップ事業も通常ベースに戻ると見るものの、分譲開発事業については引き続き慎重に見ている。同社では例年、期初は慎重な予想を立てているが、2022年5月期も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、2021年5月期と同様に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、2021年5月期と同額の1株当たり2円を予定する。また、2021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

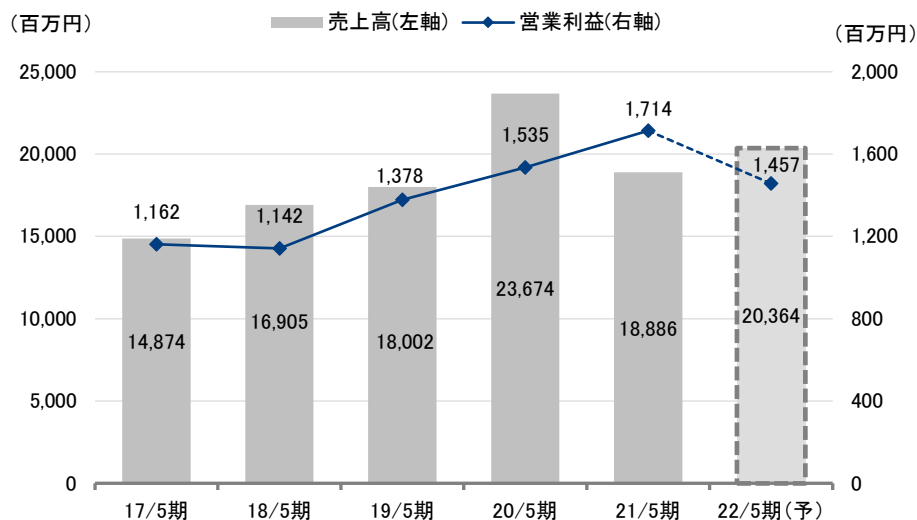
4. 2023年5月期以降も堅調な業績を継続する見通し

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ながら、販売戸数はコロナ禍に伴う2020年前半の落ち込みからは回復している。ただ、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ものの、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れに、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、2023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で、分譲開発事業、賃貸開発事業、バリューアップ事業の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、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月期は3期連続の増益決算で、期初の業績予想を大きく超過。特に賃貸開発事業が引き続き好調で、会社全体の業績をけん引。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25.5%超に上昇。財務体質の強化を優先し、2020年5月期並みの配当を実施の一方、自己株式取得も継続
- ・2022年5月期の業績については、コロナ禍の経済への悪影響も勘案し、増収減益を予想。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。2021年5月期並みの配当を計画し、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れに、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、2023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)「再開発調整力」(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。

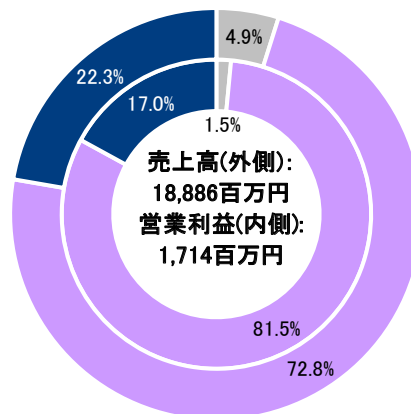
また、これまでの代表的な作品には、ガレリアサーラ(千葉県市川市本八幡、2009年5月竣工、250戸)、ガレリアグランデ(東京都江東区有明、2006年2月竣工、413戸)、オリゾンマーレ(東京都江東区有明、2004年12月竣工、396戸)、ラ・プラスウエスト(東京都品川区西五反田、2004年10月竣工、120戸)、ラ・マーレ白金(東京都港区白金、2004年1月竣工、67戸)、コンパートメント東京中央(東京都中央区八丁堀、2002年3月竣工、208戸)、ラ・セーナ南青山(東京都港区南青山、2001年11月竣工、33戸)、レゾンデパン大磯(神奈川県中郡大磯町、2001年2月竣工、48戸)などがある。

会社概要

2021年5月期のセグメント別売上高構成比は、分譲開発事業が4.9%、賃貸開発事業が72.8%、バリューアップ事業が22.3%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1.5%、賃貸開発事業が81.5%、バリューアップ事業が17.0%で、2019年5月期以降は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月期は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、堅調な決算を続けている。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>が筆頭株主となり、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(リート、不動産投資信託)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、今後もさら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

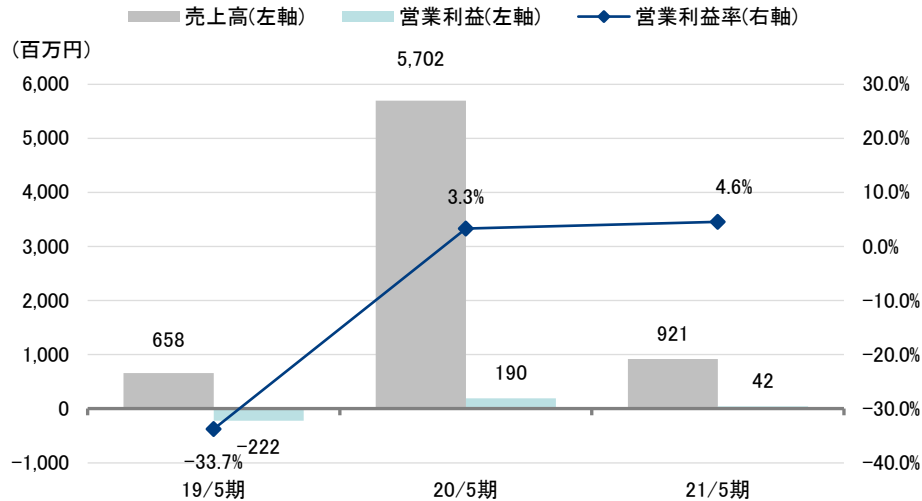
1. 事業概要

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30～60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月期の売上高は921百万円（前期比83.8%減）、営業利益（全社費用控除前。以下同）は42百万円（同77.7%減）で、大幅な減収減益となった。2021年5月期は、プ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4.9%、営業利益で1.5%を占めるにとどまった。同事業では、2017年5月期は15%を上回る高い営業利益率であったが、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、営業利益率は4.6%に低下している。

分譲開発事業

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、同社では、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、10～15%程度の市況下落でも損失を出さない仕組みを構築している。ここ4～5年、首都圏の新築マンションの1戸当たり平均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により、首都圏マンションの販売戸数が一時大きく減少したが、2020年後半には前年並みの水準に回復し、また価格や契約率は高水準で推移している。ただ、同社では、当面は無理をせず慎重に仕入れを行う方針だ。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、事業環境の悪化にも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しており、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

分譲開発事業

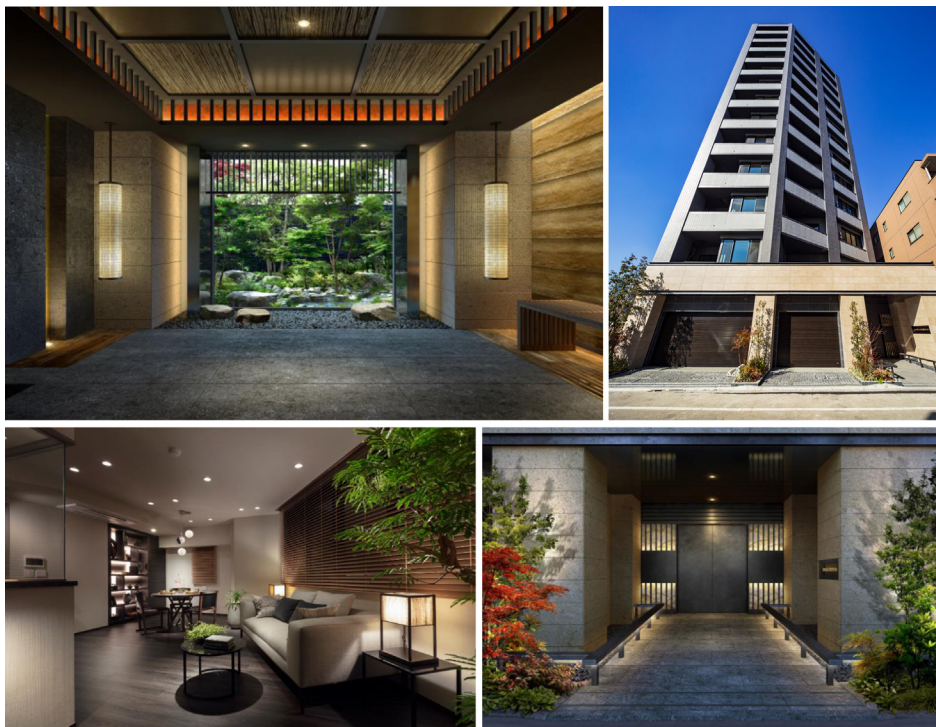
(2) ドゥアーージュ コラッド松濤

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。同物件についても、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。



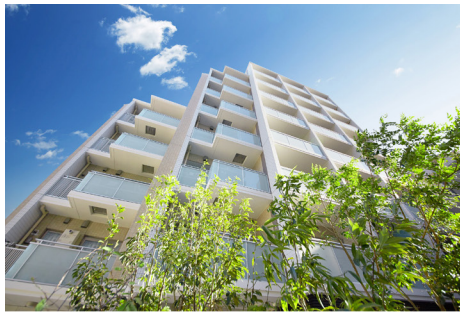
出所：会社資料より掲載

(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

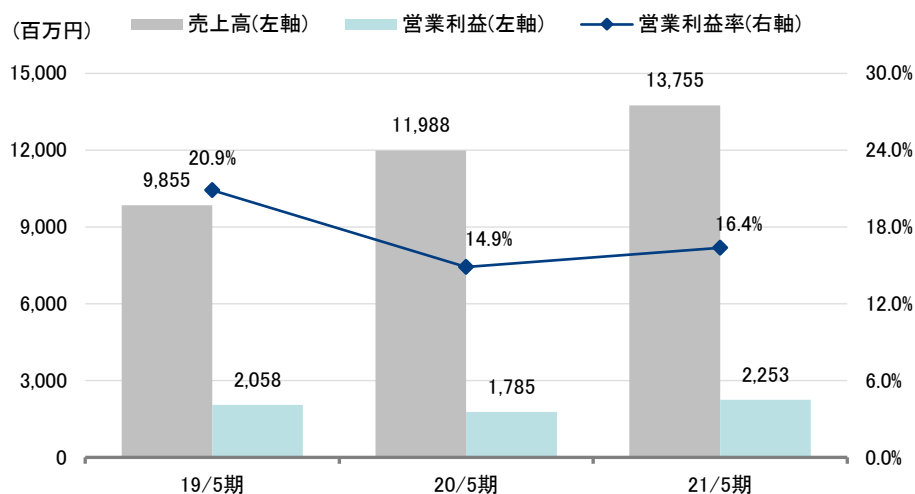
パターン化でデザイン性と低コストを両立

1. 事業概要

賃貸開発事業は、首都圏を中心に用地取得から中小規模賃貸マンションの企画・建築・販売を行っており、期間としては1年程度の中期プロジェクトである。同社は利便性の高い物件を一時的には自社保有し、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。その後は外部環境を勘案しながら、売却時期を検討する。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、1棟20戸～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、1棟で5～15億円程度を目標としているが、最近では15億円以上の大規模物件も売れており、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月期の売上高は13,755百万円（前期比14.7%増）、営業利益は2,253百万円（同26.2%増）と引き続き大幅な増収増益であった。同事業は、売上高では会社全体の72.8%、営業利益でも81.5%を占める同社の稼ぎ頭となっている。また、営業利益率も16.4%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。売却先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月期からは大株主シノケングループのREITが加わり、今後も安定的な売却先として期待される。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、最終的には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。

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。

3. 実績例

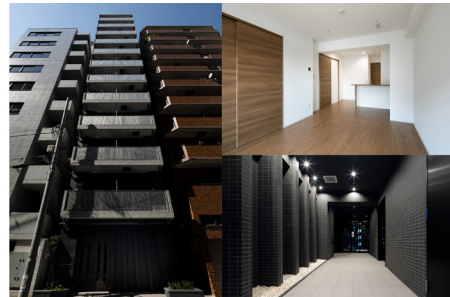
賃貸開発事業の最近の主な実績例は以下のとおり。

- (1) コンポジット王子（東京都北区王子、2021年5月竣工）
- (2) コンポジット中目黒（東京都目黒区中目黒、2021年5月竣工）
- (3) グランジット神楽坂ノース（東京都新宿区山吹町、2021年5月竣工）
- (4) グランジット目黒不動前（東京都品川区西五反田、2021年3月竣工）
- (5) グランジット日本橋浜町（東京都中央区日本橋浜町、2021年2月竣工）
- (6) コンポジット新宿（東京都渋谷区代々木、2021年1月竣工）
- (7) コンポジット等々力（東京都世田谷区等々力、2021年1月竣工）
- (8) コンポジット代々木参宮橋（東京都渋谷区代々木、2020年12月竣工）
- (9) グランジット神田司町（東京都千代田区神田司町、2020年9月竣工）
- (10) HERMOSA KAWASAKI（川崎市幸区南幸町、2020年9月竣工）
- (11) コンポジット野方（東京都中野区野方、2020年8月竣工）

(1) コンポジット王子 (4) グランジット目黒不動前



(5) グランジット日本橋浜町



出所：同社提供資料より掲載

■ バリューアップ事業

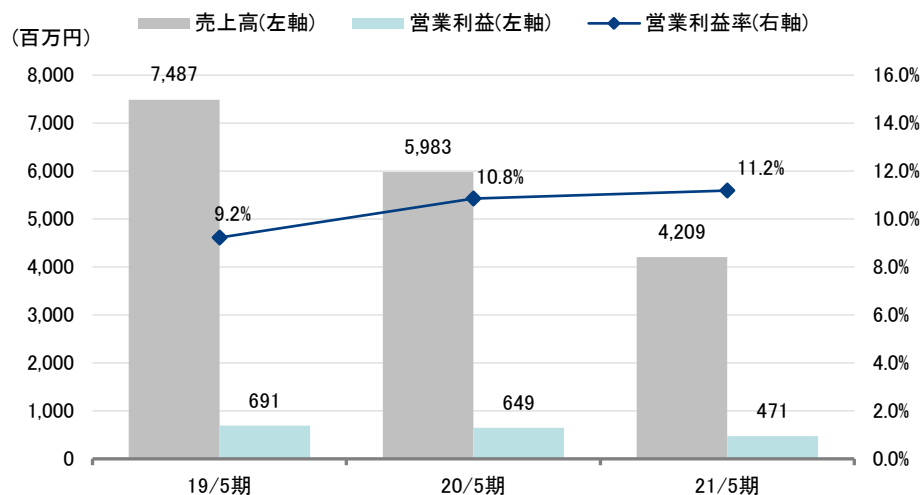
高速回転で買収から売却へ、市場変動リスクは小さい

1. 事業概要

バリューアップ事業は、期間6ヶ月程度の短期プロジェクトである。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たうえで、主に個人投資家を対象に売却する。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売却先に加わった。少額の改修工事で効果的に付加価値を高めることで、短期間での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。

バリューアップ事業の2021年5月期の売上高は4,209百万円（前期比29.6%減）、営業利益は471百万円（同27.5%減）と減収減益であった。コロナ禍の影響で、2020年2月～6月頃は不動産の動きが止まっていたため、十分な仕入ができなかったことが響いた。ただ、営業利益率は11.2%と安定して推移している。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、それが安定的な利益率につながっているようだ。売上高では会社全体の22.3%、営業利益では17.0%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

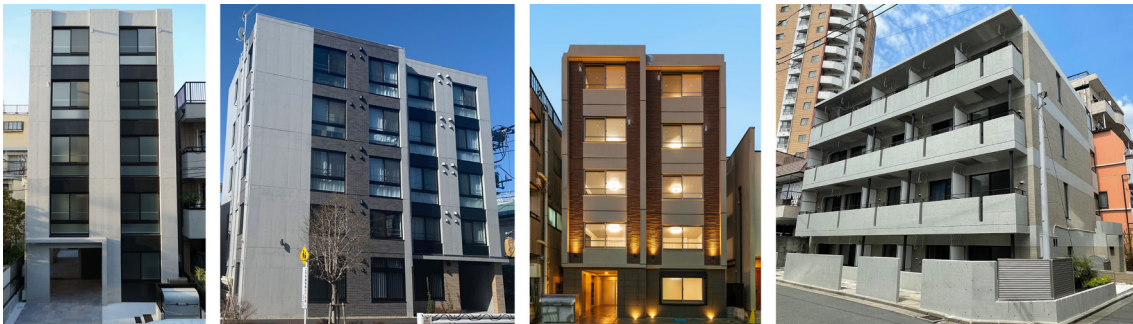
同社にはゼネコン出身者も多く、ノウハウに長けた人材が多い。特に、クリーニング、植栽、外光などの共用部分に対するバリューアップにも投資家のニーズはあり、資産価値の向上につなげている。

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) 巣鴨 4 プロジェクト (東京都豊島区)
- (3) 森下 3 プロジェクト (東京都江東区)
- (4) 下目黒 3 プロジェクト (東京都目黒区)
- (5) 白金 5 プロジェクト (東京都港区)
- (6) 世田谷 2 プロジェクト (東京都世田谷区)
- (7) 世田谷 3 プロジェクト (東京都世田谷区)
- (8) 北千束 2 プロジェクト (東京都大田区)
- (9) 本駒込 2 プロジェクト (東京都文京区)
- (10) 北千束 3 プロジェクト (東京都大田区)

(3) 森下3プロジェクト (6) 世田谷2プロジェクト (7) 世田谷3プロジェクト (9) 本駒込2プロジェクト



出所：同社提供資料より掲載

4. バリューアップ事例

バリューアップの具体的事例として、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。

プロパスト | 2021年8月3日(火)
3236 東証 JASDAQ | <https://www.properst.co.jp/ir/>

バリューアップ事業

(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

厳しい経営環境にあって、健闘した決算

1. 2021年5月期の業績

2021年5月期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なかで、持ち直しの動きが続いたものの、一部で弱さが見られた。個人消費は、消費総合指数が2021年1～3月期が前年同期比で1.5%減となったほか、4月も前月比0.8%減にとどまった。また、住居を除く実質消費支出も2021年1～3月期が前年同期比4.3%減となったほか、4月も前月比0.6%減となった。設備投資については持ち直している。需要側統計である財務省の法人企業統計季報（含むソフトウェア）によると、2021年1～3月期は前年同期比0.4%減となり、2020年4～6月期の同6.9%減や2020年7～9月期の同0.5%減からは持ち直しの動きとなった。一方、供給側統計である資本財出荷指数（除く輸送機器）では、2021年1～3月期が前年同期比7.8%増となったほか、4月も前月比14.5%増となった。

同社が属する不動産業界では底堅い動きを示した。先行指標となる新設住宅着工戸数は、2021年4月が季節調整済年率換算値で883,000戸となった。この結果、前月比では0.3%増加し、4ヶ月連続での増加であった。また、首都圏マンションの初月契約率については、2021年5月が69.3%と前年同月を3ポイント下回ったものの、好不況の分かれ目とされる70%前後を維持した。

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分譲販売を進めた。この結果、売上高18,886百万円（前年同期比20.2%減）、営業利益1,714百万円（同11.6%増）、経常利益1,299百万円（同18.6%増）、当期純利益920百万円（同3.3%増）と減収増益決算となった。ただ、期初の業績予想比では、営業利益は10.2%、経常利益と当期純利益は60%以上も上回り、3期連続の増益を記録した。営業利益では、賃貸開発事業において想定以上の利益率を確保した。また、経常利益・当期純利益では、賃貸開発事業の収益性向上に加えて、景気動向の先行き不透明感を勘案して、賃貸開発事業の物件取得を一部抑制したことなどにより、想定していた金融コストが抑えられたことが大幅増益の要因である。期初にはコロナ禍の影響が不透明であり、慎重な業績予想を立てていたが、結果的には厳しい経営環境下で非常に健闘した決算であったと評価できるだろう。利益率が高い賃貸開発事業のウエイトが増加したことから、全体の利益率も上昇し、同社の収益性が高まっている。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も言えるだろう。

業績動向

2021年5月期業績

(単位：百万円)

| | 20/5期 | 21/5期 | 前期比 | |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| | | | 増減額 | 増減率 |
| 売上高 | 23,674 | 18,886 | -4,788 | -20.2% |
| 売上原価 | 19,962 | 15,648 | -4,314 | -21.6% |
| 売上総利益 | 3,711 | 3,237 | -474 | -12.8% |
| 販売費及び一般管理費 | 2,175 | 1,523 | -652 | -30.0% |
| 営業利益 | 1,535 | 1,714 | 179 | 11.6% |
| 経常利益 | 1,095 | 1,299 | 204 | 18.6% |
| 当期純利益 | 890 | 920 | 30 | 3.3% |
| <収益性> | | | | |
| 売上総利益率 | 15.7% | 17.1% | | |
| 営業利益率 | 6.5% | 9.1% | | |
| 経常利益率 | 4.6% | 6.9% | | |
| 当期純利益率 | 3.8% | 4.9% | | |

出所：決算短信よりフィスコ作成

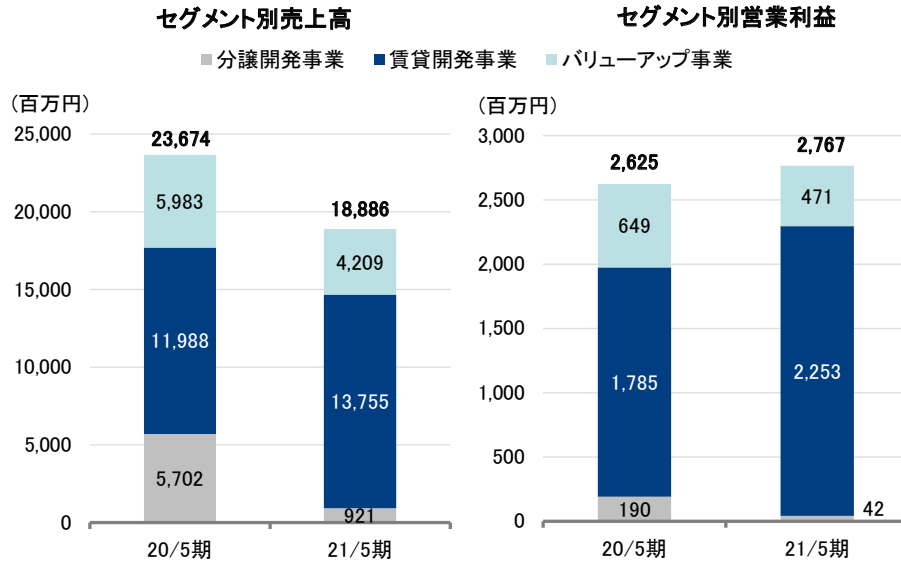
セグメント別では、分譲開発事業は、自社販売物件としてブルームヌーベル武蔵野（東京都武蔵野市）の販売を実施した結果、売上高は921百万円（前期比83.8%減）、営業利益は42百万円（同77.7%減）となった。コロナ禍に伴う緊急事態宣言の発出により、モデルルームでの販売開始時期の遅れや集客業務への制限が発生したことなどが影響した。

また、賃貸開発事業では、首都圏を中心に用地取得から中小規模賃貸マンションの企画・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プロジェクト及び大森中プロジェクト等、19プロジェクトを売却した。この結果、売上高は13,755百万円（前期比14.7%増）、営業利益は2,253百万円（同26.2%増）となり、引き続き同社の業績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、新町プロジェクト、上馬2プロジェクト等、11棟の収益ビルを売却した。この結果、売上高は4,209百万円（前期比29.6%減）、営業利益は471百万円（同27.5%減）となった。コロナ禍の影響で、2020年2月～6月頃に不動産売買の動きが止まっていたため、十分な仕入ができなかったことが響いた。

このように、2021年5月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月期末の資産合計は、前期末比2,356百万円増の24,089百万円となった。これは主に、保有物件の売却を積極的に進めた一方で業績の原資となる仕入れを推進したことから、販売用不動産と仕掛販売用不動産が合わせて1,065百万円増加したことによる。また、物件売却を推進したことにより、現金及び預金が1,261百万円増加したことも寄与している。

負債合計については、前期末比525百万円増の17,843百万円となった。これは主に、新規物件の取得に伴って借入金が207百万円増加したこと、及びその他項目が未払消費税等の影響により282百万円増加したことによる。また、純資産合計については、前期末比1,830百万円増の6,245百万円となった。当期純利益の計上によりその他利益剰余金が857百万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準備金が500百万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25.5%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する30%台に近付いた。また、D/Eレシオ（負債資本倍率）も2.69倍に低下している。さらに流動比率も203.8%に上昇し、短期的な資金繰りに十分な支払い能力を確保している。こうしたことから、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。

こうし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売却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発揮することで収益力も一層強化されると考えられる。

業績動向

貸借対照表及び経営指標

(単位：百万円)

| | 20/5 期末 | 21/5 期末 | 増減額 |
|----------|---------|---------|--------|
| 流動資産 | 21,575 | 23,647 | 2,072 |
| 現金及び預金 | 2,775 | 4,037 | 1,261 |
| 販売用不動産 | 8,842 | 8,069 | -773 |
| 仕掛販売用不動産 | 8,040 | 9,878 | 1,838 |
| 固定資産 | 158 | 442 | 284 |
| 有形固定資産 | 25 | 18 | -7 |
| 無形固定資産 | 1 | 1 | 0 |
| 投資その他の資産 | 130 | 422 | 292 |
| 資産合計 | 21,733 | 24,089 | 2,356 |
| 流動負債 | 12,474 | 11,602 | -872 |
| 買掛金 | 113 | 89 | -24 |
| 短期借入金等 | 11,563 | 10,384 | -1,179 |
| 固定負債 | 4,843 | 6,240 | 1,397 |
| 長期借入金 | 4,776 | 6,164 | 1,388 |
| 負債合計 | 17,318 | 17,843 | 525 |
| (有利子負債) | 16,339 | 16,548 | 207 |
| 株主資本 | 4,306 | 6,152 | 1,846 |
| 新株予約権 | 108 | 92 | -15 |
| 純資産合計 | 4,414 | 6,245 | 1,830 |
| <安全性> | | | |
| 自己資本比率 | 19.8% | 25.5% | |
| D/E レシオ | 3.79 倍 | 2.69 倍 | |
| 流動比率 | 173.0% | 203.8% | |

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月期末残高は、前期末より1,116百万円増加し、3,665百万円となった。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383百万円となった。これは、主にたな卸資産が1,065百万円増加したほか、法人税等の支払が276百万円発生したものの、税引前当期純利益として1,314百万円を獲得したことに加えて、前渡金が510百万円減少したことによる。また、投資活動により支出した資金は386百万円となった。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178百万円預入したことによる。さらに、財務活動により獲得した資金は1,114百万円となった。これは、主に第三者割当増資に伴う株式発行により992百万円を獲得したことによるものである。

キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

| | 20/5 期 | 21/5 期 | 増減額 |
|------------------|--------|--------|--------|
| 営業活動によるキャッシュ・フロー | 2,007 | 383 | -1,624 |
| 投資活動によるキャッシュ・フロー | 29 | -386 | -415 |
| 財務活動によるキャッシュ・フロー | -1,422 | 1,114 | 2,536 |
| 現金及び現金同等物の期末残高 | 2,549 | 3,665 | 1,116 |

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2022年5月期は慎重な予想を維持

1. 2022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、新型コロナウイルスのワクチンの普及が見込まれるなかで、新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムの延長等の各種政策の効果や海外経済の改善等を背景に、持ち直しの動きが継続することが期待されている。しかし、国内外のコロナ禍の動向や金融資本市場の変動等に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、稼働率や賃料収入が低下する状況が継続することが想定される。一方で、首都圏における新築分譲マンション発売戸数は2021年5月が前年同月比556.0%増となったほか、在庫についても2020年11月以来の6,000戸台まで圧縮が進むなど、首都圏エリアに対する住宅需要は堅調さを示している。

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く。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、物件取得につい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取得する。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する計画である。

以上から、2022年5月期の業績予想は、売上高20,364百万円（前期比7.8%増）、営業利益1,457百万円（同15.0%減）、経常利益980百万円（同24.5%減）、当期純利益696百万円（同24.3%減）の増収減益を計画している。賃貸開発事業は、前期までと同様の好調継続を見込む。また、2021年5月期は十分な仕入れができず減収減益となったバリューアップ事業も、2022年5月期は通常ベースに戻ると見る。ただ、分譲開発事業については引き続き慎重に見ている。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不動産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。また、同社では例年、期初には慎重な予想を発表しており、2022年5月期もコロナ禍が経済に与える悪影響も勘案して、現時点での保有プロジェクトを前提に、慎重な予想を立てていることから、業績の下振れリスクは極めて小さいと考えられる。最終的には、2021年5月期決算と同様に、予想を上回って着地する可能性が高いと考えられる。

今後の見通し

2022年5月期業績予想

(単位：百万円)

| | 21/5期 | | 22/5期 | |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| | 実績 | 前期比 | 予想 | 前期比 |
| 売上高 | 18,886 | -20.2% | 20,364 | 7.8% |
| 営業利益 | 1,714 | 11.6% | 1,457 | -15.0% |
| 経常利益 | 1,299 | 18.6% | 980 | -24.5% |
| 当期純利益 | 920 | 3.3% | 696 | -24.3% |

出所：決算短信よりフィスコ作成

2. 2023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。最近ではコロナ禍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であろう。

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。同社では今後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。

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、将来的に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、2023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

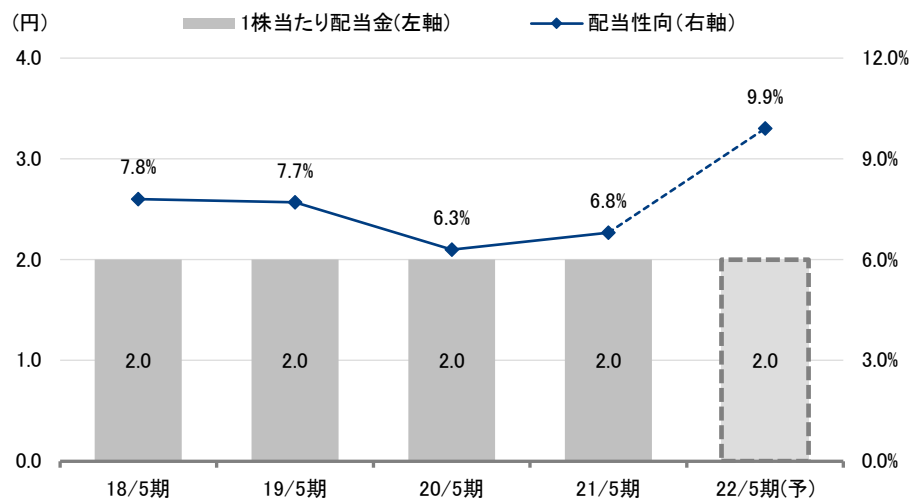
財務体質の強化を優先しつつ、安定配当を継続

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、配当を支払えるような状況にまで業績が回復したことにより、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% 超を目指す一方で、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、2021 年 5 月期末の自己資本比率は 25.5% 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 円の期末配当とし、配当性向は 6.8% となった。2022 年 5 月期の配当についても、年間 2 円の期末配当を予定し、配当性向は 9.9% の見通しである。引き続き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、2020 年 7 月には 21 万株（発行済株式総数（自己株式を除く）に対する割合 0.79%）、2021 年 7 月にも 19 万株（同 0.55%）の自己株式を取得しており、今後も継続する考えである。

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