

## トーセイ

8923 東証 1 部

2016 年 2 月 26 日 (金)

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  
堀部 吉胤

## ■ 東京にエリア特化し不動産流動化を主力とする総合不動産会社

トーセイ<8923>は、事業エリアを東京経済圏に特化する独立系の中堅総合不動産会社。不動産流動化事業を主力に、不動産開発、不動産賃貸、不動産ファンド・コンサルティング事業など事業範囲は多岐に亘り、顧客層も国内外の機関投資家、エンドユーザーなど幅広い。事業環境の変化に応じて事業ポートフォリオを柔軟に変化させ、収益の拡大、安定化を図っている。

コア事業といえる不動産流動化事業において取り扱うアセットタイプは、レジデンス、オフィス、商業ビルなどとなっている。ストックが膨大で流動性の高い中小規模物件（3～20億円程度）を主に手掛ける。きめ細かなバリューアップ力やエリア特化により培ったソーシング力により、キャップレートの低下に頼ることなくキャピタルゲインを獲得できる強みがある。

2014年11月に同社がシングルスポンサーを務めるトーセイ・リート投資法人<3451>を上場させ、物件のEXITの確実性を高めるとともに、安定的なAMフィー収入の拡大を図っている。

中期経営計画初年度に当る2015年11月決算は、売上高430億円（前期比14.0%減）、営業利益68.9億円（同23.9%増）。期初の営業利益予想を8.9億円上回る好決算となった。不動産流動化事業と、配当金収入や大口のAM受託があった不動産ファンド・コンサルティング事業がけん引した。

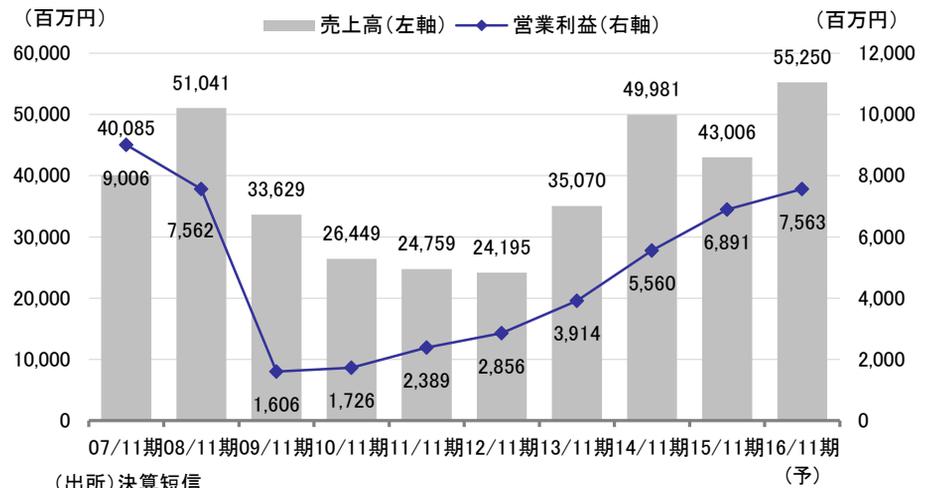
2016年11月期会社業績予想は、売上高552.5億円（前期比28.5%増）、営業利益75.6億円（同9.7%増）。商業施設2物件の開発利益がけん引し、業績続伸見込み。不動産流動化事業における物件売却価格の想定が保守的なため業績は上振れの可能性が高いだろう。

中期経営計画では企業規模の拡大を志向し、積極仕入れによる既存事業拡大やホテル事業など周辺事業の新規取組みにより、2020年11月期に売上高1,000億円を目指している。

## ■ Check Point

- ・ 不動産流動化は東京経済圏のオフィス、商業ビル、レジデンスなどの中小型物件に特化
- ・ 事業ポートフォリオや顧客の多様性、賃料等の安定収益による金融危機時への抵抗力
- ・ 良好な不動産投資市場を背景にした積極仕入れなどにより業績拡大が続く

業績の推移



■ 会社概要

マンション分譲からスタートし、事業範囲を順次拡大

(1) 沿革

会社設立は 1950 年と古いが、実質的な創業は現代表取締役社長の山口誠一郎（やまぐちせいいちろう）氏が当社株を買取って社長に就任した 1994 年 6 月。同氏は慶応大学卒業後、三井不動産販売（株）（現三井不動産リアルティ（株））の 3 年間の勤務などを経て、1990 年に当社取締役役に就任していた。

山口誠一郎氏の社長就任後は、マンション分譲や 1 ～ 2 億円の老朽化した小型ビルの流動化を主に手掛けていた。その後、戸建分譲、私募ファンドの運営、ビルや商業施設の開発などに事業領域を拡大。2004 年 2 月に株式公開を果たした時には、不動産流動化が主力事業となっていた。

2012 年 1 月には海外投資家とのリレーション強化などを目的にシンガポールに海外現地法人を設立。アジアでのプレゼンスを高めるため 2013 年 3 月にシンガポール証券取引所 (SGX) メインボードに日本の不動産会社として初めて上場した（証券コード S2D）。これに伴い 2013 年 11 月期第 1 四半期決算から会計基準を IFRS に移行した。

## 沿革

	概要
1950年 2月	大分県大分市に飲食業を事業目的としてユーカリ興行 (株) 設立
1952年 4月	本社を東京都江東区亀戸に移転
1964年 6月	事業目的に不動産の売買、仲介、賃貸、管理業を追加
1968年 5月	本社を東京都千代田区外神田に移転
1969年 7月	商号を株式会社ユーカリに変更
1973年 3月	宅地建物取引業免許取得
1983年 3月	商号を株式会社東誠ビルディングに変更
1994年 6月	代表取締役社長に山口誠一郎氏が就任 (現任)
1994年10月	「THE パームス」シリーズの分譲マンションの販売を開始
1996年 3月	商号を東誠不動産株式会社に変更
1996年 4月	不動産流動化事業を開始
1997年12月	ビル管理業に付帯する改修、原状回復等の工事請負を開始
1999年 7月	「パームスコート」シリーズの戸建分譲住宅の販売を開始
2001年 2月	一般不動産投資顧問業の登録をし、アセットマネジメント事業を開始
2001年 3月	LBO 方式により不動産 M&A を実施
2001年 4月	一級建築士事務所東京都知事登録 (第 46219 号)
2001年11月	ビル管理を行うビル管理部を東誠コミュニティ (株) ※ <sup>1</sup> に分割譲渡
2002年 8月	当社第 1 号となる私募ファンド「アルゴ・ファンド」を組成
2004年 2月	日本証券業協会に店頭登録
2004年 9月	不動産共同事業許可
2004年12月	日本証券業協会の店頭登録を取り消し、JASDAQ 市場上場
2005年 3月	トーセイリバイバルインベストメント (株) ※ <sup>2</sup> を設立
2005年 4月	東誠コミュニティ (株) ※ <sup>1</sup> の株式を取得し連結子会社化
2005年 9月	トーセイ・リート・アドバイザーズ (株) ※ <sup>3</sup> を設立
2006年10月	商号をトーセイ株式会社に変更、本社を東京都港区虎ノ門に移転
2006年11月	東証 2 部上場
2007年 9月	第二種金融商品取引業及び投資助言・代理業登録
2009年 9月	不動産流動化事業の新規ビジネスモデルとして「Restyling 事業」を開始
2011年 9月	東証 1 部上場
2012年 1月	Tosei Singapore Pte.Ltd. を設立
2012年12月	NAI・トーセイ・JAPAN (株) を設立
2013年 3月	シンガポール証券取引所 (SGX) メインボードに株式を上場
2014年11月	トーセイ・リート投資法人上場

出所：有価証券報告書、会社資料

※<sup>1</sup>：現 トーセイ・コミュニティ (株)

※<sup>2</sup>：現 トーセイ・リバイバル・インベストメント (株)

※<sup>3</sup>：現 トーセイ・アセット・アドバイザーズ (株)

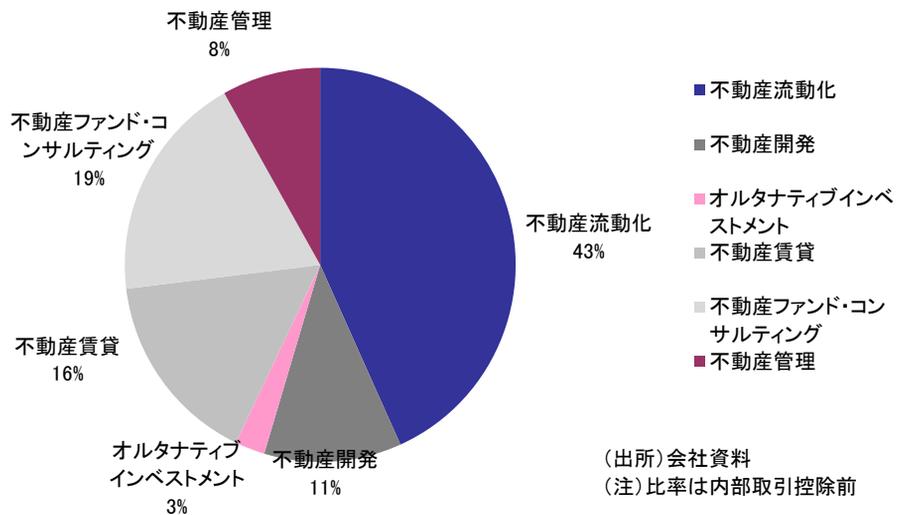
## 多様な事業ポートフォリオを有し、事業環境の変化に柔軟に対応

### (2) 事業概要

売買系 3 事業 (不動産流動化、不動産開発、オルタナティブインベストメント)、安定 3 事業 (不動産賃貸、不動産ファンド・コンサルティング、不動産管理) の計 6 事業体制。

コア事業の不動産流動化をはじめ、不動産開発、不動産ファンド・コンサルティングの 3 事業を成長ドライバーと位置付けている。一方、事業の安定性も重視しており、安定 3 事業の売上総利益で販管費と金利を概ね賄うことができている。

売上総利益の事業別比率(15/11期)



以下、セグメントごとに事業内容を説明する。

**a) 不動産流動化事業**

収益の柱となっている事業。資産価値の劣化したオフィスビル、商業ビル、レジデンスなどを取得し、バリューアップ後、個人富裕層、事業会社、私募ファンド、REIT、海外投資家などに売却し、売却益を獲得する。保有期間中の賃料収入は不動産賃貸事業に計上される。

事業期間は半年から 2 年程度。取扱う物件の築年数は 20 年程度の築古が多く、物件規模は 3 ～ 20 億円の中規模物件を中心としながら 100 億円程度まで幅広い。

違法性の治癒、設備の改修や機能付加、内外装のデザイン性向上、稼働率改善などのバリューアップにより NOI を改善させ、キャップレートの低下に頼らずに売却益を上げている。

トーセイ・リート投資法人の上場により、スポンサーとしてパイプラインサポートを行うためウェアハウジング機能も担っている。通常、REIT へのブリッジ案件の利益率は外部売却に比べ低くなるが、長期に安定的な AM フィー等を得ることができる。

2009 年 9 月に不動産流動化の新形態として Restyling 事業を開始。マンションディベロッパー、私募ファンド、事業会社等から賃貸マンションや社宅を 1 棟単位で取得し、賃借人が転居する都度、空室となった専有部分をバリューアップし、1 戸ごと順次、エンドユーザーに販売する。手間と時間のかかる事業であり、不動産投資市場の回復を受け、Restyling 事業の仕入れは 2012 年の 1 件を最後に途絶えている。

海外でもマレーシアの区分所有マンションやオフィスを試験的に取得し、本格展開の可能性を模索している。

**b) 不動産開発事業**

エンドユーザー向けに分譲マンション、分譲戸建の開発を、投資家（事業会社、個人富裕層、私募ファンド、REIT 等）向けに賃貸マンション、オフィスビル、商業ビル・複合ビル等の開発を行い、竣工後あるいはリースアップ後に売却し、開発利益を得る事業。当初、分譲マンションの開発からスタートし、1999 年に分譲戸建、2005 年にオフィス・商業ビルへと開発のアセットタイプを広げてきた。足元では需要が旺盛なホテルの開発を開始している。

多様な開発ラインナップがあるため、用地仕入れ時に立地、規模、ニーズに合わせて柔軟に検討できる強みがある。

2016 年 2 月 26 日（金）

商品ブランドは、分譲マンション及び賃貸マンションが「THE パームス」、分譲戸建が「THE パームスコート」、商業ビルが「T'S BRIGHTIA」。

分譲マンションは東京都区部における中規模の一次取得者向けファミリータイプが中心。分譲戸建の戸当り単価は 4,000 ～ 5,000 万円台が中心であり、3,000 万円台で展開しているパワービルダーとの差別化を図っている。現在、エンドユーザー向けの開発では、分譲マンションと比べ用地価格や建築費上昇の影響が小さい分譲戸建に注力している。その一環として 2015 年 12 月に東京都町田市に本社を置く(株)アーバンホームを買収した。

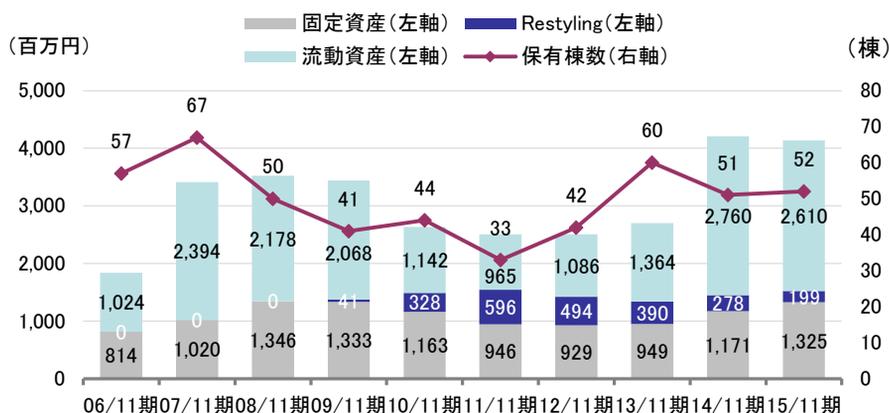
投資家向けの開発物件の規模は、不動産流動化事業で手掛ける物件と概ね同程度。

**c) 不動産賃貸事業**

投資不動産・固定資産として保有する収益不動産からの賃料収入だけでなく、棚卸資産（再生流動化物件や開発物件）の保有期間中に発生する賃料収入は不動産賃貸事業に計上される。ただし、オルタナティブインベストメント事業において M&A で取得した物件からの賃料収入は同事業に計上される。

固定資産等からの賃料収入は 2015 年 11 月期で全体の 32%だが、今後は固定資産としての保有も増やしていく方針。

賃貸収入の推移



(出所) 会社資料をもとに作成

(注) 12/11期からIFRSベース。固定資産はIFRSの科目では投資不動産に相当  
棟数は固定資産、流動資産のうち賃料が発生している物件数で期末時点

**私募ファンド組成・運営やシングルスポンサーとして REIT 運営を行う**

**d) 不動産ファンド・コンサルティング事業**

子会社のトーセイ・アセット・アドバイザーズ株式会社を中心に展開する不動産ファンド・コンサルティング事業では、私募ファンドの組成や運営及びトーセイ・リート投資法人のシングルスポンサーとして REIT の運営を行い、各種フィー収入を得ている。私募ファンドのエクイティ出資者は主に海外投資家。私募ファンドのエクイティ出資者と利害を共有するためセიმポート出資を行うこともある。コンサルティング事業では、CRE（企業不動産）に係る仲介手数料やディスポジションフィー、コンサルティングフィーを得ている。

2016 年 2 月 26 日（金）

私募ファンドからのフィー収入の体系は以下の通り。

ファンドからのフィー収入の体系

フィーの種類	フィーの内容	フィー料率
アキュジションフィー	物件の取得に対する一過性の報酬	取得金額の 30 ~ 50bp 程度
AM（アセットマネジメント）フィー	ファンドの保有資産の運用・管理に対する報酬で、ファンド運用期間中、永続的に得られる	AUM に対して 30 ~ 50bp 程度 レスキュー AM は 10 ~ 20bp 程度
ディスポジションフィー	物件の売却に対する一過性の報酬	売却金額の 30 ~ 70bp 程度
インセンティブフィー	ファンド終了時に当初定めたハードルレートを上回った場合に得られる成功報酬	ハードルレート超過分に対して 20 ~ 30%程度

（出所）会社ヒアリングなどをもとにフィスコ作成

リーマンショック後は破綻した AM 会社から AM を肩代わりするレスキュー AM を積極的に受託していたが、これは AM フィー料率が低い。現在では物件売却が進み、レスキュー AM は残り少なくなっている。

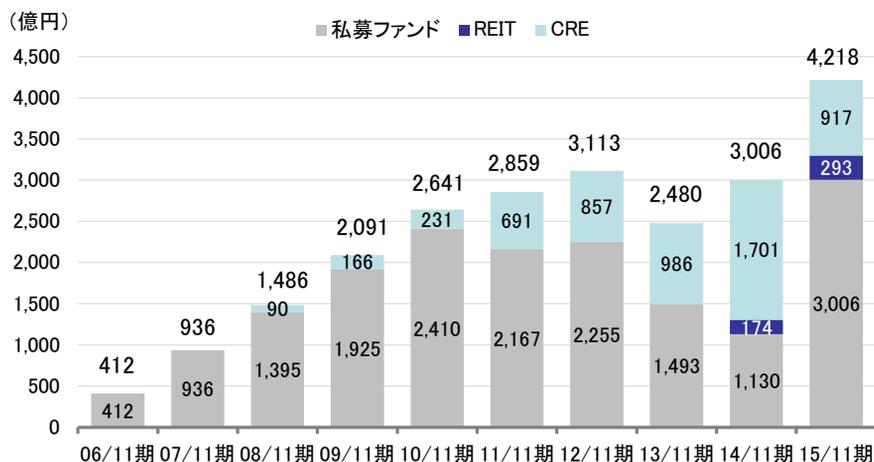
私募ファンドへのセიმボート出資からは、賃貸収益を原資とするインカム配当、物件売却益を原資とする売却配当を受領する。

CRE に関しては、現在 10 社の事業会社から 20 棟に係るコンサルティング業務を受託し、稼働率向上や本社移転などのアドバイスを行っている。コンサルティングフィー収入自体の収益寄与は小さいが、CRE を通じての物件取得機会や物件売却時の仲介につながることもある。

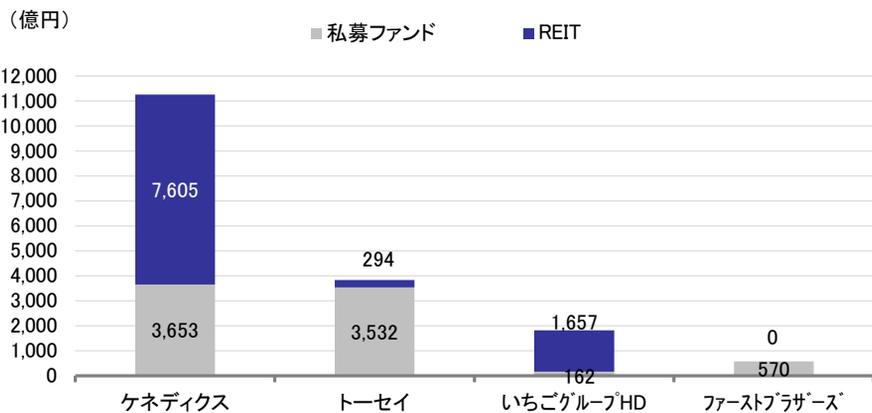
私募ファンドの AUM は物件売却の進捗とともに減少傾向だったが、2014 年 12 月にブラックストーンから日本の賃貸マンションに投資する約 2,000 億円のファンドの AM を受託したことにより 2015 年 11 月期に急反転した。

運用期間が有期の私募ファンドと異なり REIT は無期であるため、AUM の維持拡大のために今後のトーセイ・リート投資法人の外部成長が期待される。

AUMの推移



独立系上場AM会社のAUM比較(自己勘定投資、CREを除く)



(出所)各社会社資料をもとに作成

(注)ケネディクス、トーセイは2015年12月末、いちごグループ、ファーストプラザーズは2015年11月末。ケネディクスのREITはマイナースポンサーREITを含まず。

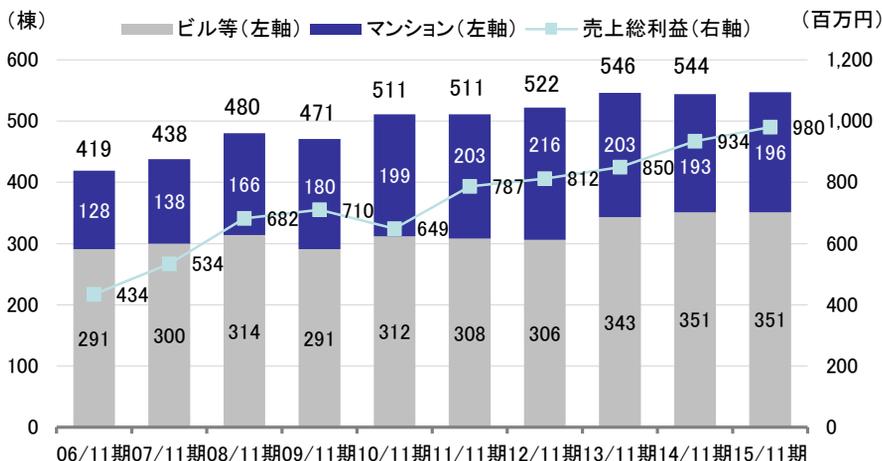
## 不動産管理事業は管理棟数の積み上げに伴い売上総利益は着実に増加

### e) 不動産管理事業

子会社のトーセイ・コミュニティ(株)においてマンション、オフィスビルを中心にPM、BMを受託している。具体的には、建物、施設の管理、清掃、改修工事の請負などを行う。同社が他の事業で関与した物件だけでなく、外部からの受託もあり、ホテル、大学、マルチテナント型物流施設なども受託している。

安定的なストックビジネスであり、管理棟数の積み上げに伴い売上総利益は着実な増加傾向となっている。

管理棟数の推移



注: マンション以外のアセットタイプは全てビル等を含む

2016 年 2 月 26 日（金）

## f) オルタナティブインベストメント事業

子会社のトーセイ・リバイバル・インベストメント（株）において、不動産の取得を目的として不動産担保付債権投資や不動産保有会社の M&A を行っている。現在は金融機関の不良債権処理は終了しており、新たに不動産担保融資絡みの不良債権が発生する環境でもないため、後者が事業の中心となる。M&A で取得した物件に係る売買収益、賃料収入は当事業に計上される。

現在の収益の大半は、2014 年に M&A したスポーツクラブの会費収入。保有するスポーツクラブの施設は、分譲マンションを開発する予定。

新たな取り組みとして企業再生ファンドにエクイティ出資し、不動産取得につなげようとする試みも検討されている。

## 一級建築士事務所を抱えきめ細かなバリューアップに強み

## (3) 特色・強み

## a) 東京経済圏にエリア特化し、中小規模物件を主要ターゲットとする

事業エリアを東京経済圏（東京を中心に神奈川、埼玉、千葉）に特化しており、棚卸資産の約 6 割が東京都区部に所在している。

東京経済圏は、世界主要都市の中で経済規模が最大で、収益不動産のストック量、流動性の高さ、オフィスやレジデンスなどの賃貸の需要層の厚みの点で国内の他地域と比較にならない。日本の人口が減少に転じる中でも、東京の人口、世帯数は増加傾向が続いており、インバウンド需要の中心地でもある。2020 年東京五輪に向けた数多くの再開発プロジェクトや交通インフラの整備によりさらなる都市力のアップが期待されている。

## 東京都区部の不動産流動化の市場規模

オフィスビルストック		収益マンションストック	
建物数	56,149 棟	建物数	68,454 棟（100 万戸）
総床面積	3,303 万坪	総床面積	2,118 万坪

出所：各種データをもとにトーセイ推計

取扱う物件規模は 3～20 億円の中小規模物件を中心に 100 億円程度まで幅広い。ボリュームゾーンは 10 億円前後。自己勘定で不動産の再生流動化を手掛ける上場企業は少なくないが、中小規模の築古物件はストックが膨大であるため、仕入れ時における競合はほとんどなく、8 割以上を相対で仕入れている。

東京経済圏に特化してきたことにより、物件の目利き力が鍛えられたほか、様々なコネクションを構築してきたことから情報収集力やリーシング力の向上にもつながっている。

## 自己勘定で再生流動化を手掛ける主な上場企業

	8923 トーセイ	8934 サンフロンティア 不動産	2337 いちごグループ ホールディングス	3299 ムゲンエステート	3244 サムティ
主な事業エリア	東京経済圏特化	都心5区中心	東京を中心に 大都市圏	東京経済圏特化	近畿中心に 地方都市
主なアセットタイプ	レジデンス、 オフィス、 商業施設	オフィス、 商業ビル	オフィス、 商業ビル、 レジデンス、 ホテル	区分所有 マンション、 レジデンス、 オフィス、アパート	レジデンス、 商業施設
平均的な物件規模	10億円前後	5～10億円弱	20～30億円	1億円強	数億～20億円

出所：フィスコ作成

2016 年 2 月 26 日（金）

#### b) きめ細かなバリューアップ力

インハウスに一級建築士事務所を抱えており、きめ細かなバリューアップに強みを持っている。立地、物件特性、ニーズを見極めたうえで、32 項目の独自の再生チェックポイント「Value UP32」を用いて、コストパフォーマンスに留意しながら的確な再生を行っている。外観や設備改善のみならずコンバージョン（用途変更）を行ったり、高いリーシング力を生かし、低稼働ビル、空ビルの取得・再生を行うこともある。空ビルはテナントがいないため再生工事に制約を受けず、事業会社の本社仕様に仕立てることもできる。こうした場合は利回りを重視する投資家に売却するよりも高く売却できる。

単なる転売業者は不動産市況の悪化の影響が直撃するが、同社の場合、例えば低稼働物件を廉価に仕入れ、バリューアップおよびリースアップにより NOI の向上を図れば、キャップレートが上昇した場合でも影響を吸収することができる。物件仕入れ時の売上総利益率の目線はキャップレートが変わらない前提で 15 ～ 20% としており、足元ではキャップレートの低下も享受し、これよりもかなり高い利益率となっている。

#### c) 多彩なアセットタイプ、幅広い顧客層を有することによる環境変化への抵抗力

キャッシュフローの特性が異なる多様な事業ポートフォリオを有するほか、多彩なアセットタイプを取り扱い、幅広い顧客層を有することから、経営資源を不動産市況や金融環境の変化に応じて柔軟に適切な事業、アセットタイプに振り向けることができる。これにより不動産市況悪化時のリスクを軽減するとともに、不動産市況活況時の収益拡大を図っている。実際、リーマンショック前後も赤字に陥ることなく乗り切った。

#### (4) バンクフォーメーション

リーマンショック前後に多くの不動産会社がリファイナンスに行き詰まり破綻していったことからわかるように不動産会社は資金調達に命であり、財務戦略は非常に重要。

同社は三菱東京 UFJ 銀行〈8306〉を筆頭に三井住友銀行〈8316〉、みずほ銀行〈8411〉のメガバンク 3 行を主力取引行とする体制を採っている。他に政府系金融機関、福岡銀行〈8354〉や広島銀行〈8379〉などの有力地銀をはじめ不動産融資に積極的な地銀 30 行強と取引がある。トーセイ・リート投資法人のバンクフォーメーションもおおむね同社に準じている。

不動産流動化物件（棚卸資産）に係る借入期間はおおむね 3 ～ 5 年（投資不動産・固定資産は 10 ～ 15 年の長期の場合もある）と通常の事業期間よりも長めに調達している。売り急ぐことなく最適なタイミングで物件売却できるような資金調達を目指すとともに、金融環境悪化時のリファイナンスリスクに備えている。

足元の調達金利はアップフロントフィーを含め 1.5% 弱となっている。

#### (5) 大株主の状況

実質的な創業者で代表取締役社長の山口誠一郎氏が筆頭株主で、2 位の（有）ゼウスキャピタルは山口家の資産管理会社。2015 年 11 月末現在で 1 位、2 位合計の所有比率は 39.1%。オーナー企業色が強いと言えるが、この比率は 2010 年 4 月 15 日に 50% を下回り（50.2% → 49.2%）、同族会社の留保金課税の対象からは外れている。

その他の大株主はカストディアン。大量保有報告書からスパークス・アセット・マネジメント（株）が 2015 年 10 月 15 日現在で 6.7%、ハーリーシキャブが 2016 年 2 月 5 日現在で 8.4% を保有していることが確認される。



トーセイ

8923 東証 1 部

2016 年 2 月 26 日 (金)

## 大株主 (2015 年 11 月末現在)

株主名	所有株式数 (千株)	所有比率 (%)
1 山口 誠一郎	12,885	26.68
2 (有) ゼウスキャピタル	6,000	12.42
3 KBL EPB ORDINARY ACCOUNT 107501 (常任代理人: 株式会社みずほ銀行決済営業部)	2,412	4.99
4 日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	2,250	4.66
5 CBNY-GOVERNMENT OF NORWAY (常任代理人: シティバンク銀行株式会社)	1,577	3.26
6 STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505001 (常任代理人: 株式会社みずほ銀行決済営業部)	1,415	2.93
7 日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	1,168	2.42
8 BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES LUXEMBOURG/JASDEC/FIM/ LUXEMBOURG FUNDS (常任代理人: 香港上海銀行東京支店)	775	1.60
9 HSBC-FUND SERVICES, SPARX ASSET MANAGEMENT CO LTD (常任代理人: 香港上海銀行東京支店)	736	1.52
10 MSCO CUSTOMER SECURITIES (常任代理人: モルガン・スタンレー MUFG 証券株式会社)	610	1.26
上位 10 位計	29,832	61.78

出所: 四半期報告書

※: 1 位は代表取締役社長

2 位は社長のファミリーの資産管理会社

3 ~ 7 位、9 位、10 位はカストディアン

## ■ 決算動向

## 期初計画の営業利益を 8.9 億円上回る好決算に

## (1) IFRS と日本の会計基準 (J-GAAP) との相違

日本基準の連結損益計算書が IFRS では連結包括利益計算書、日本基準の連結貸借対照表が連結財政状態計算書と名称が異なる。ただし、後者については基本的な様式に大きな相違はない。

前者の相違点としては、連結包括利益計算書には日本基準のような経常損益、営業外損益、特別損益の概念、項目がなく、IFRS における営業損益は、投資損益、金融損益、持分法損益、法人所得税、非継続事業からの損益以外の損益となる。したがって、日本基準で特別損益に計上される固定資産の売却損益や減損損失は、IFRS ではその他の収益・費用という項目に計上され、営業損益に含まれることになる。IFRS における税引前利益は日本基準の税金等調整前当期純利益 (経常利益に特別損益を加減算したもの) に相当する。

不動産会社の利益に影響を与える項目としては、1) 開発物件の開発期間中の借入費用が IFRS では資産計上される、2) 減損損失の認識のタイミングが IFRS では 1 ステップアプローチの採用により日本基準より早く、また、減損の原因となった事象が解消された場合、戻入を行う (日本基準は戻入不可)、など様々あるが、総じて影響は限定的。両基準の差が確認できる同社の 12/11 期決算を見ても売上高、利益ともその差は軽微である。

2016 年 2 月 26 日（金）

## (2) 2015 年 11 月期業績概況

1 月 13 日に発表された 2015 年 11 月期決算(連結)は、売上高 430 億円(前期比 14.0% 減)、営業利益 68.9 億円(同 23.9% 増)、税引前利益 60.4 億円(同 29.5% 増)、当期利益 41.3 億円(同 43.9% 増)。中期経営計画の初年度となるが、順調なスタートを切った。期中に業績予想を 2 度修正しており、2015 年 10 月 28 日の 2 度目の修正予想を若干上回って着地した。期初予想に対しては、売上高は 134 億円下回ったにもかかわらず、営業利益は 8.9 億円、税引前利益は 9.9 億円、当期利益は 8.7 億円、それぞれ上回った。

営業利益が期初予想を上回った主因は、1) 不動産ファンド・コンサルティング事業においてマイナー出資をしているファンドからの売却配当が 7.2 億円計上されたこと、2) 不動産流動化事業の売上総利益率の上振れ。

売上高が期初予想を大きく下回ったのは、不動産流動化事業において、1) トーセイ・リート投資法人へのブリッジ案件の売却が想定より少なくなった、2) 全体の利益が期初計画を超過達成する見通しとなったことや不動産価格の先高観から一部の売却予定物件(約 50 億円)を翌期以降に先送りした、ことによる。

前期比では、不動産流動化事業と不動産ファンド・コンサルティング事業がけん引。不動産賃貸事業の売上総利益が 19.1 億円(大口テナントの退去に伴い前期比 6.1 億円減)となったが、これをカバーした。

## 不動産流動化事業と不動産ファンド・コンサルティング事業が牽引

### (3) 主要セグメントの業績動向

6 セグメントのうち、主要 4 セグメントにつき以下詳述する。

#### a) 不動産流動化事業

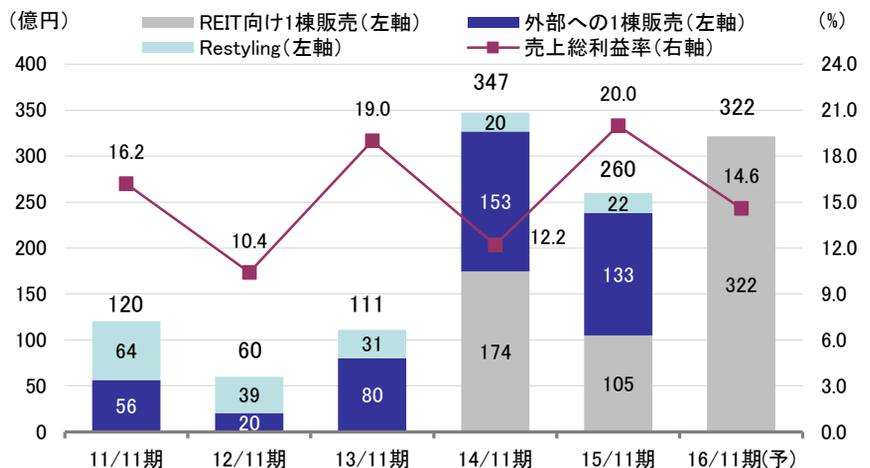
セグメント業績は、売上高 259 億円(前期比 25.2% 減)、売上総利益 51.9 億円(同 22.9% 増)、営業利益 41.8 億円(同 25.7% 増)。全体の営業利益の約 6 割を稼いだ。東陽町トーセイビルなどのオフィスやレジデンスを 24 物件(1 物件当りの平均売却金額 9.9 億円)、Restyling68 戸(9 物件)を売却した。1 棟販売のうち、トーセイ・リート投資法人の PO(公募増資)に伴う物件抛出が 4 物件(オフィス 2 物件、商業ビル 1 物件、レジデンス 1 物件)、105 億円あった。REIT の投資目線に合う中規模物件が少なく期初の想定を大幅に下回った。外部売却 20 物件の売却先のほとんどは事業法人。

Restyling は新たな仕入れを行っておらず、在庫は漸減傾向。2015 年 11 月期末の在庫は 9 物件で 164 戸(売上高規模 50 億円程度)となっている。

2016 年 2 月 26 日（金）

前期比大幅減収ながら売上総利益率が 20.0%（前期比 7.8pt 増）と改善し、営業増益となった。売上総利益率が期初想定 of 13.9% を大幅に上回ったのは、1) 利益率の低い REIT 向けのブリッジ案件の売上高が想定を下回った、2) 外部売却の売上総利益率が、キャップレートの一段の低下やバリューアップ効果及び市況回復による賃料上昇を受け想定 of 23% を上回った、ことによる。なお、2014 年 11 月期の売上総利益率が 12.2% と低かったのは、1) トーセイ・リート投資法人の IPO に伴う物件抛出が 174 億円あった、2) 耐震・環境不動産形成促進事業における官民ファンド第 1 号案件に 14 億円の物件を抛出したが、社会的意義の高いファンド向けであるため売却価格を抑えた、3) 当期に仕入れた都内のオフィスビルの底地部分 28 億円を取得と同時に利益ゼロで私募ファンドに売却するという特殊な案件があった、ことによる。これらを除いた 2014 年 11 月期の売上総利益率は 22% だった。REIT のブリッジ案件や特殊な案件を除いて比較しても 2015 年 11 月期の売上総利益率は 2014 年 11 月期よりも向上しており、不動産投資市場の過熱ぶりがうかがわれる。

### 不動産流動化事業の売上高、粗利益率の推移



注：予想は会社で、売上高の内訳は非開示

#### b) 不動産賃貸事業

セグメント業績は、売上高 41.3 億円（前期比 1.8% 減）、営業利益 17.3 億円（同 28.4% 減）となった。期初予想は売上高 38.8 億円（同 7.7% 減）、営業利益 18.1 億円（同 25.0% 減）と当初から減収減益予想だった。これは、1) 2014 年 11 月に REIT へ高稼働の 12 物件、174 億円の物件抛出を行ったのに対し、新たに仕入れる物件にはバリューアップ余地の大きい低稼働のものが少なくない、2) トーセイ・リート投資法人に抛出した郊外オフィスに関し、スポンサーとして REIT の分配金の確実性を担保するため賃料固定型のマスターリース契約を結んでいたところ、キーテナントの退去が発生した、ことによる。物件仕入れが順調に進捗した結果、売上高は期初予想を上回ったが、2) のサブリース物件が逆ざやとなっているため将来の損失見込み額を引当処理した結果、営業利益は若干予想を下回った。

#### c) 不動産ファンド・コンサルティング事業

セグメント業績は、売上高 23.4 億円（前期比 2.4 倍）、営業利益 13.7 億円（同 7.9 倍）と急伸し、全体の業績にも大きく寄与した。急伸した主因は、1) 2014 年 12 月にブラックストーンから約 2,000 億円のファンドの AM を受託したことにより、AM フィーが 8.2 億円（同 3.1 倍）と急増した、2) 他社運営ファンドへのマイナー出資にかかる配当金が 7.2 億円（同約 14 倍）と膨らんだ、ことによる。2) の配当金のほとんどは、2013 年 11 月期にマイナー出資した物流ファンドからの売却配当で期初予想には織り込まれていなかった。従来、同社は他社運営ファンドへのエクイティ出資は余り行っておらず、この出資は BM 受託を目的としたものだった。当該ファンドは物件売却を完了しており、今後、追加で配当金が発生することはない。

2016 年 2 月 26 日（金）

**d) 不動産開発事業**

セグメント業績は、66.0 億円（前期比 8.1% 増）、営業利益 5.3 億円（同 23.7% 増）。賃貸マンション 1 棟、5.9 億円の販売以外は戸建分譲（一部宅地販売を含む）でマンション分譲はなかった。戸建分譲は約 130 戸の引渡計画だったが、一部プロジェクトの販売長期化により 105 戸（14 プロジェクト）とやや下回った。このため期初予想に対し売上高は 18.3 億円、営業利益は 2.6 億円、それぞれ下回った。値引きによる売り急ぎはせずに着実に販売していく方針だ。

**(4) 仕入れ状況**

2015 年 11 月期の流動化物件及び開発用地の仕入高は、想定売上高ベースで 451 億円（前期比 38 億円減）となった。内訳は、流動化物件 381 億円、開発用地 70 億円。流動化物件の仕入れの中心は、2014 年 11 月期に続いてオフィスビルで 14 物件、263 億円（うち 2 物件、37 億円は投資不動産として取得）だった。他には賃貸マンション 12 物件、95 億円などを仕入れた。開発用地の中では店舗・オフィスの開発用地が約 50 億円を占めた。

2015 年 11 月期の仕入高は目標の 600 億円を下回ったが、2015 年 11 月期末までに売買契約を締結済みで未引渡の物件、開発用地が 145 億円あり、これを含めると 597 億円となり、取得競争が過熱する中でも実質ほぼ目標を達成した。

**自己資本比率は比較的高く、財務内容は健全****(5) 財務状況**

2015 年 11 月期末の資本は 362 億円。自己資本比率は 38.9%（前期末比 1.6pt 減）と不動産会社としては比較的高い水準。日本の会計基準の賃貸等不動産の含み益に相当する投資不動産の含み益は 2015 年 11 月期末で 101.9 億円。キャップレート低下を主因に 2014 年 11 月期末 63.4 億円から増加した。投資不動産の含み益（税引後）を自己資本に加味した NAV（純資産価値）は 1 株当たり 890 円程度となる。

2015 年 11 月期末の棚卸資産は簿価で 461 億円、想定売上高規模で 743 億円。今後、建築費やバリューアップ費用の支出により簿価は増加するため、この差額 282 億円が含み益ということにはならないが、棚卸資産には 100 億円超の含み益があるとみていいだろう。

**16/11 期業績は都心の商業施設の開発利益が牽引する見込み****(6) 2016 年 11 月期業績見通し**

2016 年 11 月期の会社連結業績予想は、売上高 552 億円（前期比 28.5% 増）、営業利益 75.6 億円（同 9.7% 増）、税引前利益 65.0 億円（同 7.8% 増）、当期利益 43.0 億円（同 4.1% 増）。

2015 年 11 月期にあったマイナー出資ファンドからの売却配当約 7 億円がはく落するが、商業施設 2 物件の開発利益がけん引し、増益を見込む。

売上総利益は 148 億円（前期比 25.0% 増）と高い伸びを見込むにもかかわらず、販管費が 73.3 億円（同 46.0% 増）と大幅増見込みのため、営業増益率は抑えられる予想になっている。販管費の増加要因は、1) 物件販売経費が、開発案件の商業施設 2 物件の売却や再生流動化案件の売却増により 27.0 億円（同 2.5 倍）と大幅に増加する見込みであること、2) 業容拡大に向けた人員増（2015 年 11 月期末 301 人→2016 年 11 月期末予想 340 人）やベースアップによる人件費増。

2016 年 2 月 26 日（金）

不動産流動化事業における物件売却価格を保守的にみているため、会社業績予想には余裕があるといえる。2015 年 11 月期と同様に物件売却を一部先送りし、売却益をコントロールすることも考えられる。逆に、環境次第では売却を促進することもあり得る。その場合は、会社業績予想を大幅に上振れよう。

引続き積極的な仕入れを行っていく方針で、仕入高は想定売上高ベースで 700 億円（2015 年 11 月期に売買契約を締結済みの 145 億円を含む）を計画している。700 億円の内訳は、開発用地 180 億円、流動化物件 520 億円といずれも拡大させる計画。100 億円くらいまでの大型物件の仕入れを強化する方針。開発用地ではホテル用地の取得も行っていく方針だ。

以下、主要セグメントの見通しについて説明する。

#### a) 不動産流動化事業

セグメント業績予想は、売上高 321 億円（前期比 23.7% 増）、営業利益 32.8 億円（同 21.6% 減）。売上総利益率は 14.6%（同 5.4pt 減）と低めの想定。2015 年 11 月期並みかそれ以上の REIT へのブリッジを見込んでいるとみられることや、既に不動産投資市場が過熱しているためアップサイドが限定的とみていることによる。現状の市況からすると想定は保守的過ぎるとみられ、利益率は上振れの可能性が高いだろう。

#### b) 不動産開発事業

セグメント業績予想は、売上高 127 億円（前期比 92.7% 増）、営業利益 29.5 億円（同 5.5 倍）。全体の業績をけん引する見込み。売上高の約 6 割が商業施設 2 物件によるものとしている。ほかに 1 棟ものの売却予定はなく、残り約 4 割は戸建分譲によるもので 123 戸の販売を計画している。商業施設 2 物件とは、「T'S BRIGHTIA 南青山」（延床面積 1,418 平方メートル、2016 年 1 月竣工）と綱島の商業施設「T'S BRIGHTIA 綱島」（延床面積 597 平方メートル、2014 年 5 月竣工）。前者は当社が過去に開発した商業施設 6 棟中、最大規模で表参道駅徒歩 3 分に立地する稀少性の高い物件。これらの物件の開発利益がけん引し、セグメントの売上総利益率は 40.4%（同 19.7pt 増）と高水準になる見込み。商業施設 2 物件とも既に契約済みで 1Q（12 月 - 2 月）に引渡す予定。

2015 年 11 月期は分譲マンションの販売がなかったが、現在、世田谷区下馬で 89 戸の物件の開発を計画中。開発が決定すれば、2 年後くらいに引渡しになるとみられる。この案件は、2014 年に M&A で取得したスポーツクラブの施設の跡地を開発しようというものだ。

#### c) 不動産賃貸事業

セグメント業績予想は、売上高 50.3 億円（前期比 21.7% 増）、営業利益 22.7 億円（同 31.7% 増）。積極仕入れにより、簿価ベースで棚卸資産は 2015 年 11 月期末の 461 億円から 2016 年 11 月期末に 651 億円に、有形固定資産及び投資不動産は 2015 年 11 月期末の 221 億円から 2016 年 11 月期末に 269 億円に拡大を見込んでいる。アセット拡大に加えて、既存物件のバリューアップ進展により賃料収入の増加を見込んでいる。逆さやとなっている先述のサブリース案件については、損失を先取りしているためリーシングが遅れたとしても前期比では増益要因となる。

#### d) 不動産ファンド・コンサルティング事業

セグメント業績予想は、売上高 14.3 億円（前期比 38.6% 減）、営業利益 3.7 億円（同 72.7% 減）と 2015 年 11 月期のファンドへのマイナー出資にかかる売却配当 7.2 億円のはく落により大幅減益見込み。期初の 2015 年末にブラックストーンからさらに 57 物件、532 億円のレジデンスの AM を受託しているが、これにかかる AM フィーは業績予想に織り込み済み。

ただし、ディスポジションフィー、仲介手数料の想定が保守的なことからセグメントの業績予想は上振れる可能性が高いだろう。

要約連結包括利益計算書（連結損益計算書）

（単位：百万円）

トーセイ

8923 東証 1 部

2016 年 2 月 26 日（金）

会計基準	J-GAAP（日本基準）					IFRS				
	09/11	10/11	11/11	12/11	13/11	14/11	15/11		16/11	
会計年度								期初予	実績	予
売上高	33,629	26,449	24,759	24,539	24,195	35,070	49,981	56,425	43,006	55,250
不動産流動化	9,962	8,149	12,040	5,980	5,980	11,098	34,743	38,844	25,986	32,154
1 棟販売	9,962	5,255	5,626	2,046	2,046	8,010	32,705	na	23,824	na
Restyling	0	2,894	6,414	3,933	3,933	3,087	2,037	na	2,161	na
不動産開発	16,556	11,682	5,256	11,259	11,259	16,347	6,112	8,443	6,605	12,732
戸建・宅地	0	0	0	2,239	2,239	5,141	4,483	na	6,014	na
分譲マンション	3,977	7,958	3,324	7,307	7,307	5,874	1,629	na	0	na
オフィス、賃貸マンション等	12,579	3,724	1,932	1,712	1,712	5,331	0	na	591	na
不動産賃貸	3,443	2,634	2,507	2,501	2,510	2,703	4,210	3,886	4,135	5,031
流動資産	2,068	1,142	965	1,071	1,086	1,364	2,760	na	2,610	na
Restyling	41	328	596	492	494	390	278	na	199	na
固定資産	1,333	1,163	946	937	929	949	1,171	na	1,325	na
不動産ファンド・コンサルティング	937	1,175	1,414	799	799	1,419	958	1,251	2,343	1,439
AM フィー	795	816	684	450	450	381	266	na	828	na
アキュジションフィー	22	11	109	19	19	51	116	na	170	na
ディスポジションフィー	28	25	46	63	63	173	199	na	289	na
インセンティブフィー	0	0	0	0	0	0	0	na	0	na
仲介手数料・その他	93	323	575	267	267	666	323	na	326	na
配当金	na	na	na	na	na	148	53	na	729	na
不動産管理	3,061	3,057	3,911	3,856	3,500	3,541	3,459	3,587	3,574	3,819
オルタナティブインベストメント	624	170	180	841	844	440	1,078	966	921	590
調整額	-955	-420	-551	-698	-698	-481	-582	-554	-559	-517
売上原価	29,449	22,056	19,290	18,291	18,081	26,392	40,018	44,989	31,091	40,353
売上総利益	4,179	4,392	5,469	6,248	6,113	8,678	9,962	11,436	11,915	14,897
不動産流動化	-24	553	2,135	742	624	2,112	4,226	5,416	5,192	4,682
不動産開発	776	719	133	2,543	2,422	2,779	1,192	1,639	1,364	5,148
不動産賃貸	2,033	1,422	1,320	1,333	1,481	1,671	2,526	1,967	1,916	2,485
不動産ファンド・コンサルティング	856	1,128	1,324	738	738	1,248	889	1,176	2,253	1,390
不動産管理	710	649	787	876	812	850	934	972	980	1,056
オルタナティブインベストメント	-95	-20	-151	98	119	101	284	333	296	205
調整額	-76	-60	-79	-84	-84	-86	-90	-69	-88	-71
販管費	2,573	2,666	3,080	3,217	3,245	4,777	4,381	5,436	5,099	7,334
その他収益	-	-	-	-	17	33	45	na	126	na
その他費用	-	-	-	-	29	19	65	na	50	na
営業利益	1,606	1,726	2,389	3,030	2,856	3,914	5,560	6,000	6,891	7,563
不動産流動化	-164	408	1,891	390	273	1,398	3,330	4,167	4,187	3,281
不動産開発	635	599	-22	2,318	2,197	1,447	432	800	534	2,959
不動産賃貸	1,872	1,295	1,182	1,192	1,340	1,590	2,414	1,811	1,730	2,278
不動産ファンド・コンサルティング	309	500	652	184	181	669	174	325	1,373	375
不動産管理	238	120	104	68	-11	123	227	150	146	172
オルタナティブインベストメント	-144	-57	-190	59	82	73	213	261	322	132
調整額	-1,139	-1,139	-1,231	-1,183	-1,207	-1,388	-1,233	-1,516	-1,404	-1,637
金融収益	40	31	71	22	4	3	3	na	22	na
金融費用	991	954	886	779	642	695	900	na	874	na
税引前利益	656	803	1,574	2,274	2,218	3,222	4,663	5,042	6,040	6,508
法人所得税	200	322	785	766	753	1,215	1,789	1,784	1,904	2,074
当期利益	108	421	751	1,405	1,465	2,006	2,874	3,258	4,135	4,305
EPS（円）	2.9	9.7	16.5	30.8	32.1	43.1	59.5	67.5	85.7	89.2

（出所）決算短信、会社資料

（注）予想は会社

13/11 期から IFRS 移行、12/11 期は遡及修正したものと日本基準を併記

便宜的に日本基準の経常利益は税引前利益に、営業外損益は金融損益に記載し、特別損益の記載は省略  
12/11 期以前の不動産ファンド・コンサルティングにおける配当金は仲介手数料・その他に含まれている

要約連結財政状態計算書（連結貸借対照表）

（単位：百万円）

会計基準 会計年度	J-GAAP（日本基準）				IFRS			
	09/11	10/11	11/11	12/11	13/11	14/11	15/11	
流動資産	47,517	46,059	43,908	49,133	48,744	53,679	59,882	67,888
現金及び現金同等物	7,890	7,127	8,326	9,430	9,410	14,711	16,100	18,791
棚卸資産	37,363	37,477	33,735	37,178	37,417	38,040	41,565	46,156
その他	2,264	1,455	1,847	2,525	1,917	928	2,217	2,941
非流動資産	14,717	16,623	16,059	15,599	16,618	17,603	20,975	25,307
有形固定資産	12,812	14,398	14,599	14,552	3,331	3,304	3,293	3,315
投資不動産	-	-	-	-	11,695	12,703	13,858	18,785
その他	1,905	2,225	1,460	1,047	1,592	1,596	3,824	3,207
資産合計	62,235	62,682	59,967	64,732	65,363	71,283	80,858	93,196
負債	39,981	38,226	34,991	38,580	38,819	41,190	48,130	56,967
流動負債	18,364	12,474	8,791	11,284	11,283	10,985	9,632	13,819
借入金	16,185	10,823	6,170	7,740	7,742	7,587	5,380	9,492
その他	2,179	1,651	2,621	3,544	3,541	3,398	4,252	4,327
非流動負債	21,616	25,752	26,200	27,296	27,535	30,205	38,498	43,148
借入金	19,107	23,438	23,904	24,654	24,659	27,449	35,024	39,175
その他	2,509	2,314	2,296	2,642	2,876	2,756	3,474	3,973
資本	22,253	24,455	24,976	26,152	26,543	30,092	32,727	36,228
（借入金合計）	35,292	34,261	30,075	32,395	32,401	35,036	40,404	48,668
（自己資本比率）（%）	35.7	39.0	41.6	40.4	40.6	42.2	40.5	38.9
（ネットD/Eレシオ）（倍）	1.23	1.11	0.87	0.88	0.87	0.68	0.74	0.83

出所：決算短信をもとに作成

注：13/11期からIFRS移行、12/11期は遡及修正したものと日本基準を併記

トーセイ

8923 東証1部

2016年2月26日（金）

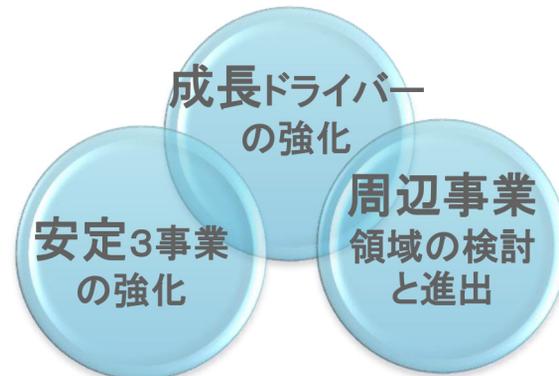
■ 中長期展望

2020年11月期に売上高1,000億円を目指す

(1) 既存事業を拡大しながら周辺事業領域への進出を模索

2015年11月期を初年度とする3ヶ年の中期経営計画「Advancing Together2017」では企業規模の拡大を志向し、基本方針を『既存事業の拡大と周辺事業領域の検討』としている。重点戦略は下図のように3つから成る。

Advancing Together 2017 - 重点戦略 -

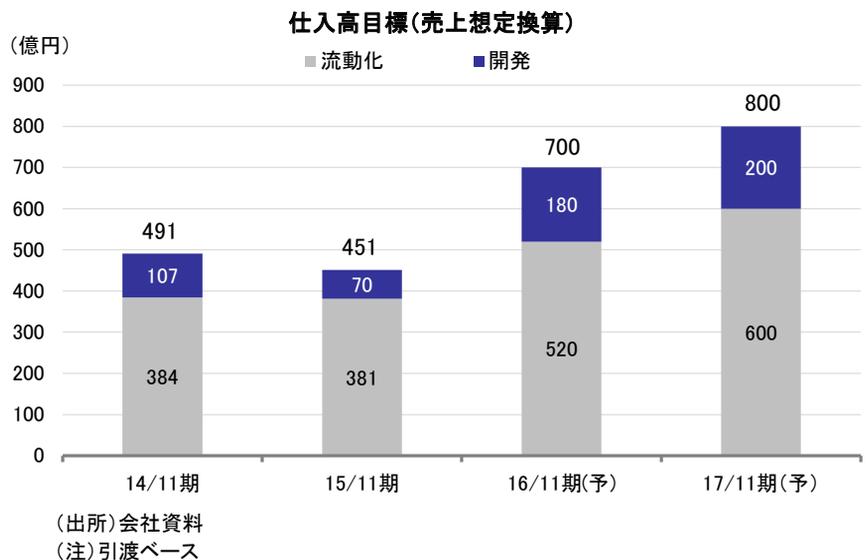


2016 年 2 月 26 日（金）

## (2) 積極仕入れによるバランスシート拡大が成長の基本

成長の基本は積極仕入れ継続によるバランスシートの拡大。これにより成長ドライバーとする 3 事業のうち不動産流動化、不動産開発、安定 3 事業のうち不動産賃貸の拡大を図る。2015 年 11 月期末の自己資本比率は 38.9%、ネット D/E レシオは 0.83 倍と良好なデットの調達環境からすると財務レバレッジを高める余地が大きく、2020 年 11 月期末に資産規模を 1,785 億円（2015 年 11 月期末比 92%増）まで拡大する計画。計画ではエクイティファイナンスを見込んでいないが、それでも 2020 年 11 月期末の自己資本比率の予想は 33.0%であり、財務健全性の点で問題はない。

同社では保有物件を主に棚卸資産としており、投資不動産・有形固定資産は 2015 年 11 月期末で 221 億円と少ないが、長期に安定した賃貸キャッシュフローが得られそうな物件については今後、投資不動産としても取得していく方針で、2020 年 11 月期末には 495 億円を見込んでいる。



成長ドライバーで安定事業でもあるノンアセットの不動産ファンド・コンサルティング事業では、トーセイ・リート投資法人が 2014 年 11 月の上場時の資産規模 174 億円からスタートし、中長期的には 1,000 億円の資産規模を目指している。私募ファンドでもブラックストーンから 2 件の大口の AM を受託し、プレゼンスが向上しているのは明るい材料。

拡大路線ながら事業の安定性向上も重視しており、資産拡大に伴う賃料収入の増加に加え、AUM 拡大によるノンアセットのフィー収入の増加などにより、2020 年 11 月期には安定 3 事業の売上総利益を全体の売上総利益（物件販売経費を控除したベース）の 50% まで高めたいとしている（2015 年 11 月期末 47%、2016 年 11 月期末予想 41%）。また、安定 3 事業の売上総利益で物件販売経費を除く販管費と金利をカバーしたいとしている（この点については現状でも概ねカバーできている）。

### (3) 周辺事業領域ではホテル事業を開始

周辺事業領域への進出で現在、目玉になっているのはホテル事業。2016 年 2 月に企画・運営等を行う 100% 子会社のトーセイ・ホテル・マネジメント（株）を設立し、基本的に自社でオペレーションを行う。既に第 1 号案件として千代田区内神田に開発用地を取得済み。今春着工、2017 年秋のオープンを目指している。インバウンド需要も見込めるビジネスホテルとなる予定で想定部屋数は 111 室。

今後も開発用地の取得を進めるだけでなく、中古ビルのホテルへのコンバージョンや、第三者が保有するホテルの運営を受託することも検討している。従って、ホテル事業は、不動産開発、不動産賃貸、不動産流動化、不動産管理に関係してくる。

### (4) 2020 年 11 月期に連結売上高 1,000 億円を目指す

中計では、最終年度の 2017 年 11 月期の売上高や利益の計数目標を公表してはいないが、オリンピックイヤーの 2020 年 11 月期の連結売上高目標として 1,000 億円を掲げている。2016 年 11 月期の会社予想連結売上高 552 億円からの CAGR（年平均成長率）は 16%となる。

この時の利益目標は明示されていないが、2020 年 11 月期末の資本を 590 億円と予想しており（2016 年 11 月期末予想の資本 398 億円からの CAGR は約 10%）、配当性向を 20% とすると 2020 年 11 月期の営業利益は 100 億円程度を想定していると推測される。

### (5) 日銀のマイナス金利導入は不動産投資市場には基本的にプラスだろう

1 月 29 日に決定した日銀のマイナス金利導入は基本的には不動産投資市場にプラスだろう。不動産投資市場の鍵を握るのは金融機関の不動産融資姿勢。2015 年末に金融庁が地銀などの不動産融資の監視を強化するとの一部報道があるなど、金融機関の不動産融資姿勢がやや慎重になりそうな気配があったところに、マイナス金利が導入されたため金融機関はさらに不動産融資に積極的にならざるをえなくなったと考えられる。

マイナス金利導入により、キャップレートの構成要素であるリスクフリーレート（長期金利）がほぼゼロになったことも不動産投資市場にはプラス要因である。ただし、キャップレートが一段と低下するかは現時点では不透明。年初からの世界的な株安、中国や米国の景気に対する懸念の高まり、行き過ぎた原油安、円高などにより投資家のセンチメントが悪化し、もう一つの構成要素であるリスクプレミアムが上昇していると考えられるためである。

世界経済の減速を受け企業業績が悪化した場合のオフィスなどの賃料への影響が懸念される場所だが、まだリーマンショック後の急落からようやく反転上昇し始めたところであり、引続き緩やかながら改善傾向が続くような情勢である。

一段と円高が進んだ場合、海外投資家が売り手に回る可能性はあるだろうが、REIT をはじめ不動産価格が下がれば買いたいと待ち構えている投資家は数多く存在するとみられ、不動産価格がピークアウトしたとしても大幅な下落はないだろう。

もともと同社はバリューアップによる NOI 向上により売却益を獲得するビジネスモデルであり、多少不動産市況が悪化（キャップレートが上昇）しても事業拡大に大きな支障にはならないだろう。

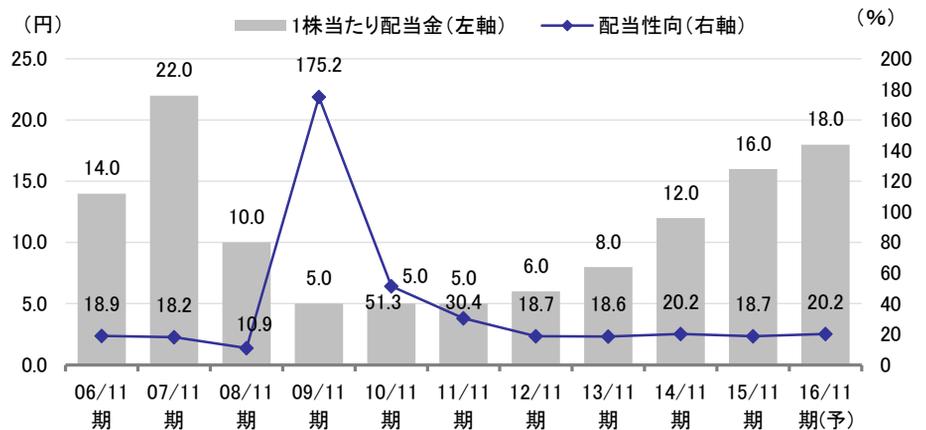
## ■ 株主還元

### 順調な業績拡大により 5 期連続増配になる予定

2016 年 11 月期の 1 株当たり配当金は前期比 2 円増配の 18 円の予定。配当性向の目標を公表していないが、近年の実績ではおおむね 20% をめどにしていることがうかがわれる。配当性向をほぼ一定に保ちながらも、順調な業績拡大により 5 期連続増配となる予定。

配当性向がやや低めなのは、良好な事業環境のもと積極的な仕入れによりアセット拡大を志向しているなか、デットの調達安定性などの観点から自己資本比率 30% 台を維持する方針のため、厚めの内部留保が必要なことによる。

1株当たり配当金、配当性向の推移



(出所)決算短信

(注) 2013年7月に1:100の株式分割実施しており、12/11期以前は遡及修正  
12/11期の配当性向はIFRSベースに修正

トーセイ

8923 東証 1 部

2016 年 2 月 26 日 (金)

#### 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・表示したのですが、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