

トーセイ | 8923 |

当PDF文書は上に示されている企業に関する詳細レポートのアップデート版として作成されたものです。
詳細レポート全体につきましては弊社ウェブサイト (<http://www.sharedresearch.jp>) をご覧ください。



2017年7月26日、トーセイの2017年11月期第2四半期決算に関する同社への取材を踏まえ、レポートを更新した。
(決算短信へのリンクは[こちら](#))

2017年11月期第2四半期累計実績

概要

2017年11月期第2四半期累計の連結実績 [IFRS] は、前年同期比で減収減益であるが、通期計画に対する進捗は売上高で38%、当期（四半期）利益で66%の進捗と、利益ベースでは順調に推移。

2017年11月期第2四半期累計の連結実績 [IFRS] は、売上高26,360百万円（前年同期比14.0%減）、営業利益6,241百万円（同18.7%減）、税引前利益5,857百万円（同19.1%減）、親会社の所有者に帰属する四半期利益3,931百万円（同17.1%減）となった。通期計画の進捗状況においては、同社の売上高予想69,268百万円に対して上半期の進捗は38.1%、営業利益予想10,008百万円に対して62.4%、当期利益予想5,926百万円に対して66.3%であった。前年同期比二桁減収減益となった要因は、前年同期の不動産開発事業において大型商業施設2棟の売却が計上されているため（売上高で約7,500百万円、売上総利益率57%）。不動産開発事業を除いた他のセグメントは増収・増益を達成した。同社は不動産流動化事業で収益オフィスビル、賃貸マンション、ホテルなどの一棟販売を順調に進捗させるとともに、不動産開発事業においては、戸建住宅の販売を推進した。

また、将来の収益の源泉となる収益不動産や開発用地の取得を積極的に進め、2017年11月期第2四半期末の棚卸資産（売上想定ベース）は2016年11月期末比9,886百万円増の109,314百万円となった。但し、上半期の仕入額は2017年11月期年間仕入計画80,000百万円（引渡、売上高ベース）との比較では遅れているように見える。具体的には、2017年11月期第2四半期末時点において、仕入額は契約ベース35,210百万円、引渡ベース26,210百万円であった（11月期末に引渡を完了するためには、その2ヶ月位前までに契約が完了している必要がある）。ここ数年は、マーケットの高値天井感が強いことから、同社ではこれ以上のキャップレートの低下を見込まない前提での仕入を心掛けている。高値掴みをしないように慎重に投資判断を行っているが、物件の収益力やコンディション、価格などの自社仕入条件をクリアする物件が少なくなっているとのこと。そのため、取扱物件の種類を拡大し、保有期間中の賃貸収益が見込めない空きビルや社宅など、他社が手掛けないような物件を仕入れ、同社のバリューアップ力やリーシング力を活用して再生し、販売を行うビジネスモデルを推進している（後段で詳述）。

同社計画との差異

同社は2017年11月期第2四半期累計同社予想については非公表。但し、同社によれば、2017年11月期第2四半期累計（上半期）売上高実績は、同社計画を5,000百万円程度下振れた（不動産流動化事業で4,000百万円強、不動産開発事業で1,000百万円程度下振れた）とのこと。しかし、物件を高値で販売できたことなどによる利益率上振れにより、利益ベースでは計画通りの着地となったとのこと。2017年11月期同社予想営業利益10,008百万円に対する、同上半期営業利益6,241百万円の進捗率は62.4%。

売上高の分析

売上高は前年同期比14.0%減収の26,360百万円となった。通年計画における進捗率は38.1%。

セグメント別では、不動産流動化事業が前年同期比16.4%増収の17,949百万円、不動産開発事業が同78.8%減収の2,145百万円（前年同期の大型商業施設2棟の売却の影響によるもの）、不動産賃貸が同23.6%増収の2,988百万円、不動産ファンド・コンサルティングが同52.3%増の1,641百万円、不動産管理が同13.9%増の1,637百万円となった。

利益の分析

営業利益は前年同期比18.7%減の6,241百万円となった。セグメント別では、不動産流動化事業が前年同期比32.3%増益の4,800百万円、不動産開発事業が営業損失219百万円（前年同期は営業利益3,660百万円）、不動産賃貸事業が同29.9%増益の1,303百万円、不動産ファンド・コンサルティング事業が同112.6%増益の915百万円、不動産管理が同91.4%増益の135百万円となった。

部門別

不動産流動化事業：売上高17,949百万円（前年同期比16.4%増）、営業利益4,800百万円（同32.3%増）

37棟のバリューアップ物件の販売と、22戸のRestyling物件の販売（7物件）を行った。具体的には、バリューアップ物件では、「T's garden浦安」（千葉県浦安市）、「T's garden浦安II」（千葉県浦安市）、「上大崎3丁目ビル」（東京都品川区）、「尾上町6丁目ビル」（神奈川県横浜市）、「岸野ビル」（東京都豊島区）、「NOUER 仲町台」（神奈川県横浜市）、「ドミール相模原」（神奈川県相模原市）などを販売した。また、「ヒルトップ横濱根岸」（神奈川県横浜市）、「ヒルトップ横浜東寺尾」（神奈川県横浜市）、「ルネ鎌倉植木」（神奈川県鎌倉市）などのRestyling物件の販売を行った。

同社によれば、2017年11月期上半期売上高は同社計画を約4,000百万円下回ったとのこと。要因は、2つ。第1に、小型物件（1億円以上～10億円未満の案件）の流動化市場の市況が想定以上に良く、売却について多くの引き合いがあり、計画よりも高値での販売が可能（＝選択的な売却が可能）な環境にあった。仕入が遅れていることもあり、売り急がずにより高い利益を確保するために売却を先伸ばしにしている案件がある。第2に、大型案件（20～30億円の案件）の売却を上半期に予定していたが、リニューアル工事やリーシングの準備により上半期に販売できなかった。

2017年11月期上半期の同事業売上総利益率は31.0%（前年同期比2.9%ポイント改善）となり、同社計画値を6%ポイント上回ったとのこと。2017年11月期の不動産流動化事業の売上総利益率は、予算策定時に既に販売契約締結済みの案件についてはその実績25～30%を織り込んでいるが、それ以降の販売分については18%程度の売上総利益率を前提としていた。上半期は、売上総利益率18%で想定していた物件についても、前述したように市場が活況であった結果、想定を上回ったとのことである。

仕入に関しては、収益オフィスビル、賃貸マンション合わせて24棟、土地3件を取得した。尚、仕入活動の一環として、主に東京都杉並区などに収益不動産を保有する株式会社KSプロパティーズをM&Aにより取得し、連結子会社とした。

不動産開発事業：売上高2,145百万円（前年同期比78.8%減）、営業損失219百万円（前年同期は営業利益3,660百万円）

開発中の分譲マンションや商業ビルは来期以降の完成予定であるため、当期計画は戸建住宅の売上のみで構成されており、上半期は戸建住宅の販売に注力した。「THEパームスコート柏初石」（千葉県柏市）、「THEパームスコート越谷レイクタウン」（埼玉県越谷市）、「THEパームスコート町田鶴川」（東京都町田市）などにおいて、

戸建住宅53戸を販売した。2017年11月期通期売上計画6,864百万円、同販売戸数計画146戸と比較すると、2017年11月期上半期の販売進捗は同社計画に対して20戸程度遅れている。同社によれば、高額物件等で苦戦している模様。営業損失を計上したのは、2018年11月期以降に引渡予定である新築マンション3棟の開発投資費用が先行して発生していることが理由であり、上半期売上総利益率実績18.7%については同社想定通りであるとのこと。

仕入に関しては、ホテル開発用地1件、分譲マンション開発用地1件、18戸分の戸建住宅開発用地を取得した。

不動産賃貸事業：売上高2,988百万円（前年同期比23.6%増）、営業利益1,303百万円（同29.9%増）

保有する賃貸用棚卸資産22棟を売却した一方、新たに収益オフィスビル、賃貸マンション等17棟を取得した。その他1物件が加わり、2017年11月期第2四半期末では合計で2016年11月期末比4物件減少の79物件を保有している。内訳は、オフィス、商業施設32物件、マンション44物件、その他3物件。2017年11月期上半期売上総利益率は47.5%（前年同期比1.5%ポイントの改善）。保有する固定資産及び棚卸資産のリーシング活動に注力した。

不動産ファンド・コンサルティング事業：売上高1,641百万円（前年同期比52.3%増）、営業利益915百万円（同112.6%増）

2017年11月期第2四半期末アセットマネジメント受託資産（AUM）残高は499,133百万円と、2016年11月期末比50,947百万円増加した。ファンドの物件売却などにより17,625百万円残高が減少した一方で、新たに大型案件のアセットマネジメント業務を受託したことなどにより68,572百万円残高が増加した。尚、2017年11月期第2四半期に782百万円という大型の仲介手数料・その他収入が計上されたが、その内容については契約上非開示となっている。

不動産管理事業：売上高1,636百万円（前年同期比13.9%増）、営業利益134百万円（同91.4%増）

新規契約の獲得および既存契約の維持に努め、管理物件棟数が増加した。2017年11月期第2四半期末の管理棟数は634棟と、2016年11月期末比40棟増加した。内訳は、オフィス・商業施設、学校、ホテル、保育園などのビル管理が385棟（2016年11月期末比10棟増加）、分譲マンションや賃貸マンションのマンション管理が249棟（同30棟増加）であった。管理棟数の増加に加え、手数料の値上げ交渉やコスト見直しなどにより、売上高、利益率ともに上昇トレンドにある。

価格調整局面への備え&競合との差別化

概要の段で述べた通り、不動産価格が高値圏で推移している現在の不動産マーケットでは、割安価格での物件仕入が難しくなっている。また、不動産価格がピークにきているという見方もあり、今後、これ以上の価格上昇は見込めない外部環境を想定して、同社は戦略を立てている。具体的には、競合が少なく割安で取得できる寮や社宅を再生メニューのひとつとして仕入対象に加えた。市場価格が上昇しない局面では転売だけで利益が取れないため、価格調整局面への備えとして、一工夫した再生により不動産価値を高めることにより差益を利益とする。また、それが競合との差別化にもなる。

トピックス：社宅・社員寮をバリューアップして賃貸マンション、コンセプトマンションなどへ転用

不動産流動化事業では、稼働率が（例えば70%程度にまで）低下した収益物件を取得して、バリューアップを施し、稼働率を90~100%に引き上げてから投資家に売却するような手法が一般的である。同社はこうした通常的手法だけに留まらず、旧社宅や社員寮を取得して用途変更し、バリューアップを施して収益マンションに仕立て上げる手法にも果敢に挑戦している。旧社宅や社員寮は、全空室の状態を取得するために取得から売却までの間に賃貸収入がなく、リスクが高い。しかし、一方で、仕入価格を抑えられるため、バリューアップ力やリーシング力を活かして高い稼働率を実現すると高いリターンが期待できる。以下は、社宅や社員寮をバリューアップした同社手法の具体的事例である。

ハウス北柏マンション：社宅から賃貸マンションへの転用

2015年3月に、旧社宅3棟を全空室状態で取得。当該物件は2008年にリニューアルを済ませており、同社によれば充実した設備仕様を備えた良物件であった。更に、競争力を高めるため、ターゲットとなる子育て世代ファミリーを意識したバリューアップを施した。具体的には、女性ならではの目線を取り入れ、女性社員を中心としたプロジェクトチームにてコンセプトや機能・仕様の細かなプランニングを行い、キッズルーム、スタディールーム、パーティールームなど、共用部を充実させた。また、駐車場・駐輪場を増設したほか、受水槽や給水管もファミリー仕様に変更した（社宅時には単身者用であった）。貸室149戸のリーシングを進めており、現在半分程度が契約済み。満室稼働となれば、高収益物件として高い売却益が望めるとしている。実際、2016年11月期に売却した同様の物件の売上総利益率は40%程度と非常に高かったとのこと。

T-Rhythmic Sokaマンション：社員寮からコンセプトマンションへの転用

2016年2月に、旧社員寮を全室空室状態で取得。食堂や共用ランドリー、共用トイレなど、寮独特の施設がある一方、各住戸はシンプルで特徴はなかった。同社は、幅広い年齢層をターゲットに、ワンルームの居室を防音仕様とし、ドラムス（打楽器）を除く楽器の演奏が楽しめる音楽マンションに変更した。また、旧共用部（ランドリー、トイレ）をトランクルームに変更し、テナントの利便性と収益性向上を実現した。現在、満室稼働中。

四半期（累計）業績動向

四半期累計 (百万円)	FY11/15				FY11/16				FY11/17			
	1Q IFRS	2Q IFRS	3Q IFRS	4Q IFRS	1Q IFRS	2Q IFRS	3Q IFRS	4Q IFRS	1Q IFRS	2Q IFRS	3Q IFRS	4Q IFRS
売上高	11,526	22,343	27,628	43,007	13,527	30,655	39,139	49,818	14,677	26,360		
前年同期比	1.6%	9.2%	2.0%	-14.0%	17.4%	37.2%	41.7%	15.8%	8.5%	-14.0%		
不動産流動化	7,207	13,760	14,862	25,986	2,361	15,424	19,946	25,810	10,939	17,949		
前年同期比	4.6%	7.2%	-5.5%	-25.2%	-67.2%	12.1%	34.2%	-0.7%	363.4%	16.4%		
構成比	62.5%	61.6%	53.8%	60.4%	17.5%	50.3%	51.0%	51.8%	74.5%	68.1%		
不動産開発	2,325	4,163	5,632	6,606	8,724	10,097	11,211	13,139	969	2,145		
前年同期比	-7.9%	32.0%	20.2%	8.1%	275.3%	142.5%	99.1%	98.9%	-88.9%	-78.8%		
構成比	20.2%	18.6%	20.4%	15.4%	64.5%	32.9%	28.6%	26.4%	6.6%	8.1%		
不動産賃貸	866	1,865	3,002	4,212	1,101	2,417	3,825	5,282	1,472	2,988		
前年同期比	12.2%	1.6%	0.3%	1.4%	27.2%	29.6%	27.4%	25.4%	33.7%	23.6%		
構成比	7.5%	8.3%	10.9%	9.8%	8.1%	7.9%	9.8%	10.6%	10.0%	11.3%		
不動産ファンド・コンサルティング	259	772	1,376	2,439	563	1,078	1,711	2,303	469	1,641		
前年同期比	-11.1%	64.4%	109.6%	156.9%	117.4%	39.6%	24.4%	-5.6%	-16.7%	52.3%		
構成比	2.2%	3.5%	5.0%	5.7%	4.2%	3.5%	4.4%	4.6%	3.2%	6.2%		
不動産管理	699	1,443	2,235	3,070	642	1,437	2,175	2,944	828	1,637		
前年同期比	-11.2%	-4.1%	3.3%	4.3%	-8.1%	-0.4%	-2.7%	-4.1%	29.0%	13.9%		
構成比	6.1%	6.5%	8.1%	7.1%	4.7%	4.7%	5.6%	5.9%	5.6%	6.2%		
その他	170	341	521	694	136	202	271	340	-	-		
前年同期比	126.4%	-48.4%	-40.4%	-35.6%	-19.7%	-40.8%	-48.0%	-51.0%	nm	nm		
構成比	1.5%	1.5%	1.9%	1.6%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%		
売上原価	7,897	15,273	18,594	31,092	7,347	18,907	24,921	33,468	9,188	16,859		
前年同期比	-8.5%	-4.0%	-8.8%	-22.3%	-7.0%	23.8%	34.0%	7.6%	25.1%	-10.8%		
原価率	68.5%	68.4%	67.3%	72.3%	54.3%	61.7%	63.7%	67.2%	62.6%	64.0%		
売上総利益	3,628	7,070	9,033	11,915	6,180	11,748	14,219	16,350	5,489	9,502		
前年同期比	34.0%	55.2%	34.9%	19.6%	70.3%	66.2%	57.4%	37.2%	-11.2%	-19.1%		
利益率	31.5%	31.6%	32.7%	27.7%	45.7%	38.3%	36.3%	32.8%	37.4%	36.0%		
販管費等	1,263	2,519	3,711	5,023	2,053	4,073	5,396	7,070	1,661	3,260		
前年同期比	14.1%	21.1%	18.8%	14.1%	62.5%	61.7%	45.4%	40.7%	-19.1%	-20.0%		
売上高販管費率	11.0%	11.3%	13.4%	11.7%	15.2%	13.3%	13.8%	14.2%	11.3%	12.4%		
営業利益	2,365	4,551	5,322	6,892	4,128	7,675	8,823	9,280	3,828	6,242		
前年同期比	47.8%	84.0%	48.9%	23.9%	74.5%	68.7%	65.8%	34.6%	-7.3%	-18.7%		
利益率	20.5%	20.4%	19.3%	16.0%	30.5%	25.0%	22.5%	18.6%	26.1%	23.7%		
不動産流動化	1,848	3,297	3,367	4,174	182	3,627	3,963	4,001	3,418	4,800		
前年同期比	113.8%	159.8%	97.4%	25.3%	-90.1%	10.0%	17.7%	-4.1%	1775.3%	32.3%		
構成比	78.1%	72.4%	63.3%	60.6%	4.4%	47.3%	44.9%	43.1%	89.3%	76.9%		
利益率	25.6%	24.0%	22.7%	16.1%	7.7%	23.5%	19.9%	15.5%	31.2%	26.7%		
不動産開発	409	593	638	535	3,580	3,660	3,703	3,674	-173	-219		
前年同期比	20.9%	105.0%	51.1%	23.7%	775.1%	516.7%	480.5%	586.8%	nm	nm		
構成比	17.3%	13.0%	12.0%	7.8%	86.7%	47.7%	42.0%	39.6%	-4.5%	-3.5%		
利益率	17.6%	14.3%	11.3%	8.1%	41.0%	36.2%	33.0%	28.0%	-17.9%	-10.2%		
不動産賃貸	366	841	1,403	1,797	462	1,003	1,742	2,390	661	1,303		
前年同期比	-22.4%	-27.0%	-23.4%	-25.6%	26.3%	19.3%	24.1%	33.0%	43.1%	29.9%		
構成比	15.5%	18.5%	26.4%	26.1%	11.2%	13.1%	19.7%	25.8%	17.3%	20.9%		
利益率	42.2%	45.1%	46.7%	42.7%	41.9%	41.5%	45.5%	45.2%	44.9%	43.6%		
不動産ファンド・コンサルティング	51	337	674	1,465	210	430	742	951	160	915		
前年同期比	-56.5%	210.5%	403.5%	737.1%	312.5%	27.7%	10.0%	-35.0%	-24.0%	112.6%		
構成比	2.2%	7.4%	12.7%	21.3%	5.1%	5.6%	8.4%	10.3%	4.2%	14.7%		
利益率	19.7%	43.7%	49.0%	60.0%	37.3%	39.9%	43.4%	41.3%	34.1%	55.7%		
不動産管理	26	89	102	147	28	70	98	141	76	135		
前年同期比	-73.1%	-39.5%	-45.4%	-35.4%	7.3%	-20.8%	-3.9%	-3.8%	170.6%	91.4%		
構成比	1.1%	2.0%	1.9%	2.1%	0.7%	0.9%	1.1%	1.5%	2.0%	2.2%		
利益率	3.7%	6.2%	4.6%	4.8%	4.4%	4.9%	4.5%	4.8%	9.2%	8.2%		
その他	30	52	155	178	-1	-24	-22	-18	1	1		
前年同期比	-29.7%	-55.5%	-30.2%	-16.7%	nm	nm	nm	nm	nm	nm		
構成比	1.3%	1.1%	2.9%	2.6%	0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.0%		
利益率	17.6%	15.3%	29.8%	25.7%	-0.9%	-11.8%	-8.2%	-5.3%	nm	nm		
調整額	-364	-658	-1,018	-1,404	-334	-1,092	-1,403	-1,861	-313	-693		
構成比	-15.4%	-14.5%	-19.1%	-20.4%	-8.1%	-14.2%	-15.9%	-20.0%	-8.2%	-11.1%		
税引前利益	2,191	4,171	4,743	6,040	3,915	7,240	8,203	8,450	3,659	5,857		
前年同期比	53.5%	98.6%	59.1%	29.5%	78.7%	73.6%	72.9%	39.9%	-6.5%	-19.1%		
利益率	19.0%	18.7%	17.2%	14.0%	28.9%	23.6%	21.0%	17.0%	24.9%	22.2%		
親会社の所有者に帰属する当期利益	1,391	2,654	3,049	4,136	2,611	4,744	5,379	5,547	2,501	3,932		
前年同期比	59.4%	106.0%	66.4%	43.9%	87.8%	78.8%	76.4%	34.1%	-4.2%	-17.1%		
利益率	12.1%	11.9%	11.0%	9.6%	19.3%	15.5%	13.7%	11.1%	17.0%	14.9%		

出所：同社データを基にSR社作成

注：百万円未満を四捨五入（会社発表値は百万円未満切り捨て）

四半期業績動向

四半期 (百万円)	FY11/15				FY11/16				FY06/17			
	1Q IFRS	2Q IFRS	3Q IFRS	4Q IFRS	1Q IFRS	2Q IFRS	3Q IFRS	4Q IFRS	1Q IFRS	2Q IFRS	3Q IFRS	4Q IFRS
売上高	11,526	10,817	5,285	15,379	13,527	17,128	8,484	10,679	14,677	11,683		
前年同期比	1.6%	18.6%	-20.3%	-32.8%	17.4%	58.3%	60.5%	-30.6%	8.5%	-31.8%		
不動産流動化	7,207	6,553	1,102	11,124	2,361	13,063	4,522	5,864	10,939	7,009		
前年同期比	4.6%	10.2%	-61.8%	-41.5%	-67.2%	99.4%	310.3%	-47.3%	363.4%	-46.3%		
構成比	62.5%	60.6%	20.9%	72.3%	17.5%	76.3%	53.3%	54.9%	74.5%	60.0%		
不動産開発	2,325	1,838	1,469	974	8,724	1,373	1,114	1,927	969	1,175		
前年同期比	-7.9%	191.6%	-4.2%	-31.7%	275.3%	-25.3%	-24.1%	97.9%	-88.9%	-14.4%		
構成比	20.2%	17.0%	27.8%	6.3%	64.5%	8.0%	13.1%	18.0%	6.6%	10.1%		
不動産賃貸	866	999	1,137	1,210	1,101	1,316	1,408	1,457	1,472	1,517		
前年同期比	12.2%	-6.0%	-1.8%	4.3%	27.2%	31.8%	23.8%	20.4%	33.7%	15.2%		
構成比	7.5%	9.2%	21.5%	7.9%	8.1%	7.7%	16.6%	13.6%	10.0%	13.0%		
不動産ファンド・コンサルティング	259	513	604	1,063	563	515	634	592	469	1,172		
前年同期比	-11.1%	188.0%	223.2%	262.9%	117.4%	0.3%	4.9%	-44.4%	-16.7%	127.9%		
構成比	2.2%	4.7%	11.4%	6.9%	4.2%	3.0%	7.5%	5.5%	3.2%	10.0%		
不動産管理	699	744	792	835	642	795	737	770	828	808		
前年同期比	-11.2%	3.8%	20.2%	6.9%	-8.1%	6.9%	-7.0%	-7.8%	29.0%	1.7%		
構成比	6.1%	6.9%	15.0%	5.4%	4.7%	4.6%	8.7%	7.2%	5.6%	6.9%		
その他	170	171	180	173	136	65	69	69	-	-		
前年同期比	126.4%	-70.8%	-15.5%	-15.3%	-19.7%	-61.8%	-61.6%	-59.9%	nm	nm		
構成比	1.5%	1.6%	3.4%	1.1%	1.0%	0.4%	0.8%	0.6%	0.0%	0.0%		
売上原価	7,897	7,376	3,322	12,497	7,347	11,560	6,013	8,548	9,188	7,671		
前年同期比	-8.5%	1.4%	-26.0%	-36.3%	-7.0%	56.7%	81.0%	-31.6%	25.1%	-33.6%		
原価率	68.5%	68.2%	62.9%	81.3%	54.3%	67.5%	70.9%	80.0%	62.6%	65.7%		
売上総利益	3,628	3,442	1,963	2,882	6,180	5,568	2,471	2,131	5,489	4,012		
前年同期比	34.0%	86.3%	-8.4%	-11.7%	70.3%	61.8%	25.9%	-26.0%	-11.2%	-27.9%		
利益率	31.5%	31.8%	37.1%	18.7%	45.7%	32.5%	29.1%	20.0%	37.4%	34.3%		
販管費	1,263	1,256	1,192	1,312	2,053	2,020	1,323	1,674	1,661	1,598		
前年同期比	14.1%	29.0%	14.4%	2.6%	62.5%	60.8%	11.0%	27.6%	-19.1%	-20.9%		
売上高販管費率	11.0%	11.6%	22.6%	8.5%	15.2%	11.8%	15.6%	15.7%	11.3%	13.7%		
営業利益	2,365	2,186	771	1,570	4,128	3,548	1,148	457	3,828	2,414		
前年同期比	47.8%	150.2%	-30.0%	-21.0%	74.5%	62.3%	48.9%	-70.9%	-7.3%	-32.0%		
利益率	20.5%	20.2%	14.6%	10.2%	30.5%	20.7%	13.5%	4.3%	26.1%	20.7%		
不動産流動化	1,848	1,449	71	807	182	3,445	336	38	3,418	1,383		
前年同期比	113.8%	257.9%	-83.8%	-50.3%	-90.1%	137.8%	375.4%	-95.3%	1775.3%	-59.9%		
構成比	78.1%	66.3%	9.2%	51.4%	4.4%	97.1%	29.3%	8.4%	89.3%	57.3%		
利益率	25.6%	22.1%	6.4%	7.3%	7.7%	26.4%	7.4%	0.7%	31.2%	19.7%		
不動産開発	409	184	44	-103	3,580	79	43	-29	-173	-46		
前年同期比	20.9%	nm	-66.5%	nm	775.1%	-56.9%	-2.5%	nm	nm	nm		
構成比	17.3%	8.4%	5.8%	-6.6%	86.7%	2.2%	3.8%	-6.3%	-4.5%	-1.9%		
利益率	17.6%	10.0%	3.0%	-10.6%	41.0%	5.8%	3.9%	-1.5%	-17.9%	-3.9%		
不動産賃貸	366	475	562	394	462	541	739	648	661	642		
前年同期比	-22.4%	-30.1%	-17.5%	-32.3%	26.3%	13.9%	31.4%	64.5%	43.1%	18.7%		
構成比	15.5%	21.8%	72.9%	25.1%	11.2%	15.3%	64.3%	141.9%	17.3%	26.6%		
利益率	42.2%	47.6%	49.4%	32.6%	41.9%	41.1%	52.5%	44.5%	44.9%	42.3%		
不動産ファンド・コンサルティング	51	286	337	790	210	220	312	209	160	755		
前年同期比	-56.5%	nm	1226.3%	1826.5%	312.5%	-23.0%	-7.6%	-73.5%	-24.0%	242.8%		
構成比	2.2%	13.1%	43.8%	50.3%	5.1%	6.2%	27.2%	45.8%	4.2%	31.3%		
利益率	19.7%	55.8%	55.9%	74.3%	37.3%	42.8%	49.2%	35.4%	34.1%	64.4%		
不動産管理	26	63	14	45	28	42	28	43	76	59		
前年同期比	-73.1%	26.8%	-66.9%	11.6%	7.3%	-32.5%	107.4%	-3.8%	170.6%	39.0%		
構成比	1.1%	2.9%	1.8%	2.8%	0.7%	1.2%	2.4%	9.4%	2.0%	2.4%		
利益率	3.7%	8.4%	1.7%	5.3%	4.4%	5.3%	3.8%	5.6%	9.2%	7.3%		
その他	30	22	103	23	-1	-23	2	4	1	0		
前年同期比	-29.7%	-70.2%	-2.0%	nm	nm	nm	-98.4%	-81.6%	nm	nm		
構成比	1.3%	1.0%	13.4%	1.5%	0.0%	-0.6%	0.1%	0.9%	0.0%	0.0%		
利益率	17.6%	13.0%	57.3%	13.2%	-0.9%	-34.5%	2.4%	6.1%	nm	nm		
調整額	-364	-294	-360	-386	-334	-758	-311	-457	-313	-380		
構成比	-15.4%	-13.5%	-46.7%	-24.6%	-8.1%	-21.4%	-27.1%	-100.2%	-8.2%	-15.7%		
税引前利益	2,191	1,980	572	1,297	3,915	3,326	963	247	3,659	2,199		
前年同期比	53.5%	194.2%	-35.0%	-22.9%	78.7%	68.0%	68.3%	-81.0%	-6.5%	-33.9%		
利益率	19.0%	18.3%	10.8%	8.4%	28.9%	19.4%	11.4%	2.3%	24.9%	18.8%		
当期純利益	1,391	1,263	395	1,087	2,611	2,133	635	168	2,501	1,431		
前年同期比	59.4%	203.8%	-27.4%	4.3%	87.8%	68.8%	60.7%	-84.5%	-4.2%	-32.9%		
利益率	12.1%	11.7%	7.5%	7.1%	19.3%	12.5%	7.5%	1.6%	17.0%	12.3%		

出所：同社データを基にSR社作成

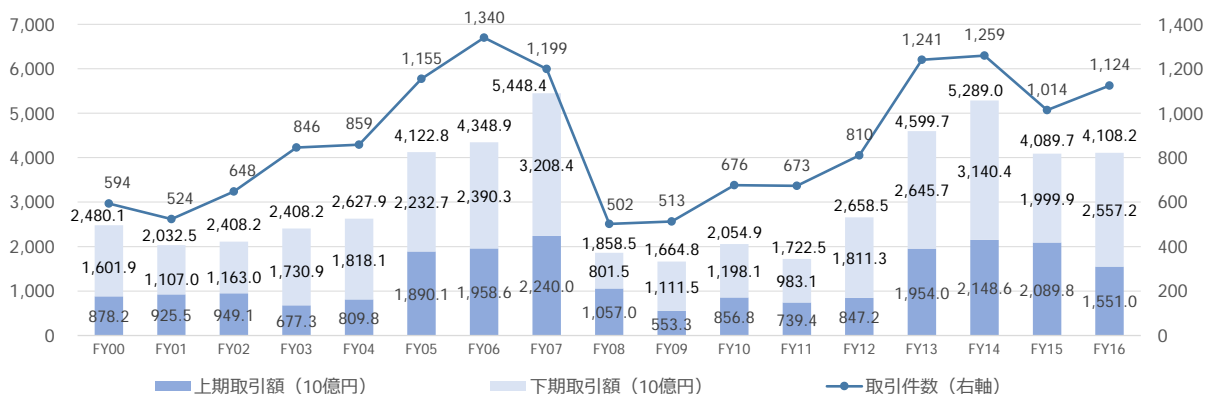
注：百万円未満を四捨五入（会社発表値は百万円未満切り捨て）

不動産事業の環境

全般

同社グループが属する不動産業界では、良好な資金調達環境を背景にJ-REITや私募ファンドにより活発な取引が行われた。また、減少傾向にあった海外投資家による取引も回復が見られ、2017年1月～3月の商業用不動産の取引額は1.2兆円と前年同期比で15%増加した（注：2016年度合計4.1兆円；下図）。但し、物件価格上昇による投資利回り低下が続き、取引の一部では過熱感も見られているが、投資家の物件取得意欲は高い状況が続いている。

上場企業等の不動産取引（単位：10億円、件）

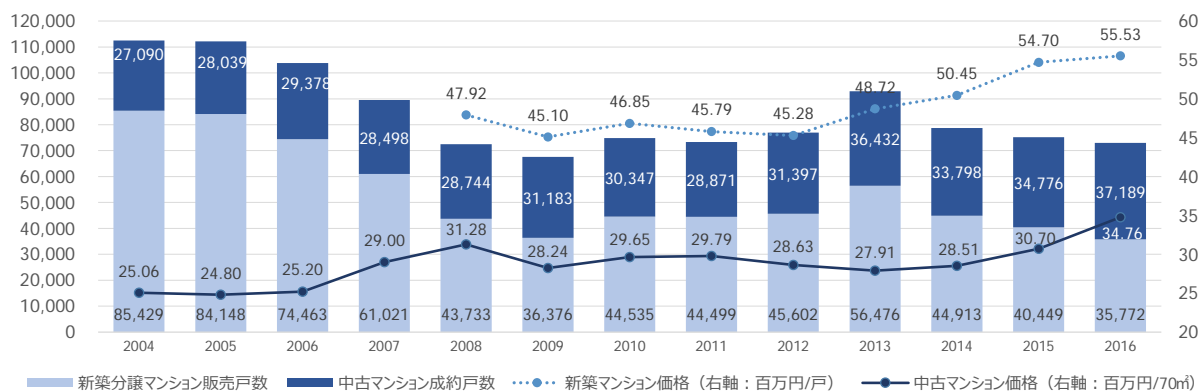


出所：都市未来総合研究所のデータを基にSR社作成

首都圏分譲マンション

首都圏分譲マンション市場では、2016年度（2016年4月～2017年3月）の販売戸数は36,450戸と前年比4.4%減少した（注：2016年暦年では35,772戸<前年比11.6%減>と7年振りに4万戸を下回った；下図）。建築費の高騰から平均販売価格は5,541万円（2016年暦年では同5,553万円<前年比1.5%増>）と高止まりし、初月契約率は68.5%と好不調の分かれ目となる70%を下回った。また、2017年1～4月の初月契約率の平均は66.1%と、前年同期比1%ポイント低下しており、依然として70%を下回っている。

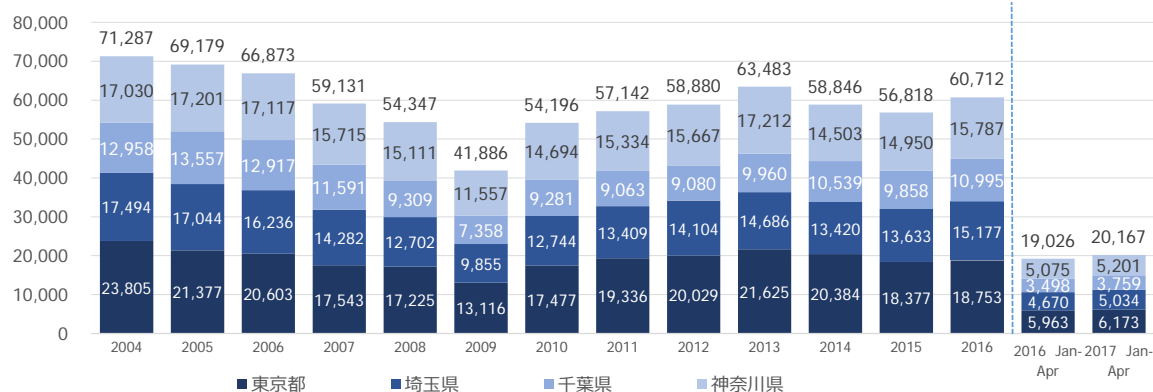
首都圏の新築マンションおよび中古マンションの販売・成約状況



出所：不動産経済研究所、東京カンテイ、東日本不動産流通機構のデータを基にSR社作成
注：新築マンション価格（年間平均）は月次データの単純平均により算出

一方、首都圏分譲戸建市場では、2016年度の住宅着工戸数は61,284戸と前年比で7.3%増加した（注：2016年暦年では60,712戸で前年比6.9%増）。首都圏分譲戸建市場における2017年1～4月の住宅着工戸数は20,167戸（前年同期比5.0%増）となり、前年同期比増加傾向が続いている。新築分譲マンションに比べ割安感のある戸建の需要は引き続き強く、低金利の住宅ローンも需要を後押ししている。

首都圏の戸建分譲着工の推移

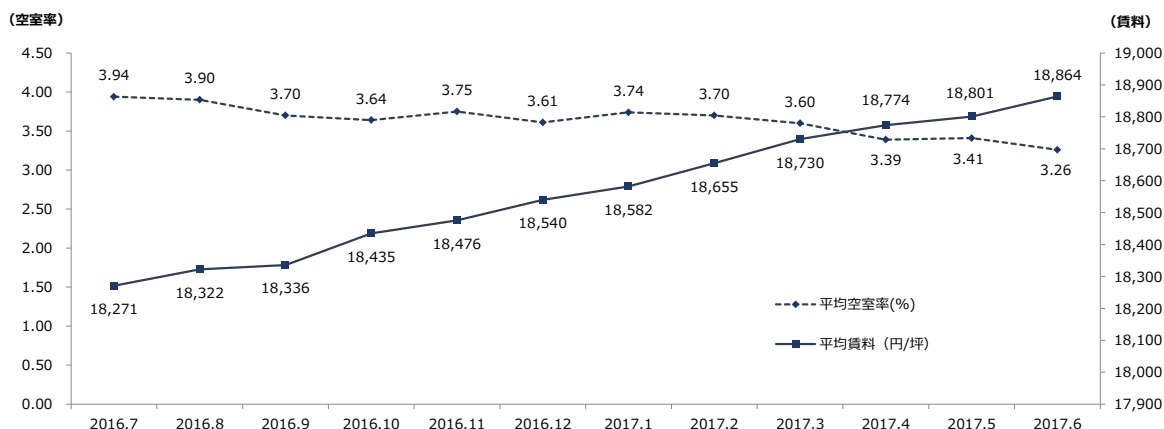


出所：国土交通省のデータを基にSR社作成

賃貸市場

賃貸市場において、オフィスビルでは、好調な企業業績を背景にオフィス拡大や移転の需要が高く、東京ビジネス5区の2017年6月の空室率は3.26%（前年同月比0.81%の低下）、同平均賃料は18,864円/坪（同3.77%の上昇）となった（出所：三鬼商事「東京（都心5区）の最新オフィスビル市況」）。2018年以降の大規模オフィスの大量供給を控え、平均賃料の上昇は緩やかな推移となっている。一方、マンションでは、東京23区における2017年4月のファミリータイプ平均賃料は10,979円/坪（前年同月比0.4%の上昇）と微増に留まった。

東京ビジネス地区ビル*の平均空室率と平均賃料の推移

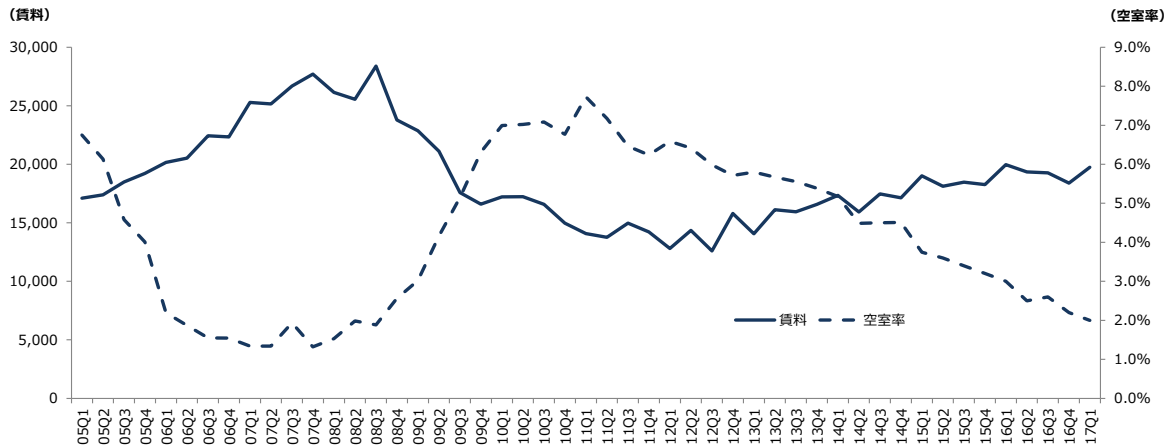


出所：三鬼商事のデータを基にSR社作成

*東京ビジネス地区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区の5区）内にある基準階面積が100坪以上の主要賃貸事務所ビル

また、更に規模の大きいオフィスについては、三幸エステートとニッセイ基礎研究所が共同で発表している「オフィスレント・インデックス」によれば、2017年第1四半期（1～3月）の東京都心Bクラス**の成約賃料インデックスは19,742円/坪と2016年第4四半期比（10～12月）7.4%の上昇、前年同期比1.1%の低下となった。2012年第3四半期（7～9月）を底にゆるやかなペースでの上昇が続いている。東京都心Bクラスビルの空室率は一段と低下が進み、2008年第3四半期以来の低水準となる2.0%を記録した。

東京都心部Bクラス*ビル 賃料・空室率



	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
賃料	17,346	15,926	17,461	17,132	19,006	18,129	18,471	18,261	19,971	19,343	19,273	18,385	19,742
空室率	5.2%	4.5%	4.5%	4.5%	3.7%	3.6%	3.4%	3.2%	3.0%	2.5%	2.6%	2.2%	2.0%

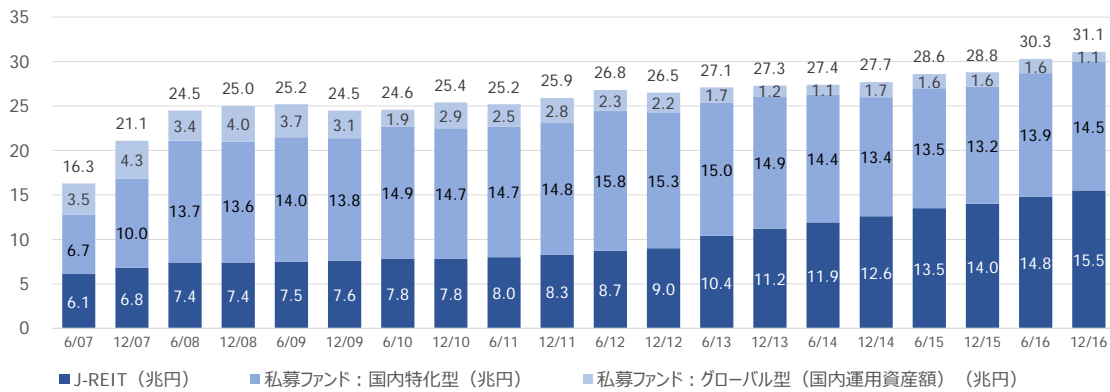
出所：三幸エステート・ニッセイ基礎研究所
 注：賃料は共益費を除く、成約賃料ベース。単位は円/坪。

**Bクラスビル：基準階賃室面積200坪以上でAクラスに該当しないビル（築年数経過でAクラスの対象外となったビルを含む）（参考）Aクラスビル：延床面積10,000坪以上、基準階賃室面積300坪以上、築年数15年以内

不動産証券化市場

2016年12月末時点の不動産ファンド市場規模は31.1兆円と前年同月比で2.3兆円の増加となった。内訳は、J-REITの運用資産額は15.5兆円と前年同月比で1.5兆円の増加となった。また主要な私募ファンドの運用資産額は15.6兆円と前年同月比0.8兆円の増加となった。（出所：三井住友トラスト基礎研究所「私募ファンドに関する実態調査」）

不動産ファンド市場規模



出所：三井住友トラスト基礎研究所のデータを基にSR社作成

2017年11月期会社予想

2017年11月期の期初に発表された2017年11月期同社予想に変更なし。具体的には、以下の通り。

- ▶ 売上高：69,268百万円（前期比+39.0%）
- ▶ 営業利益：10,008百万円（同+7.8%）
- ▶ 税引前利益：9,001百万円（同+6.5%）

▶ 親会社の所有者に帰属する当期純利益：5,926百万円（同+6.8%）

2017年11月下半期について、まず、不動産流動化事業においては、スポンサー契約に基づくトーセイ・リート向け物件供給約10,000百万円（REITへのブリッジ案件）を同社予想に織り込んでいる。また、足元の不動産投資市場は依然として活発で、投資家・企業の不動産取得ニーズは引き続き高い状況が続くとの見方をしており、一般向け販売として、バリューアップが完了済みの中・大型物件の販売を推進すると共に、仕入も強化していく。そして、不動産開発事業においては、上半期に計画を下回った戸建販売のキャッチアップを図るほか、来期以降に向けて1棟開発（取得済み8プロジェクト：マンション3棟、商業施設3棟、ホテル2棟）を推進する。同社が安定収益事業として位置づける不動産ファンド・コンサルティング事業、不動産賃貸事業、不動産管理事業においては、引き続き、受託残高増および賃貸稼働向上に注力するとしている。

掲載企業の[詳細レポート](#)もご覧ください。

株式会社シェアードリサーチについて

株式会社シェアードリサーチは今までにない画期的な形で日本企業の基本データや分析レポートのプラットフォーム提供を目指しています。さらに、徹底した分析のもとに顧客企業のレポートを掲載し随時更新しています。

ディスクレーム

本レポートは、情報提供のみを目的としております。投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものでもありません。SR Inc.は、本レポートに記載されたデータの信憑性や解釈については、明示された場合と黙示の場合の両方につき、一切の保証を行わないものとします。SR Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。

本レポートの著作権、ならびに本レポートとその他Shared Researchレポートの派生品の作成および利用についての権利は、SR Inc.に帰属します。本レポートは、個人目的の使用においては複製および修正が許されていますが、配布・転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。

株式会社シェアードリサーチの役員および従業員、ならびにその関連会社および関係者は、本調査レポートで対象とされている企業の発行する有価証券に関して取引を行っており、または将来行う可能性があります。

金融商品取引法に基づく表示

本レポートの対象となる企業への投資または同企業が発行する有価証券への投資についての判断につながる意見が本レポートに含まれている場合、その意見は、同企業からSR Inc.への対価の支払と引き換えに盛り込まれたものであるか、同企業とSR Inc.の間に存在する当該対価の受け取りについての約束に基づいたものです。

連絡先

株式会社シェアードリサーチ / Shared Research Inc.

東京都文京区千駄木3-31-12

<http://www.sharedresearch.jp>

TEL : (03)5834-8787 / Email: info@sharedresearch.jp