

# 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 >>>](#)

2022年2月3日(木)

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. 2022年5月期第2四半期は、減収減益ながら計画を上回る決算	01
3. 2022年5月期は、慎重な期初業績予想を維持	02
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	05
■ 分譲開発事業	07
1. 事業概要	07
2. 特長	08
3. 実績例	09
■ 賃貸開発事業	12
1. 事業概要	12
2. 特長	13
3. 実績例	13
■ バリューアップ事業	14
1. 事業概要	14
2. 特長	15
3. 実績例	15
4. バリューアップ事例	16
■ 業績動向	17
1. 2022年5月期第2四半期の業績	17
2. 財務状態及びキャッシュ・フローの状況	19
■ 今後の見通し	21
1. 2022年5月期の業績予想	21
2. 2023年5月期以降の業績見通し	22
■ 株主還元策	23

## ■ 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、東京証券取引所 JASDAQ スタンダード市場に上場し、2022年4月からは東京証券取引所「スタンダード市場」への上場を予定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「仕入れ」、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. 2022年5月期第2四半期は、減収減益ながら計画を上回る決算

2022年5月期第2四半期累計の売上高は10,636百万円（前年同期比19.5%減）、営業利益1,364百万円（同20.5%減）、経常利益1,135百万円（同25.6%減）、四半期純利益763百万円（同28.5%増）と減収減益決算であった。ただ、新型コロナウイルス感染症拡大（以下、コロナ禍）や緊急事態宣言が長期化したなかで、同社ではコンセプト重視やエリアを絞った企画により、売却・仕入ともに順調となり、会社計画を上回る決算となった。セグメント別では、分譲開発事業は、販売物件が1プロジェクトのみで、販売の進捗に伴って販売戸数が少なくなっていたことから、売上高340百万円（同26.9%減）、営業利益15百万円（同45.0%減）にとどまった。賃貸開発事業は、9物件を売却したものの好調だった前年同期の実績を下回り、売上高6,253百万円（同39.7%減）、営業利益1,387百万円（同28.2%減）となった。バリューアップ事業は、収益性の高いエリアで8物件を売却した結果、売上高4,034百万円（同69.7%増）、営業利益461百万円（同71.7%増）となった。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26.9%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た。

要約

### 3. 2022年5月期は、慎重な期初業績予想を維持

2022年5月期の業績予想については、期初予想を維持し、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。賃貸開発事業では下期には前年同期並みの業績を見込み、バリューアップ事業も好調を維持すると見るものの、分譲開発事業については販売物件が限られることから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おり、2022年5月期についてはコロナ禍が経済に与える悪影響も勘案して一段と慎重に予想している。ただ、経常利益や四半期純利益は第2四半期累計実績が通期の計画を上回っており、最終的には予想を上回り着地する可能性が高いと弊社では見る。配当については、引き続き財務体質の強化を優先し、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。

### 4. 2023年5月期以降も、堅調な業績を継続する見通し

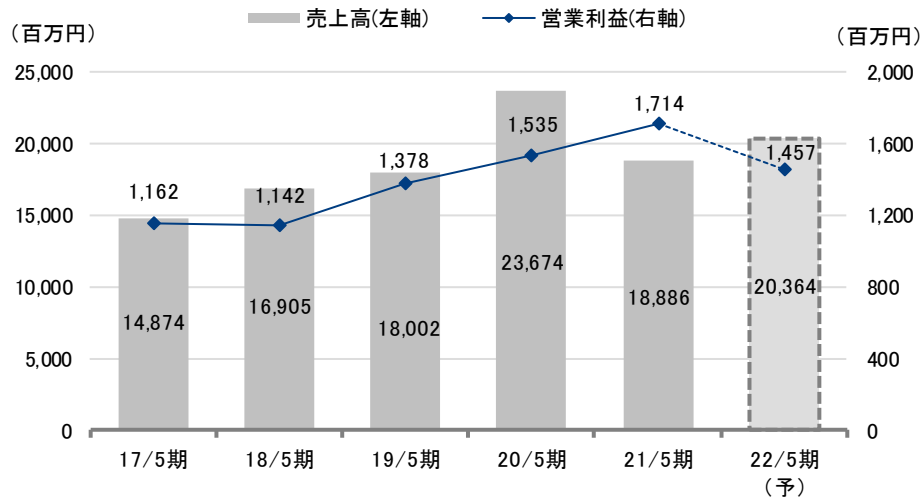
同社のマーケットである首都圏のマンション市場では、最近では新築マンションの1戸当たり平均価格は高価値圏で横ばいながら、販売戸数はコロナ禍に伴う2020年前半の落ち込みからは回復している。一時は、郊外への居住増加や東京オリンピック・パラリンピック後の建設需要の落ち込みの影響も懸念されていたが、足下では首都圏のマンション人気は回復傾向にあり、長期的には都心の好立地マンションへのニーズは根強いと見られる。同社の強みである物件の仕入力に、定評のある企画力・デザイン力が加わり、3事業が補完し合うことで、2023年5月期以降も堅調な業績を継続すると弊社では見ている。

#### 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。2022年4月からはスタンダード市場に上場の予定
- ・2022年5月期第2四半期は減収減益決算ながら、会社計画を大きく超過。特にバリューアップ事業が好調で、会社全体の業績をけん引。利益剰余金の増加により、自己資本比率は26.9%に上昇
- ・2022年5月期の業績は、コロナ禍の経済への悪影響も勘案し、増収減益を予想。ただし、第2四半期の実績からは、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、2021年5月期並みの配当を計画し、自己株式取得も継続
- ・足下では首都圏のマンション人気は回復傾向にあり、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、2023年5月期以降も堅調な業績を継続する見通し

## 要約

## 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。その時々を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。

#### 会社概要

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。

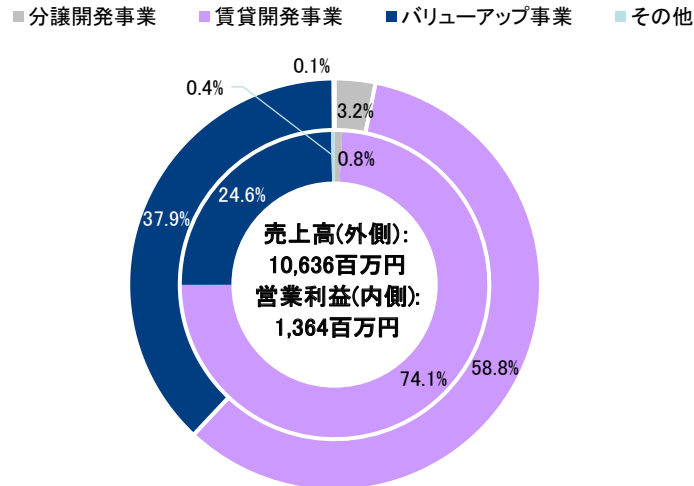
最近の「作品」には、ブルームヌーベル武蔵野 (東京都武蔵野市、2019年11月竣工、31戸+店舗1)、ドゥアーージュコラッド松濤 (東京都渋谷区松濤、2019年12月竣工、22戸)、アスデュール日本橋人形町 (東京都中央区日本橋堀留町、2019年11月竣工、27戸)、ザ・グランブルーヴ上馬 (東京都世田谷区上馬、2019年7月竣工、38戸)、グランデバンセ御殿山 ザ・レジデンス (東京都品川区北品川、2018年4月竣工、31戸)、バンデルーチェ北斎通り (東京都墨田区亀沢、2017年6月竣工、28戸+店舗)、ヴァントヌーベル代々木 (東京都渋谷区千駄ヶ谷、2017年2月竣工、47戸+店舗) な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

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・ブラスウエスト (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。

2022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3.2%、賃貸開発事業が58.8%、バリューアップ事業が37.9%、その他 (不動産業務受託事業を含む) が0.1%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0.8%、賃貸開発事業が74.1%、バリューアップ事業が24.6%、その他が0.4%であった。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きたが、第2四半期はバリューアップ事業が好調であった。一方、分譲開発事業については、1物件の販売と販売戸数が限定的であったことから、以前に比べて売上高・営業利益は大きく落ち込んでいる。

## 会社概要

## 2022年5月期第2四半期セグメント別売上高・営業利益



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

同社は1987年12月、個人向け不動産の管理を目的として、(株)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」へ商号を変更した。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）氏の下、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2021年5月末現在で35.74%に上昇した。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。

2022年4月からの東京証券取引所の市場区分見直しにおいては、同社は「スタンダード市場」への上場を予定している。

### 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）フォレスト・アイを設立
1991年1月	（株）プロバストに商号変更
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）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）フォレスト・アイ及び（有）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

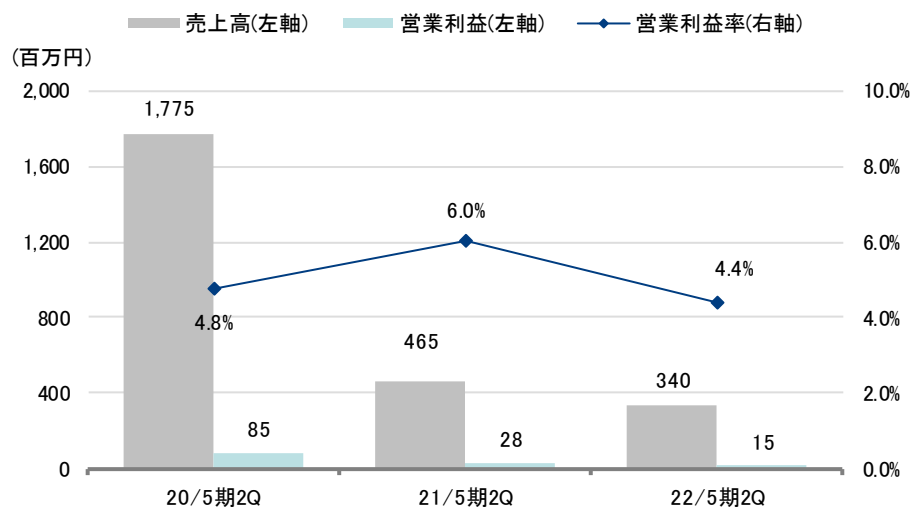
### 高いデザイン性を武器に、 都心の单身層や DINKS をターゲットに展開

#### 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、2～3年程度かかる長期プロジェクトとなる。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い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）を多く手掛けている。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2022年5月期第2四半期累計の売上高は340百万円（前年同期比26.9%減）、営業利益は15百万円（同45.0%減）で、大幅な減収減益となった。第2四半期は、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が、販売を開始した前年同期から販売が進捗して販売戸数が減少したためである。この結果、売上高で会社全体の3.2%、営業利益で0.8%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、2022年5月期第2四半期累計の営業利益率は4.4%にまで低下した。

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2年程度後には販売するため、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、価格や契約率は高水準で推移している。ただ、同社では、無理をせず慎重に仕入れを行う方針である。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

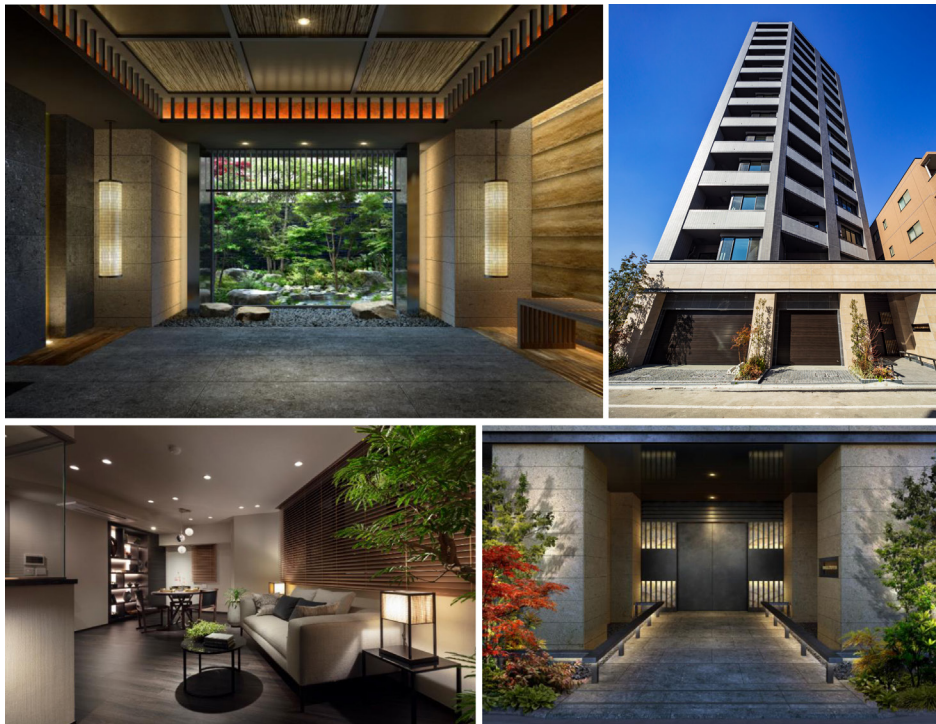
#### (1) ドゥアーージュ コラッド松濤

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。



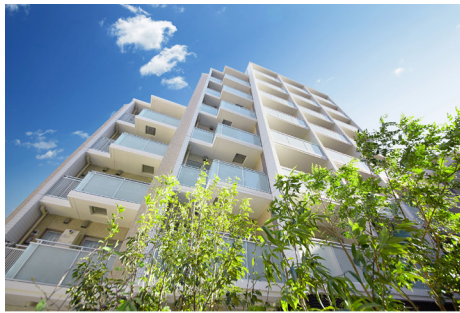
出所：同社提供資料より掲載

(2) 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、既に全戸を完売している。

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

### (3) ガレリア ドゥエル神田岩本町

ガレリア ドゥエル神田岩本町（東京都千代田区岩本町、2023年10月竣工予定、52戸）は、「伝統」と「先進性」を、2つのコンセプトを備えた素材を組み合わせることで表現している。

素材の1つひとつにこだわりを持たせながら2面性を融合させた“和の空気”を纏った美しい作品を、2023年春より販売開始する予定である。

#### ガレリア ドゥエル神田岩本町

所在地／東京都千代田区岩本町 ■戸数／52戸 ■竣工日／2023年10月予定

17 駅 14 路線と都心を網羅する圧倒的なアクセスの東京の中心地に、全戸南向き・角住戸率 50% を有するレジデンス。



出所：同社提供資料より掲載

### (4) その他

その他の実績例としては、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）、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）、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

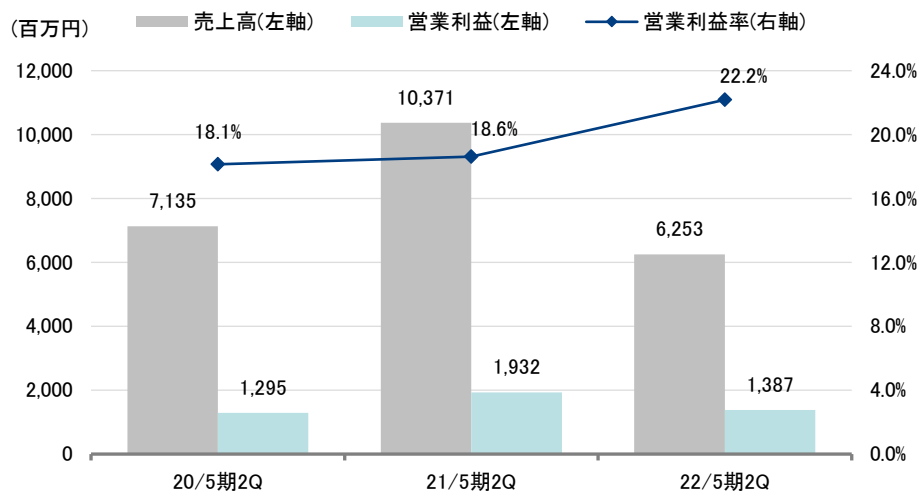
#### 1. 事業概要

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年半から2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15戸～25戸程度の中小規模かつ中低層物件をねらう。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月期第2四半期累計の売上高は6,253百万円(前年同期比39.7%減)、営業利益は1,387百万円(同28.2%減)と減収減益となった。前年同期の実績が上期に偏重して高かったための反動減である。ただ、引き続き同事業は、売上高では会社全体の58.8%、営業利益でも74.1%を占める同社の稼ぎ頭となっている。また、営業利益率も22.2%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

賃貸開発事業

## 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。比較的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と言う。

## 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である。

- (1) グランジット白金高輪（東京都港区白金、2021年12月竣工）
- (2) GRAN PASEO 日本橋箱崎町（東京都中央区日本橋箱崎町、2021年12月竣工）
- (3) グランジット三ノ輪（東京都台東区三ノ輪、2021年11月竣工）
- (4) GRAN PASEO 両国（東京都墨田区両国、2021年11月竣工）
- (5) Harmony Gracia 駒込（東京都豊島区駒込、2021年10月竣工）
- (6) グランジット浅草吾妻橋（東京都墨田区東駒形、2021年9月竣工）
- (7) Harmony Gracia 住吉（東京都江東区扇橋、2021年9月竣工）
- (8) Harmony Gracia 蒲田（東京都大田区西蒲田、2021年9月竣工）
- (9) ACCESS IKEBUKURO（東京都豊島区西池袋、2021年6月竣工）
- (10) コンポジット王子（東京都北区王子、2021年5月竣工）

### (2) GRAN PASEO (3) グランジット三ノ輪 日本橋箱崎町

### (9) ACCESS IKEBUKURO



出所：同社提供資料より掲載

## ■ バリューアップ事業

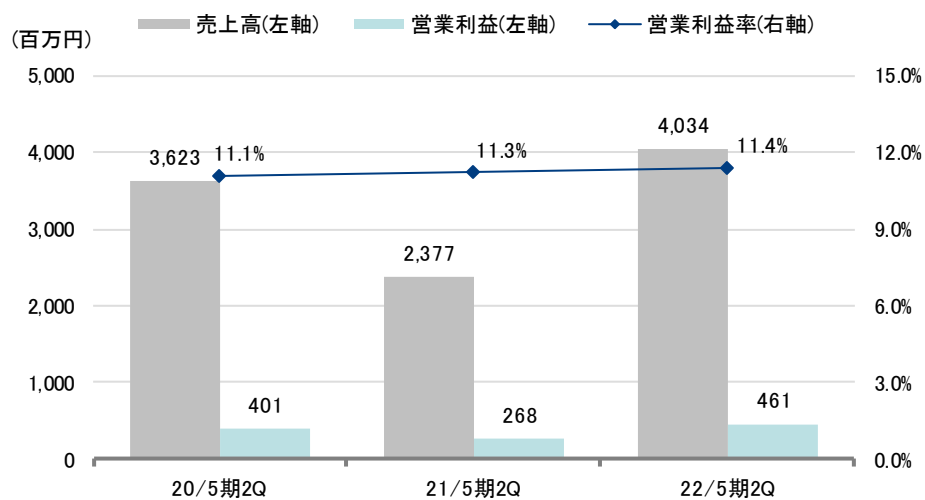
### 高速回転で買収から売却へ、市場変動リスクは小さい

#### 1. 事業概要

バリューアップ事業は、半年から1年程度の短期プロジェクトである。首都圏エリアを中心に4～8億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い、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、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2022年5月期第2四半期累計の売上高は4,034百万円（前年同期比69.7%増）、営業利益は461百万円（同71.7%増）と大幅な増収増益であった。前年同期は十分な仕入ができなかったが、第2四半期は順調に仕入が進み収益性の高いエリアでの物件売却が進められた結果である。営業利益率は11.4%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37.9%、営業利益では24.6%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

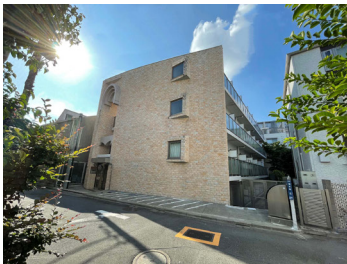
同社にはゼネコン出身者も多く、ノウハウに長けた人材が多い。特に、クリーニング、植栽、外光などの共用部分に対するバリューアップにも投資家のニーズはあり、資産価値の向上につなげている。

## 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 <Before → After>)
- (2) 清水町 (東京都板橋区)
- (3) 戸山 (東京都新宿区)
- (4) 豊島 (東京都北区)
- (5) 北大塚 2 (東京都豊島区)
- (6) 原町 2 (東京都新宿区)
- (7) 高円寺南 2 (東京都杉並区)
- (8) 水道町 (東京都新宿区)
- (9) 永代 2 (東京都江東区)
- (10) 滝野川 3 (東京都北区)
- (11) 代沢 (東京都世田谷区)
- (12) 内神田 4 (東京都千代田区)

(2) 清水町  
プロジェクト



(6) 原町 2  
プロジェクト



(7) 高円寺南 2  
プロジェクト



(9) 代沢  
プロジェクト



出所： 同社提供資料より掲載

バリューアップ事業

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。

(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. 2022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、コロナ禍による厳しい状況が徐々に緩和されつつあるものの、引き続き持ち直しの動きに弱さが見られた。そのなかで、個人消費は、持ち直しの動きが見られる。「家計調査」(総務省統計局)では、2021年10月の実質消費支出は前月比3.4%増となり、9月に5ヶ月振りに前月比プラスの水準に回復した後、2ヶ月連続で前月比プラスの水準を維持している。また、「商業動態統計」(経済産業省)では、2021年10月の小売業販売額は前月比1.0%増となり、2ヶ月連続で前月比プラスとなっている。一方、設備投資は、持ち直しの動きに弱さが見られる。需要側統計である「法人企業統計季報」(含むソフトウェア。財務省 財務総合政策研究所)では、コロナ禍拡大や緊急事態宣言長期化等の影響を受けたと見られることから、2021年7～9月は前期比2.6%減となり、3四半期振りの減少となった。機械設備投資の供給側統計である資本財総供給(国内向け出荷及び輸入)も、「鉱工業出荷内訳表、鉱工業総供給表」(経済産業省)によると2021年7～9月は前期比2.3%減となり、4四半期振りの減少となった。また、輸出については「財務省貿易統計」によると、世界の輸出数量伸率は2021年9月は前年同月比3.2%、10月は同-2.6%、11月は同4.7%と、ほぼ前年同月並みに推移した。しかし、米国向け輸出数量伸率が2021年9月以降は前年同期の水準を下回る状況となった。

同社が属する不動産業界では、持ち直しの動きが見られる。「建築着工統計調査報告」(国土交通省)によると、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は2021年10月が89万戸と前月比10.4%増となり、3ヶ月振りの増加となった。

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、2022年5月期第2四半期の業績は、売上高10,636百万円(前年同期比19.5%減)、営業利益1,364百万円(同20.5%減)、経常利益1,135百万円(同25.6%減)、四半期純利益763百万円(同28.5%減)と減収減益決算となった。ただし、前期の2021年5月期が上期偏重となる特殊な決算であったことによる反動減である。実際、当期も物件の売却や仕入は順調であり、計画を上回って健闘した決算であった。すなわち、不動産業界では希望価格での仕入は困難ななか、同社では独自のパイプや情報網を活用して継続的に仕入を行い、コンセプト重視でエリアを絞った企画により競合先の少ない分野に的を絞ることで売却し、計画を上回る実績を上げている。ただ、当期は利益率が高い賃貸開発事業のウェイトが低下したことから、全体の利益率もやや低下している。しかしながら、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は評価できると言える。

## 業績動向

## 2022年5月期第2四半期業績

(単位：百万円)

	21/5 期 2Q 累計	22/5 期 2Q 累計	前年同期比	
			増減額	増減率
売上高	13,214	10,636	-2,578	-19.5%
売上原価	10,645	8,522	-2,123	-19.9%
売上総利益	2,569	2,114	-455	-17.7%
販売費及び一般管理費	853	749	-104	-12.2%
営業利益	1,715	1,364	-351	-20.5%
経常利益	1,526	1,135	-391	-25.6%
四半期純利益	1,067	763	-304	-28.5%
<収益性>				
売上総利益率	19.4%	19.9%		
営業利益率	13.0%	12.8%		
経常利益率	11.5%	10.7%		
四半期純利益率	8.1%	7.2%		

出所：決算短信よりフィスコ作成

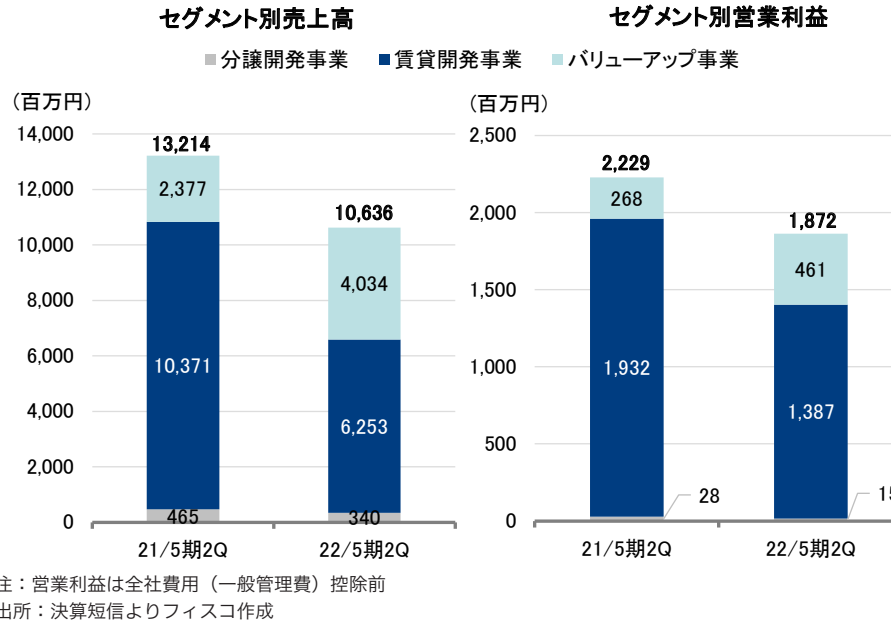
セグメント別では、分譲開発事業は、自社販売物件としてブルームヌーベル武蔵野（東京都武蔵野市）の販売を実施した。ただ、2022年5月期第2四半期は販売物件が当プロジェクトのみで、残りの販売戸数が少なくなっていたことから、売上高は340百万円（前年同期比26.9%減）、営業利益（全社費用控除前、以下同様）は150百万円（同45.0%減）にとどまり、同社全体に占める売上高・営業利益のウェイトは低下している。

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、西池袋2プロジェクト、両国3プロジェクト及び日本橋浜町2プロジェクト等の9物件を売却した。しかし、前年同期に複数の大型物件を販売した反動に加えて、物件売却が順調に進んだことにより保有する竣工済物件数も限られたことを受けて売却物件数が減少した結果、2022年5月期第2四半期の売上高は6,253百万円（同39.7%減）、営業利益は1,387百万円（同28.2%減）となった。ただ、利益率は前年同期の18.6%から22.2%に上昇しており、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、北千束3プロジェクト、白金5プロジェクト及び巣鴨4プロジェクト等の8物件を売却した。収益性の高いエリアでの物件売却が進められた結果、2022年5月期第2四半期の売上高は4,034百万円（同69.7%増）、営業利益は461百万円（同71.7%増）となった。利益率も前年同期は11.3%、当第2四半期も11.4%と安定している。

このように、当第2四半期はバリューアップ事業が大幅な増収増益となり、分譲開発事業と賃貸開発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、会社全体の業績を維持していると言える。

## 業績動向



## 2. 財務状態及びキャッシュ・フローの状況

2022年5月期第2四半期末の資産合計は、前期末比1,330百万円増の25,419百万円となった。これは主に、保有物件の売却を積極的に進めた一方で、金額やエリア等の立地を含めて慎重に見極めたうえで物件取得を進めた結果、販売用不動産と仕掛販売用不動産が合わせて590百万円増加したことによる。すなわち、売却も仕入もともに順調で、物件が入れ替わりながら資産が拡大している状況だ。また、物件売却を推進したことにより、現金及び預金が546百万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654百万円増の18,497百万円となった。これは主に、保有物件の売却を推進する一方、物件取得を進めたことにより借入金が1,044百万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675百万円増の6,921百万円となった。四半期純利益の計上により利益剰余金が692百万円増加したことによる。

利益の積み上げと、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の結果、自己資本比率は26.9%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。同期間に、D/Eレシオ（負債資本倍率）は8.28倍から2.58倍に低下し、また流動比率も161.3%から242.6%に上昇しており、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、不測の事態への備えは十分に整ったと評価できる。

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)

	21/5 期末	22/5 期 2Q 末	増減額
流動資産	23,647	24,999	1,352
現金及び預金	4,037	4,583	546
販売用不動産	8,069	7,434	-635
仕掛販売用不動産	9,878	11,104	1,226
固定資産	442	419	-23
有形固定資産	18	14	-4
無形固定資産	1	4	3
投資その他の資産	422	400	-22
資産合計	24,089	25,419	1,330
流動負債	11,602	10,306	-1,296
買掛金	89	102	13
短期借入金等	10,384	9,471	-913
固定負債	6,240	8,191	1,951
長期借入金	6,164	8,120	1,956
負債合計	17,843	18,497	654
(有利子負債)	16,548	17,591	1,043
株主資本	6,152	6,828	676
新株予約権	92	92	-
純資産合計	6,245	6,921	675
<安全性>			
自己資本比率	25.5%	26.9%	
D/E レシオ	2.69 倍	2.58 倍	
流動比率	203.8%	242.6%	

出所：決算短信よりフィスコ作成

現金及び現金同等物の 2022 年 5 月期第 2 四半期末残高は、前期末より 336 百万円増加し、4,002 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、営業活動により使用した資金は 395 百万円となった。これは、主に税引前四半期純利益を 1,135 百万円計上したものの、たな卸資産が 590 百万円増加したことによる。また、投資活動により使用した資金は 216 百万円となった。これは、主に定期預金を 112 百万円解約した一方で、定期預金を 323 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 945 百万円となった。これは、主に新規物件の取得等に伴い 9,691 百万円の借入をした一方で、保有物件の売却等により借入金を 8,646 百万円返済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)

	21/5 期 2Q 累計	21/5 期 2Q 累計
営業活動によるキャッシュ・フロー	5,135	-395
投資活動によるキャッシュ・フロー	-290	-216
財務活動によるキャッシュ・フロー	-2,511	945
現金及び現金同等物の四半期末残高	4,884	4,002

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、2022年5月期第2四半期累計期間の業績が計画どおり順調に推移していることから、期初に発表した2022年5月期業績予想を維持している。

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は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、前期の2021年5月期が上期に偏重した決算であったことから、2022年5月期上期は好調ながら減収減益決算となったが、下期にも好調持続を見込む。また、上期は大幅な増収増益となったバリューアップ事業は、下期も同様に好調な業績を予想する。ただ、分譲開発事業については、ガレリアドゥエル神田岩本町が完成するまでは、売却対象がブルームヌーベル武蔵野の残り物件に限られることから、下期についても上期同様に小幅の売上・利益にとどまると見ている。

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、期初には慎重な業績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、予想策定時点での保有プロジェクトを前提に、慎重な予想を発表していることから、業績の下振れリスクは極めて小さいと考えられる。実際、第2四半期累計決算では、営業利益は通期業績予想の9割に達し、また経常利益や四半期純利益は通期業績予想を上回っている。最終的には、当期も2021年5月期決算と同様に、期初予想を上回って着地する可能性が高いと見られる。

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、「建築着工統計調査報告」（国土交通省）によると2018年度までの高水準からは減少し、加えて足下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だろう。

こうした経済環境の下、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。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いく。さらに、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。ただ、分譲開発事業では、ガレリア ドゥエル神田岩本町が2023年10月に竣工するまでは、業績寄与は限定的にとどまる見通しだ。

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い、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、同社の経営方針を明確化し、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弊社は考えている。



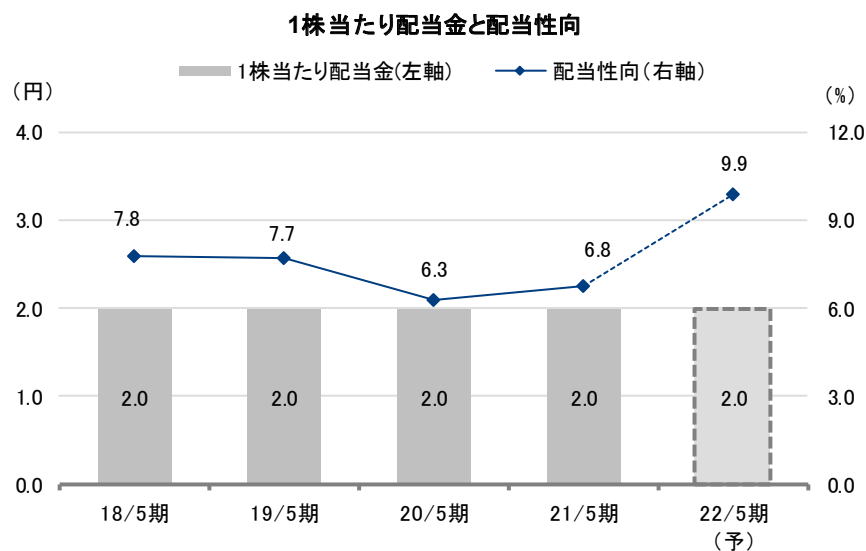
## ■ 株主還元策

### 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どおり年間 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% となる見通しである。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いる。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。



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