

## 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。



2019年7月29日、トーセイの2019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](#))

## 2019年11月期第2四半期累計（上半期）実績

### 概要

2019年11月期第2四半期累計（上半期）の連結実績 [IFRS] は、売上高34,453百万円（前年同期比5.9%増）、営業利益7,965百万円（同15.6%増）、税引前利益7,635百万円（同17.2%増）、親会社の所有者に帰属する四半期利益5,240百万円（同17.7%増）となった。通期計画に対する進捗状況については、同社の売上高予想71,510百万円に対して上半期の進捗は48.2%、営業利益予想12,052百万円に対して66.1%、親会社の所有者に帰属する当期利益予想7,708百万円に対して68.0%であった（前期実績に対する前年同期の進捗率は、売上高52.8%、営業利益63.3%、当期利益65.0%）。2019年11月期会社計画は変更なし。

当第1四半期（2018年12月1日～2019年2月28日）において営業利益が前年同期比28.0%減となるも、当第2四半期（2019年3月1日～同年5月31日）においては同90.1%増となり、当上半期（2018年12月1日～2019年5月31日）は同15.6%増益を達成した。当第2四半期に、不動産流動化事業において、大型収益ビル（区分所有）を高い利益率で販売したことが牽引（不動産流動化事業の売上総利益率：当第1四半期27.1%⇒当第2四半期37.6%）。当上半期までに2019年11月期営業利益予想の66.1%を達成した。

セグメント別の2019年11月期営業利益会社予想に対する上半期実績の進捗率は、売買（不動産流動化事業および不動産開発事業）が約70%、売買以外（不動産賃貸事業、ファンド・コンサルティング事業、不動産管理事業、ホテル事業）が約46%。売買以外の進捗が遅れているというよりも、売買の進捗率が高いという見方がフェアであろう。

不動産流動化事業および不動産開発事業の2019年11月期仕入計画80,000百万円（売上想定換算ベース）に対して、当上半期の仕入実績は引渡しベースで36,129百万円（前年同期比3.0%増）と、仕入も堅調に推移。1棟オフィスビル、1棟マンション、ホテル、物流施設、戸建・土地などに分散（計29件：後段で詳述）。2019年11月期は開発事業のホテルや物流施設などが増加している。流動化の大型案件は価格上昇などを背景に取得が難しくなってきた面があるとのこと。同社では、自ら大型アセットを作り出すという戦略に基づき、開発用地の仕入を強化している。契約ベースでは46,368百万円（同13.4%減）となり、2019年11月期仕入計画の6割弱を達成している。

当第2四半期末の棚卸資産残高（簿価）は67,206百万円（前期末比4,749百万円増）。同社の試算による売上高想定ベースでは118,127百万円となり、不動産流動化および不動産開発事業合計の約2年分の売上高に相当する棚卸資産を保有していることになる。

### 売上高の分析

2019年11月期上半期の売上高は前年同期比5.9%増収の34,453百万円となった。通期計画における進捗率は48.2%。同社によれば、当第2四半期に想定していた大型物件の1つが当第3四半期以降に期ズレしたとのこと。但し、利益面では上半期において、既に高い進捗率を達成している（前述。後段も参照）。例年、下半期にトーセイ・リート向け物件供給約10,000百万円（REITへのブリッジ案件）を含んでいるため、上半期の進捗率は50%未満となるのが通常。

セグメント別では、不動産流動化事業が前年同期比2.9%減収の17,075百万円、不動産開発事業が同18.7%増収の10,227百万円、不動産賃貸事業が同4.9%増収の2,934百万円、不動産ファンド・コンサルティング事業が同1.2%減の1,309百万円、不動産管理事業が同19.5%増の2,317百万円、ホテルが同125.1%増収の590百万円となった。

### 利益の分析

2019年11月期上半期の営業利益は前年同期比15.6%増の7,965百万円となった。セグメント別では、不動産流動化事業が前年同期比18.9%増益の5,027百万円、不動産開発事業が営業利益1,541百万円（同9.5%増）、不動産賃貸事業が同1.5%減益の1,182百万円、不動産ファンド・コンサルティング事業が同2.5%減益の690百万円、不動産管理事業が同41.4%増益の289百万円、ホテル事業が同32.0%増益の132百万円となった。

2019年11月期営業利益会社予想12,052百万円に対して上半期実績の進捗率は66.1%（前期実績に対する前年同期の進捗率は63.3%）。期初において今期に売却を計画していた案件の全てを今期中に売却しなくても、今期会社計画の利益が確保できる模様。中期目標の達成に向けて、利益面で好調な推移となっている。

### セグメント別

#### 不動産流動化事業：売上高17,076百万円（前年同期比2.9%減）、営業利益5,027百万円（同18.9%増）

28棟のバリューアップ物件の販売（前年同期比4棟増）と、5戸のRestyling物件の販売を行った。具体的には、バリューアップ物件では、「せいせきC館ビル」（東京都多摩市）、「両国トーセイビルI・II」（東京都墨田区）、「T's garden大島」（東京都江東区）などを販売した。多摩市の案件は、同社が大規模バリューアップを実施し、全空室の状態からリーシングにより満室稼動にした大型収益ビル（区分所有）の案件であり、高い利益率での販売となった（後述の売上総利益率上昇を牽引）。また、Restyling物件では、「ヒルトップ横濱根岸」（神奈川県横浜市）などの販売を行った。

2019年11月期上半期の同事業売上総利益率は33.5%（前年同期比4.7%ポイント上昇）となった。全室空室の状態で作られた物件をリーシングにより満室稼動とした物件の販売や前期末に評価減を行ったレジデンス物件も想定以上の価格で販売できたことなど、高い利益率で売却できたとしている。

仕入に関しては、バリューアップ販売物件として、収益オフィスビル、賃貸マンション合わせて18棟（前年同期32棟）、土地2件（同7件）を取得した。

2019年11月期会社計画に対する上半期実績の進捗率は、売上高40.9%、営業利益64.0%。

**不動産開発事業：売上高10,227百万円（前年同期比18.7%増）、営業利益1,541百万円（同9.5%増）**

当上半期においては、需要が堅調な新築分譲マンションや戸建住宅の販売に注力した。新築分譲マンションでは、「THEパームス調布マノアガーデン」（東京都調布市）などにおいて、138戸を販売した。戸建住宅では、「THEパームスコート船橋法典」（千葉県船橋市）、「THEパームスコート鎌倉城廻」（神奈川県鎌倉市）などにおいて、37戸を販売した。その他、商業施設「T's BRIGHTIA千葉中央」1件、新築1棟賃貸マンション「THEパームス横浜平沼橋」1件、土地6件を販売した。

当上半期の売上総利益率は23.5%となり、前年同期比2.5%ポイント低下した。前上半期は、新築分譲マンション「THEパームス祐天寺マスタープレイス」の売上総利益29.2%が全体を牽引した。一方、「THEパームス調布マノアガーデン」の利益率はそこまでは高くない。販売は好調に推移し、利益面でも計画通りの進捗であったとのこと。「THEパームス横浜平沼橋」については、入居者を埋めてから来期に売却する計画であったが、完成時点で一棟買いの話が浮上して売却したとのこと。戸建の販売はやや苦戦しているとのこと。下半期に「THEパームス調布マノアガーデン」の残りと、戸建の販売に注力する。

仕入に関しては、ホテル開発用地3件、物流施設開発用地1件、商業施設開発用地1件、56戸分の戸建住宅開発用地を取得した。多彩な仕入を進めている。

2019年11月期会社計画に対する上半期実績の進捗率は、売上高68.1%、営業利益103.8%。利益ベースで既に計画を達成しているが、期初に想定していなかった新築1棟賃貸マンション「THEパームス横浜平沼橋」1件の販売（前述）が背景。尚、同社は2019年11月期会社予想を変更していないが、当セグメントにおいて下半期に赤字案件を想定しているわけではない。

**不動産賃貸事業：売上高2,934百万円（前年同期比4.9%増）、営業利益1,182百万円（同1.5%減）**

保有する賃貸用棚卸資産21棟を売却した（前年同期は17棟の売却）一方、新たに収益オフィスビル、賃貸マンションなど10棟を取得した（前年同期は24棟の取得）。物件取得後の空室のリーシングに努めたことに加え、保有する固定資産および棚卸資産のリーシング活動にも注力した。

2019年11月期第2四半期末では合計で前期（2018年11月期）末比9物件減少の76物件を保有している。内訳は、オフィス、商業施設37物件（前期末41物件）、マンション38物件（同42物件）、その他1物件（同2物件）。尚、前期末から、新規取得10物件、賃貸開始3物件、売却-21物件、賃貸終了-1件により、計9物件の減少となった。

固定資産からの賃貸収入が前年同期比12.6%減となり、売上構成比では全体の41.9%となった（前年同期は50.3%）。同社は固定資産からの収入を積み上げたいと考えているが、当上半期においては固定資産からの収入が減少した。これは大型ビルのテナントが予定通り前期末で全て退去した影響によるもの。当該事象は取得時点に分かっていたこと。即ち、全テナントが退去する予定の大型ビルを同社が取得し、予定通り退去が進み空ビルとなったが、それまでの数か月分の家賃が前期には計上されていた。現在は新規の賃貸に向けて改装工事中。

仕入・売却による物件の入れ換えがある中、取得物件の稼働率向上に努め、安定的に収益を確保している。2019年11月期上半期売上総利益率は43.3%（前年同期比2.6%ポイントの低下）。

2019年11月期会社計画に対する上半期実績の進捗率は、売上高45.7%（セグメント間売上高を含むベース；文中の売上高は外部売上高）、営業利益40.3%。

**不動産ファンド・コンサルティング事業：売上高1,309百万円（前年同期比1.2%減）、営業利益690百万円（同2.5%減）**

2019年11月期第2四半期末のアセットマネジメント受託資産（AUM）残高は650,619百万円と、2018年11月期末比12,740百万円減少した。ファンドの物件売却などにより41,582百万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（AM）業務を受託したことなどにより28,842百万円残高が増加した。その結果、安定収益源であるAMフィー収入は前年同期比7.1%増の810百万円となった。

CREにおいてコンサルティング案件が当第1四半期にエグジットを迎え、CREが13,393百万円の減少となった。エグジットに際して、売却サポートによるインセンティブフィーを獲得した。また、私募ファンドは、物件売却28,188百万円があった一方で、新規組成ファンドにおける物件取得27,822百万円があった。トーセイ・リートに1件を売却し、トーセイ・リートのAUMが1,020百万円増加した。

売上総利益率は94.9%となり、前年同期比0.5%ポイント上昇した。営業利益率は52.7%（分母となる売上高は外部売上高ベース）となり、同0.7%ポイント下落した。

2019年11月期会社計画に対する上半期実績の進捗率は、売上高45.7%（セグメント間売上高を含むベース；文中の売上高は外部売上高）、営業利益46.9%。

**不動産管理事業：売上高2,317百万円（前年同期比19.5%増）、営業利益289百万円（同41.4%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。2019年11月期第2四半期末の受託管理棟数は632棟と、2018年11月期末比で10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399棟（2018年11月期末比で9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233棟（同1棟増加）であった。前年同期比では受託管理棟数が35棟減少したものの、手数料の値上げ交渉やコスト見直しなどにより、売上高、利益率ともに前年同期二桁増を達成。工事受注も順調に推移し、スポット工事収入なども増加した。売上総利益率は前年同期比0.2%ポイント低下し、30.7%となった。

2019年11月期会社計画に対する上半期実績の進捗率は、売上高51.3%（セグメント間売上高を含むベース；文中の売上高は外部売上高）、営業利益80.5%。

**ホテル事業：売上高590百万円（前年同期比125.1%増）、営業利益132百万円（同32.0%増）**

2017年12月開業の「トーセイホテルココネ神田」の平均客室単価及び稼働率の向上に努めたことに加え、2018年12月に新たに開業した「トーセイホテルココネ上野」（同社第2号の自社運営ホテル）が売上に貢献した。稼働率は年平均90%台前半を維持し、売上高も当初想定をやや上振れて推移しているとのこと。

売上総利益率は86.8%（前年同期比7.2%ポイント上昇）となった。2019年2月末に、同社保有物件「トーセイ・ホテル&セミナー幕張」の運営事業を他社より譲受した（「トピックス」で詳述）。

2019年11月期会社計画に対する上半期実績の進捗率は、売上高54.9%（セグメント間売上高を含むベース；文中の売上高は外部売上高）、営業利益69.3%。

四半期 (累計) 業績動向

四半期累計 (百万円)	FY11/17				FY11/18				FY11/19				FY11/19	
	1Q IFRS	1~2Q IFRS	1~3Q IFRS	1~4Q IFRS	1Q IFRS	1~2Q IFRS	1~3Q IFRS	1~4Q IFRS	1Q IFRS	1~2Q IFRS	1~3Q IFRS	1~4Q IFRS	(進捗率)	通期会予
売上高	14,677	26,360	41,978	57,754	18,310	32,521	45,308	61,543	17,059	34,453			48.2%	71,510
前年同期比	8.5%	-14.0%	7.3%	15.9%	24.7%	23.4%	7.9%	6.6%	-6.8%	5.9%				16.2%
不動産流動化	10,939	17,949	29,287	40,268	14,425	17,585	24,312	34,794	6,624	17,076				
前年同期比	363.4%	16.4%	46.8%	56.0%	31.9%	-2.0%	-17.0%	-13.6%	-54.1%	-2.9%				
構成比	74.5%	68.1%	69.8%	69.7%	78.8%	54.1%	53.7%	56.5%	38.8%	49.6%				
不動産開発	969	2,145	3,499	5,197	766	8,614	11,339	13,262	7,046	10,227				
前年同期比	-88.9%	-78.8%	-68.8%	-60.4%	-20.9%	301.7%	224.1%	155.2%	819.5%	18.7%				
構成比	6.6%	8.1%	8.3%	9.0%	4.2%	26.5%	25.0%	21.5%	41.3%	29.7%				
不動産賃貸	1,472	2,988	4,601	6,195	1,351	2,797	4,489	5,979	1,470	2,934				
前年同期比	33.7%	23.6%	20.3%	17.3%	-8.2%	-6.4%	-2.4%	-3.5%	8.8%	4.9%				
構成比	10.0%	11.3%	11.0%	10.7%	7.4%	8.6%	9.9%	9.7%	8.6%	8.5%				
不動産ファンド・コンサルティング	469	1,641	2,130	2,763	674	1,325	1,893	2,982	603	1,309				
前年同期比	-16.7%	52.3%	24.5%	20.0%	43.7%	-19.3%	-11.1%	7.9%	-10.5%	-1.2%				
構成比	3.2%	6.2%	5.1%	4.8%	3.7%	4.1%	4.2%	4.8%	3.5%	3.8%				
不動産管理	828	1,637	2,462	3,331	975	1,938	3,016	4,015	1,064	2,317				
前年同期比	29.0%	13.9%	13.2%	13.1%	17.7%	18.4%	22.5%	20.6%	9.1%	19.5%				
構成比	5.6%	6.2%	5.9%	5.8%	5.3%	6.0%	6.7%	6.5%	6.2%	6.7%				
ホテル	na	na	na	na	118	262	na	na	253	590				
前年同期比	-	-	-	-	-	-	-	-	113.3%	125.1%				
構成比	-	-	-	-	0.6%	0.8%	-	-	1.5%	1.7%				
その他	na	na	na	na	73	166	259	357	-	-				
前年同期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-				
構成比	-	-	-	-	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	-	-				
売上原価	9,188	16,859	27,884	40,938	12,119	21,749	29,312	42,820	11,914	22,488				
前年同期比	25.1%	-10.8%	11.9%	22.3%	31.9%	29.0%	5.1%	4.6%	-1.7%	3.4%				
原価率	62.6%	64.0%	66.4%	70.9%	66.2%	66.9%	64.7%	69.6%	69.8%	65.3%				
売上総利益	5,489	9,502	14,094	16,817	6,191	10,772	15,996	18,723	5,145	11,965				
前年同期比	-11.2%	-19.1%	-0.9%	2.9%	12.8%	13.4%	13.5%	11.3%	-16.9%	11.1%				
利益率	37.4%	36.0%	33.6%	29.1%	33.8%	33.1%	35.3%	30.4%	30.2%	34.7%				
販管費等	1,661	3,260	5,013	6,983	1,849	3,885	5,638	7,847	2,020	4,000				
前年同期比	-19.1%	-20.0%	-7.1%	-1.2%	11.3%	19.2%	12.5%	12.4%	9.2%	3.0%				
売上高販管費率	11.3%	12.4%	11.9%	12.1%	10.1%	11.9%	12.4%	12.8%	11.8%	11.6%				
営業利益	3,828	6,242	9,081	9,834	4,341	6,887	10,358	10,876	3,125	7,965			66.1%	12,052
前年同期比	-7.3%	-18.7%	2.9%	6.0%	13.4%	10.3%	14.1%	10.6%	-28.0%	15.6%				10.8%
利益率	26.1%	23.7%	21.6%	17.0%	23.7%	21.2%	22.9%	17.7%	18.3%	23.1%				
不動産流動化	3,418	4,800	7,310	7,845	3,794	4,228	6,890	6,771	1,424	5,027				
前年同期比	1775.3%	32.3%	84.4%	96.1%	11.0%	-11.9%	-5.7%	-13.7%	-62.5%	18.9%				
構成比	89.3%	76.9%	80.5%	79.8%	87.4%	61.4%	66.5%	62.3%	45.6%	63.1%				
利益率	31.2%	26.7%	25.0%	19.5%	26.3%	24.0%	28.3%	19.5%	21.5%	29.4%				
不動産開発	-173	-219	-311	-409	-145	1,408	1,504	1,487	1,046	1,541				
前年同期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-				
構成比	-4.5%	-3.5%	-3.4%	-4.2%	-3.3%	20.4%	14.5%	13.7%	33.5%	19.4%				
利益率	-17.9%	-10.2%	-8.9%	-7.9%	-19.0%	16.3%	13.3%	11.2%	14.8%	15.1%				
不動産賃貸	661	1,303	1,935	2,582	594	1,200	1,927	2,535	606	1,182				
前年同期比	43.1%	29.9%	11.1%	8.0%	-10.1%	-7.9%	-0.4%	-1.8%	2.1%	-1.5%				
構成比	17.3%	20.9%	21.3%	26.3%	13.7%	17.4%	18.6%	23.3%	19.4%	14.8%				
利益率	44.9%	43.6%	42.1%	41.7%	44.0%	42.9%	42.9%	42.4%	41.2%	40.3%				
不動産ファンド・コンサルティング	160	915	1,071	1,274	378	708	920	1,616	297	690				
前年同期比	-24.0%	112.6%	44.3%	33.9%	136.5%	-22.7%	-14.0%	26.9%	-21.3%	-2.5%				
構成比	4.2%	14.7%	11.8%	13.0%	8.7%	10.3%	8.9%	14.9%	9.5%	8.7%				
利益率	34.1%	55.7%	50.3%	46.1%	56.0%	53.4%	48.6%	54.2%	49.3%	52.7%				
不動産管理	76	135	213	278	108	204	397	454	120	289				
前年同期比	170.6%	91.4%	116.4%	96.9%	43.0%	51.9%	86.7%	63.1%	10.8%	41.4%				
構成比	2.0%	2.2%	2.3%	2.8%	2.5%	3.0%	3.8%	4.2%	3.8%	3.6%				
利益率	9.2%	8.2%	8.6%	8.4%	11.1%	10.5%	13.2%	11.3%	11.3%	12.5%				
ホテル	na	na	na	na	43	100	na	na	49	132				
前年同期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-				
構成比	-	-	-	-	1.0%	1.5%	-	-	1.6%	1.7%				
利益率	-	-	-	-	-	-	-	-	19.4%	22.4%				
その他	1	1	0	-75	6	53	73	-45	-	-				
前年同期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-				
構成比	0.0%	0.0%	0.0%	-0.8%	0.1%	0.8%	0.7%	-0.4%	-	-				
利益率	-	-	-	-	918.1%	32.1%	28.0%	-12.7%	-	-				
調整額	-313	-693	-1,137	-1,661	-430	-961	-1,353	-1,942	-430	-897				
前年同期比	-8.2%	-11.1%	-12.5%	-16.9%	-9.9%	-13.9%	-13.1%	-17.9%	-13.8%	-11.3%				
構成比	-8.2%	-11.1%	-12.5%	-16.9%	-9.9%	-13.9%	-13.1%	-17.9%	-13.8%	-11.3%				
税引前利益	3,659	5,857	8,522	9,049	4,150	6,512	9,843	10,171	2,987	7,635			68.0%	11,230
前年同期比	-6.5%	-19.1%	3.9%	7.1%	13.4%	11.2%	15.5%	12.4%	-28.0%	17.2%				10.4%
利益率	24.9%	22.2%	20.3%	15.7%	22.7%	20.0%	21.7%	16.5%	17.5%	22.2%				
親会社の所有者に帰属する当期利益	2,501	3,932	5,755	6,155	2,848	4,452	6,645	6,852	2,036	5,240			68.0%	7,708
前年同期比	-4.2%	-17.1%	7.0%	11.0%	13.9%	13.2%	15.5%	11.3%	-28.5%	17.7%				12.5%
利益率	17.0%	14.9%	13.7%	10.7%	15.6%	13.7%	14.7%	11.1%	11.9%	15.2%				

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)	FY11/17				FY11/18				FY11/19			
	1Q IFRS	2Q	3Q	4Q IFRS	1Q IFRS	2Q	3Q	4Q IFRS	1Q IFRS	2Q	3Q	4Q IFRS
売上高	14,677	11,683	15,618	15,776	18,310	14,211	12,788	16,235	17,059	17,393		
前年同期比	8.5%	-31.8%	84.1%	47.7%	24.7%	21.6%	-18.1%	2.9%	-6.8%	22.4%		
不動産流動化	10,939	7,009	11,338	10,981	14,425	3,160	6,727	10,481	6,624	10,452		
前年同期比	363.4%	-46.3%	150.7%	87.3%	31.9%	-54.9%	-40.7%	-4.6%	-54.1%	230.8%		
構成比	74.5%	60.0%	72.6%	69.6%	78.8%	22.2%	52.6%	64.6%	38.8%	60.1%		
不動産開発	969	1,175	1,354	1,698	766	7,847	2,726	1,922	7,046	3,181		
前年同期比	-88.9%	-14.4%	21.6%	-11.9%	-20.9%	567.6%	101.3%	13.2%	819.5%	-59.5%		
構成比	6.6%	10.1%	8.7%	10.8%	4.2%	55.2%	21.3%	11.8%	41.3%	18.3%		
不動産賃貸	1,472	1,517	1,612	1,594	1,351	1,446	1,692	1,490	1,470	1,464		
前年同期比	33.7%	15.2%	14.5%	9.4%	-8.2%	-4.7%	4.9%	-6.5%	8.8%	1.2%		
構成比	10.0%	13.0%	10.3%	10.1%	7.4%	10.2%	13.2%	9.2%	8.6%	8.4%		
不動産ファンド・コンサルティング	469	1,172	488	633	674	651	568	1,089	603	706		
前年同期比	-16.7%	127.9%	-22.9%	7.1%	43.7%	-44.5%	16.4%	71.9%	-10.5%	8.5%		
構成比	3.2%	10.0%	3.1%	4.0%	3.7%	4.6%	4.4%	6.7%	3.5%	4.1%		
不動産管理	828	808	825	868	975	963	1,078	1,000	1,064	1,253		
前年同期比	29.0%	1.7%	11.9%	12.8%	17.7%	19.2%	30.6%	15.1%	9.1%	30.1%		
構成比	5.6%	6.9%	5.3%	5.5%	5.3%	6.8%	8.4%	6.2%	6.2%	7.2%		
ホテル	na	na	na	na	118	144	na	na	253	337		
前年同期比	-	-	-	-	-	-	-	-	113.3%	134.8%		
構成比	-	-	-	-	0.6%	1.0%	-	-	1.5%	1.9%		
その他	na	na	na	na	73	93	93	98	-	-		
前年同期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
構成比	-	-	-	-	0.4%	0.7%	0.7%	0.6%	-	-		
売上原価	9,188	7,671	11,026	13,054	12,119	9,630	7,563	13,508	11,914	10,573		
前年同期比	25.1%	-33.6%	83.4%	52.7%	31.9%	25.5%	-31.4%	3.5%	-1.7%	9.8%		
原価率	62.6%	65.7%	70.6%	82.7%	66.2%	67.8%	59.1%	83.2%	69.8%	60.8%		
売上総利益	5,489	4,012	4,593	2,722	6,191	4,581	5,224	2,727	5,145	6,820		
前年同期比	-11.2%	-27.9%	85.9%	27.7%	12.8%	14.2%	13.8%	0.2%	-16.9%	48.9%		
利益率	37.4%	34.3%	29.4%	17.3%	33.8%	32.2%	40.9%	16.8%	30.2%	39.2%		
販管費	1,661	1,598	1,754	1,969	1,849	2,035	1,754	2,209	2,020	1,981		
前年同期比	-19.1%	-20.9%	32.6%	17.6%	11.3%	27.3%	0.0%	12.2%	9.2%	-2.7%		
売上高販管費率	11.3%	13.7%	11.2%	12.5%	10.1%	14.3%	13.7%	13.6%	11.8%	11.4%		
営業利益	3,828	2,414	2,839	753	4,341	2,546	3,471	518	3,125	4,839		
前年同期比	-7.3%	-32.0%	147.3%	64.9%	13.4%	5.5%	22.3%	-31.2%	-28.0%	90.1%		
利益率	26.1%	20.7%	18.2%	4.8%	23.7%	17.9%	27.1%	3.2%	18.3%	27.8%		
不動産流動化	3,418	1,383	2,509	535	3,794	434	2,662	-119	1,424	3,603		
前年同期比	1775.3%	-59.9%	647.2%	1298.8%	11.0%	-68.6%	6.1%	-122.3%	-62.5%	730.6%		
構成比	89.3%	57.3%	88.4%	71.1%	87.4%	17.0%	76.7%	-23.0%	45.6%	74.5%		
利益率	31.2%	19.7%	22.1%	4.9%	26.3%	13.7%	39.6%	-1.1%	21.5%	34.5%		
不動産開発	-173	-46	-92	-98	-145	1,554	96	-17	1,046	495		
前年同期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-68.1%		
構成比	-4.5%	-1.9%	-3.2%	-13.0%	-3.3%	61.0%	2.8%	-3.2%	33.5%	10.2%		
利益率	-17.9%	-3.9%	-6.8%	-5.8%	-19.0%	19.8%	3.5%	-0.9%	14.8%	15.6%		
不動産賃貸	661	642	632	647	594	606	727	608	606	576		
前年同期比	43.1%	18.7%	-14.4%	-0.2%	-10.1%	-5.7%	15.0%	-6.1%	2.1%	-5.0%		
構成比	17.3%	26.6%	22.3%	85.9%	13.7%	23.8%	20.9%	117.3%	19.4%	11.9%		
利益率	44.9%	42.3%	39.2%	40.6%	44.0%	41.9%	43.0%	40.8%	41.2%	39.3%		
不動産ファンド・コンサルティング	160	755	156	203	378	330	213	696	297	393		
前年同期比	-24.0%	242.8%	-50.1%	-3.1%	136.5%	-56.3%	36.8%	242.9%	-21.3%	19.1%		
構成比	4.2%	31.3%	5.5%	27.0%	8.7%	13.0%	6.1%	134.4%	9.5%	8.1%		
利益率	34.1%	64.4%	31.8%	32.0%	56.0%	50.7%	37.4%	63.9%	49.3%	55.7%		
不動産管理	76	59	78	65	108	96	193	56	120	169		
前年同期比	170.6%	39.0%	179.2%	52.3%	43.0%	63.3%	146.6%	-13.8%	10.8%	76.0%		
構成比	2.0%	2.4%	2.8%	8.7%	2.5%	3.8%	5.6%	10.9%	3.8%	3.5%		
利益率	9.2%	7.3%	9.5%	7.5%	11.1%	10.0%	17.9%	5.6%	11.3%	13.5%		
ホテル	na	na	na	na	43	57	na	na	49	83		
前年同期比	-	-	-	-	-	-	-	-	14.6%	45.0%		
構成比	-	-	-	-	1.0%	2.2%	-	-	1.6%	1.7%		
利益率	-	-	-	-	36.1%	39.8%	-	-	19.4%	24.6%		
その他	1	0	-1	-75	6	47	19	-118	-	-		
前年同期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
構成比	-	-	-	-	0.1%	1.8%	0.6%	-22.7%	-	-		
利益率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
調整額	-313	-380	-444	-525	-430	-531	-393	-589	-430	-467		
構成比	-8.2%	-15.7%	-15.6%	-69.7%	-9.9%	-20.8%	-11.3%	-113.6%	-13.8%	-9.7%		
税引前利益	3,659	2,199	2,664	528	4,150	2,362	3,331	328	2,987	4,648		
前年同期比	-6.5%	-33.9%	176.7%	113.9%	13.4%	7.4%	25.0%	-37.9%	-28.0%	96.8%		
利益率	24.9%	18.8%	17.1%	3.3%	22.7%	16.6%	26.1%	2.0%	17.5%	26.7%		
当期純利益	2,501	1,431	1,824	400	2,848	1,605	2,193	207	2,036	3,204		
前年同期比	-4.2%	-32.9%	187.2%	137.2%	13.9%	12.1%	20.2%	-48.2%	-28.5%	99.7%		
利益率	17.0%	12.3%	11.7%	2.5%	15.6%	11.3%	17.1%	1.3%	11.9%	18.4%		

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）

不動産開発事業のパイプライン

既に竣工済みの開発物件を含め、今後のパイプラインとしては、ホテル6棟、商業施設3棟、物流施設2棟、分譲マンション3棟、賃貸マンション1棟が予定されている。

トピックス

ホテル事業：セミナー研修施設ホテル「トーセイ・ホテル&セミナー」

同社は2019年2月、2017年12月に購入して、運営を委託していた「幕張セミナーハウス」の運営事業を運営会社より譲り受けた。当宿泊機能付き研修施設を「トーセイ・ホテル&セミナー」としてリニューアルし、2020年5月に

新装オープンの予定。自社ブランドにより自社運営を行う。「トーセイ・ホテル&セミナー」は、JR京葉線新習志野駅（東京駅より35分）から徒歩2分の好立地で、千葉県国際総合水泳場の隣に位置する。当施設周辺には「幕張メッセ」、電車で20分圏内には「東京ディズニーリゾート」があり、ビジネスや観光目的の宿泊需要が高いエリアでもある。

築27年と施設の老朽化が進んでいるため、客室や会議室、レストランなど内容をメインとした全面的な改修工事を行う。客室旧79室を137室（12㎡～33㎡）に増設し、各客室にバス・トイレを設置する。会議室は12室（～490㎡）。企業向け宿泊研修、大人数集合研修、団体宿泊、個人宿泊、会議・宴会・懇談会などのサービスを提供する。今後は自社ブランドホテル「トーセイホテルココネ」（和モダンコンセプトの宿泊特化型ホテル）の企画・運営で培ったノウハウを活かし、研修施設利用ニーズを取り込んでいく。

#### ホテル事業：「トーセイホテルココネ」

当上半期末現在、「トーセイホテルココネ神田」（2017年12月開業：客室数111室）と、「トーセイホテルココネ上野」（2018年12月開業：客室数126室）の2つの自社ブランドホテル「トーセイホテルココネ」を同社が運営している。「トーセイホテルココネ」は和モダンコンセプトの宿泊特化型ホテルであり、宿泊ニーズの多様化やインバウンド旅行者の拡大に対応する形で、ビジネス客に留まらない幅広い顧客層を取り込んでいる。

今後も浅草（自社運営計上予定2020年5月以降：客室数133室）、上野御徒町（同2020年7月以降：同171室）、鎌倉（同2021年以降：同63室）、千葉みなと駅前（同2021年以降：同224室）、浅草II（同2021年以降：同80室）、築地（同2021年以降：同201室）の「トーセイホテルココネ」（開業中の2つを含み、計8）を自社運営する予定である。更に、上記「トーセイ・ホテル&セミナー」と多摩市収益ホテルを含めると、計9のホテルを自社運営する計画。

#### 不動産ファンド・コンサルティング事業：総額80,000百万円超の物流施設のアセットマネジメント業務受託

同社100%子会社トーセイ・アセット・アドバイザーズ社において、ブラックストーン社（NYSE: BX）およびその関連会社が運用する不動産ファンドが投資する総額80,000百万円超の物流施設について、2019年7月12日付でアセットマネジメント業務受託契約を締結した。同100%子会社であるトーセイ・リバイバル・インベストメント社が、当該物件の一部において、プロパティマネジメント業務を受託した。

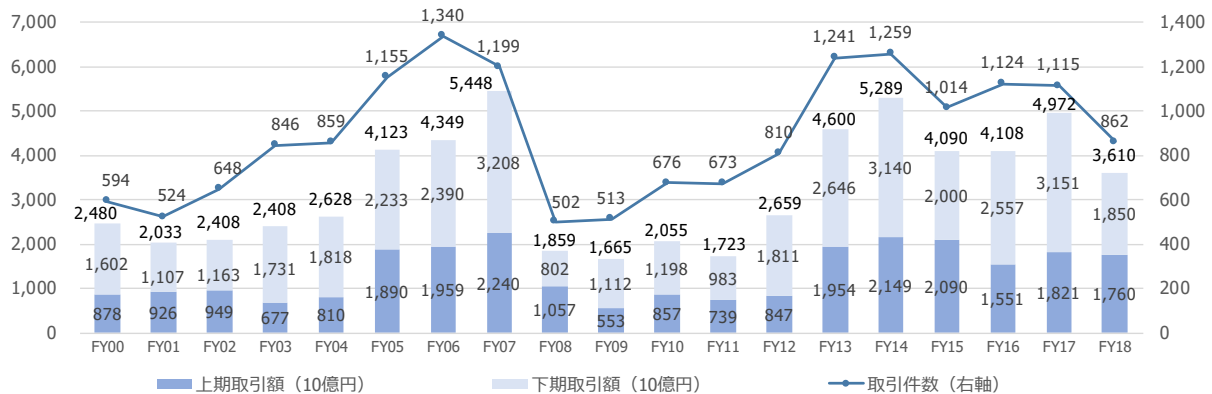
対象物件は、首都圏へのアクセスが良好な神奈川県・千葉県・栃木県など関東エリアに立地する大規模物流施設である。トーセイ・アセット・アドバイザーズ社は、2014年よりブラックストーン社から賃貸物件のAMなどを継続して受託しているが、物流施設の受託は今回が初となる。当該新規受託により、2019年7月17日時点のAUMは743,006百万円まで進捗した。

### 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、低金利と堅調な賃貸需要を背景に、投資家の投資需要は旺盛に推移したものの、大型物件の取引一巡や一般事業法人などの物件売却が減少した影響を受けた。2018年度の日本国内の不動産売買取引高は前年度比27.4%減の3兆6,101億円となった（出所：都市未来総合研究所「不動産トピックス」）。世界金融危機後に不動産市況が停滞を脱した2013年度以降で、最も少ない金額となった。1件当たり売買額100億円以上の大型取引の金額が前年同期比37.4%となり、全体の足を引っ張った。売買件数も同様に最も少ない862件（前年度比22.7%減）となった。

上場企業等の不動産取引（単位：10億円、件）

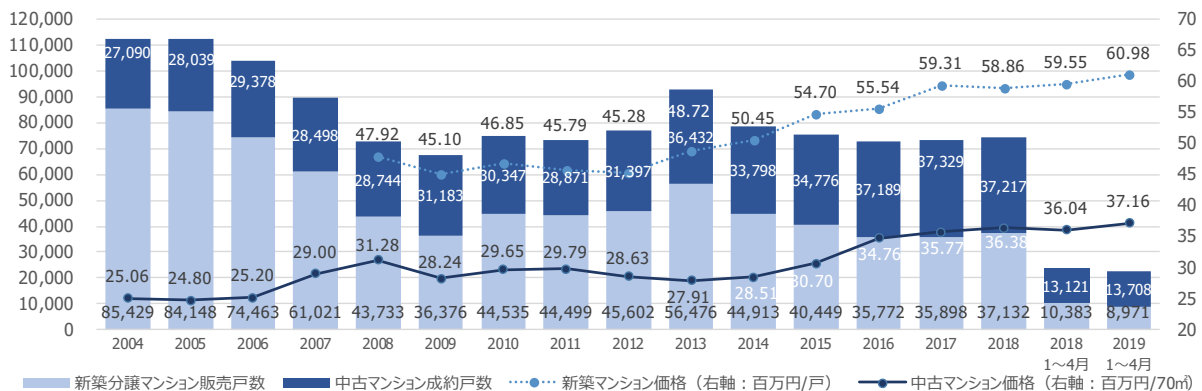


出所：都市未来総合研究所のデータを基にSR社作成

### 首都圏分譲マンション

首都圏分譲マンション市場では、2018年の販売戸数（新築と中古の合計）は4年振りに増加に転じた2017年に続いて、2年連続で増加し、74,349戸と前年比1.5%増加した。建築費の高騰から新築分譲マンションの平均販売価格は上昇し、58.86百万円（前年比3.6%上昇）となった。一方、2019年1～4月の首都圏の新築分譲マンションの販売戸数は、各社が新規供給を抑制して在庫販売に注力したことにより、前年同期比13.6%の8,971戸となった。また、初月契約率は好不調の目安とされる70%を下回る契約率が続いている。

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



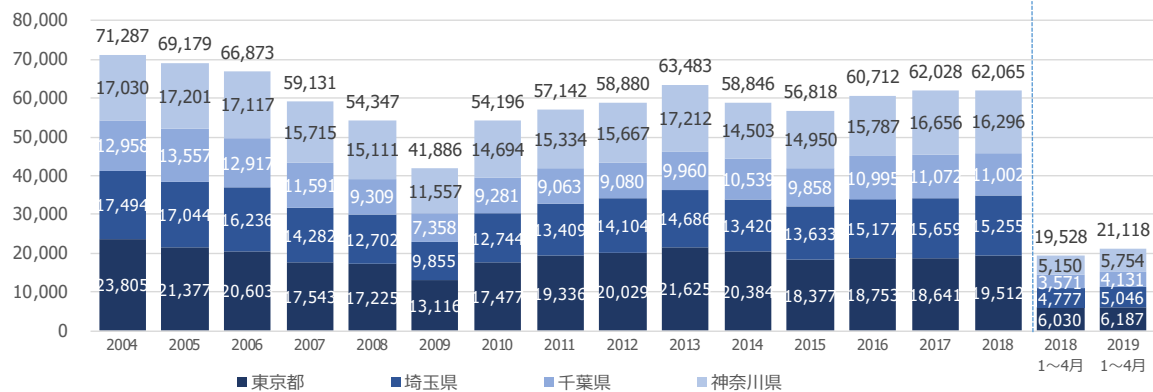
出所：不動産経済研究所、東京カンテイ、東日本不動産流通機構のデータを基にSR社作成  
 注：新築マンション価格（年間平均）は月次データの単純平均により算出

### 首都圏分譲戸建

一方、首都圏分譲戸建市場では、2018年の住宅着工戸数は62,065戸とほぼ前年並みとなった。首都圏分譲戸建市場における2019年1～4月の住宅着工戸数は21,118戸（前年同期比8.1%増）となった。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い。



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

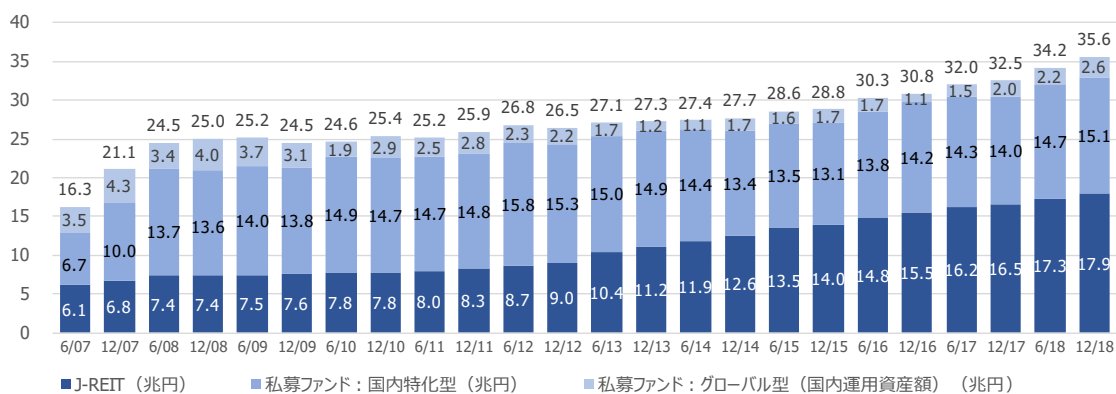
賃貸市場

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、2019年4月時点の東京ビジネス5区の空室率は1.64%（前年同月比1.04%の低下）、平均賃料は21,396円/坪（前年同月比6.9%の上昇）となった。平均賃料は65カ月連続の上昇となっている。東京都心では大規模オフィスビルの大量供給が懸念されているが、好調な企業業績を背景とする企業の雇用拡大や、増床・拡張移転などのニーズを背景に、堅調な上昇が続いている。

不動産証券化市場

2018年12月末時点の不動産ファンド市場規模は35.6兆円と前年同月比で3.1兆円の増加となった。内訳は、J-REITの運用資産額は17.9兆円と前年同月比で1.4兆円の増加となった。また主要な私募ファンドの運用資産額は17.7兆円と前年同月比1.7兆円の増加となった。（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

2019年11月期会社予想

2019年11月期の期初に発表された2019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：71,510百万円（前期比+16.2%）
- ▶ 営業利益：12,052百万円（同+10.8%）
- ▶ 税引前利益：11,230百万円（同+10.4%）

- ▶ 親会社の所有者に帰属する当期純利益：7,708百万円（同+12.5%）
- ▶ 1株当たり利益：158.79円
- ▶ 1株当たり配当金：37円（前期比7円の増配）；配当性向：23.3%（前期は21.2%）

2019年11月下半期について、例年通り、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。通常の一般向け売買よりも売上総利益率は低下することを織り込んだ会社計画となっている。但し、その分を含めても、当上半期において業績が堅調に推移したことや、当下半期においても流動化案件の引き合いが活発なこともあり、2019年11月期会社計画の達成の可能性は高いと同社では考えている。

同社による経営環境に対する認識は、以下の通りである。不動産市場において、金融機関の融資厳格化の姿勢を受けて個人投資家向け売買の一部は低調に推移しているが、機関投資家などを含む法人向け売買は引き続き堅調に推移している。即ち、3億円以下の案件では価格調整が行われているが、20億円～100億円の案件は活発に推移している。不動産投資市場は、低金利や企業を中心とした賃貸需要などに支えられて、堅調が続くと同社では見ている。リスク要因は、米中貿易摩擦や北朝鮮・中東情勢の悪化による世界経済の停滞であると同社は考えている。

事業部別では、不動産流動化事業においては、事業成長に向けて、仕入と商品化（バリューアップ）に注力する。幅広い商品構成およびソリューション力を武器に、流動性が高い小型物件と同時に収益を牽引する大型物件の両輪で事業拡大を図る。不動産開発事業においては、分譲マンション「THEパームス調布マノアガーデン」の全162邸のうち残りの25邸（2019年7月5日現在、そのうち21邸を販売済み）と、来期引渡予定の「THEパームス相模原パークブライティア」の販売、上半期において計画に比べて遅れ気味に推移した戸建販売に注力する。

### 同社が考えるNAV

- ▶ 同社が想定する同社のネットアセットバリュー（NAV：資本合計に、同社が試算する税引き後の固定資産含み益を加算したもの）は約70,200百万円（2019年5月末現在）。
- ▶ 資本合計（2019年5月末現在）：54,889百万円。1株当たりでは1,155円。
- ▶ 固定資産の含み益（税引後）：15,310百万円（「不動産鑑定評価基準」に準じた方法などによる同社試算による固定資産の公正価値から求めた含み益；法人税率は33%で計算）。1株当たりでは322円。

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](mailto:info@sharedresearch.jp)