トーセイ （8923・東証１部）

2018 年 2 月 27 日

市場環境変化に応じた柔軟な事業体制で持続的成長

ベーシックレポート

㈱フィスコ
山田　秀樹

会社概要	
所在地	東京都港区
代表者	山口　誠一郎
設立年月	1950 年 2 月
資本金	6,421 百万円
（2018/1/31 現在）	
上場日	2011/09/01
ＵＲＬ	
http://www.toseicorp.co.jp/	
業種	不動産業

主要指標 2018/02/26　現在	
株価	1,363 円
年初来高値	1,451 円（18/01/25）
年初来安値	712 円（17/04/05）
発行済株式数	48,284,000 株
売買単位	100 株
時価総額	66,004 百万円
予想配当（会社）	30.0 円
予想ＥＰＳ（アナリスト）	138.75 円
実績ＰＢＲ	1.43 倍

不況期にも安定収益を確保できる事業ポートフォリオ運用

売買系事業（フロービジネス）として、不動産流動化事業、不動産開発事業。安定収益事業（ストックビジネス）として、不動産賃貸事業、不動産ファンド・コンサルティング事業、不動産管理事業。全５事業体制で、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。

出所：同社ホームページ

2017 年 11 月期は増収増益、過去最高実績を達成

2017 年 11 月期の業績は、売上高 57,754 百万円（前期比 15.9%増）、営業利益 9,833 百万円（同 6.0%増）、税引前利益 9,049 百万円（同 7.1%増）、当期利益 6,155 百万円（同 11.0%増）であった。当初の会社計画値から、売上高と営業利益については下回ったものの、税引前利益、当期利益を含めて過去最高の実績を達成した。

2020 年に売上高 1,000 億円、税引前利益 120 億円を目指す

同社は、次期 3 ヶ年中期経営計画（2018 年 11 月期-2020 年 11 月期）を発表した。数値目標としては、2020 年 11 月期で売上高 1,000 億円、税引前利益 120 億円を掲げている。

基本方針や個別施策は現状とおおむね変わらず、全セグメントでの事業拡大や安定事業の比率向上など、不況期にも耐え得る柔軟な事業体制の推進を継続する。

業績動向		売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	税引前利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2017/11	実績	57,754	15.9	9,833	6.0	9,049	7.1	6,155	11.0	127.48
2018/11	会社予想（2017 年 12 月発表）	67,830	17.4	10,946	11.3	10,038	10.9	6,699	8.8	138.75
	アナリスト予想	67,830	17.4	10,946	11.3	10,038	10.9	6,699	8.8	138.75
2019/11 アナリストレポ	アナリスト予想	81,000	19.4	12,000	9.6	11,000	9.6	7,300	9.0	151.19

会　社　概　要

会　社　概　要

同社は、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わたり、顧客層も国内外の機関投資家、個人富裕層、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。

2004 年 12 月に JASDAQ 市場、2006 年 11 月に東証 2 部、2011 年 9 月には東証 1 部上場を行い、事業拡大に伴う資金調達を進めている。さらには、2013 年 3 月にはシンガポール証券取引所（SGX）に株式上場し、資金調達と事業展開のグローバル化も見据えている。

経　営　者

代表取締役社長　山口誠一郎氏

1961 年 1 月生まれ、東京都出身。慶應義塾大学法学部卒業後、三井不動産販売(株)（現三井不動産リアルティ(株)）での 3 年間の勤務を経て、1986 年東誠商事入社。1990 年 8 月に同社取締役、1994 年 6 月に代表取締役社長就任。

設　立　経　緯

会社設立は 1950 年で、現代表取締役社長の山口誠一郎氏の父である先代山口誠氏による。その後、不動産の売買、仲介、賃貸、管理業などを取り扱うようになった。現在の不動産流動化事業などの中核事業に至る実質的な創業は、現山口誠一郎代表取締役社長が同社株を買い取って社長に就任した 1994 年 6 月。山口誠一郎氏の社長就任後は、マンション分譲や小型ビルの流動化などから、戸建分譲、私募ファンドの運営、ビル・商業施設の開発などに事業拡大していった。

2012 年 1 月にシンガポールに現地法人を設立、2013 年 3 月にシンガポール証券取引所（SGX）に株式上場し、アジアでのプレゼンス向上を図っている。これに伴い、2013 年 11 月期より会計基準を IFRS に移行した。

会　社　概　要

企　業　理　念

以下の 3 階層の理念を掲げている。

	目的	内容
存在理念	企業の存在意義と事業領域を示し、企業として存在することの根本の目的を定義する	私たちは、グローバルな発想を持つ心豊かなプロフェッショナル集団としてあらゆる不動産シーンにおいて新たな価値と感動を創造する。
経営理念	存在理念を実現するために、どのような経営を実現すべきかを示す	・人を経営の根幹とし、心豊かな真のプロフェッショナルを育成し続ける。 ・ベンチャー精神を持ってリスクに立ち向かい、既成の概念を打破することで、連続的なイノベーションを起こし続ける。 ・不動産と金融を融合させたポートフォリオ・マネジメントにより最適投資を実践する。 ・モノづくりにこだわり、グローバルなフィールドに価値を求め、共創の輪を拡げ続ける。 ・世界に通用する経営品質を追求し、フェアプレイで実行し続ける。
行動理念	どのような社風に創造すべきか？企業が日々どのように考え、行動すべきかを示す	・私たちは、プロフェッショナルとしての意識と知識と技術の研鑽を怠らない。 ・私たちは、学習する組織を目指し、常に考えながら連繋する。 ・私たちは、有言実行を常とし、果敢に決断し、迅速に行動する。 ・私たちは、互いを尊重し、チームワークを重視し、楽しく前向きな社風をつくる。

会　社　概　要

グループ企業

● トーセイ・コミュニティ(株)
　不動産管理（プロパティマネジメント）業、ビルメンテナンス業、建物内外の保守、管理、警備、清掃業など。
● トーセイ・アセット・アドバイザーズ(株)
　投資運用業（不動産関連特定投資運用業）など
● トーセイ・リバイバル・インベストメント(株)
　債権売買、M&A、不動産の売買・仲介・貸金業に関する業務など
● Tosei Singapore Pte.Ltd.
　不動産に関するコンサルティング
● ㈱アーバンホーム
　新築戸建分譲、 請負注文住宅、 不動産仲介事業など
● トーセイ・ホテル・マネジメント(株)
　ホテル事業の企画・運営・管理等

【上場リート】トーセイ・リート投資法人＜3451＞
　　トーセイ・アセット・アドバイザーズが資産運用を受託

沿革

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業株式会社設立
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
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株式会社に変更
1994 年	6 月	代表取締役社長に山口誠一郎氏が就任（現任）
	10 月	「THE パームス」シリーズの分譲マンションを販売開始
1996 年	3 月	商号を東誠不動産株式会社に変更
	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
	3 月	LBO 方式により不動産 M&A を実施
	4 月	一級建築士事務所東京都知事登録（第 46219 号）
	11 月	ビル管理を行うビル管理部を東誠コミュニティ(株)※1 に分割譲渡

会　社　概　要

2002 年	8 月	同社第 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
	9 月	不動産特定共同事業許可
	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)※2 を設立
	4 月	東誠コミュニティ(株)※1 の株式を取得し連結子会社化
	9 月	トーセイ・リート・アドバイザーズ(株)※3 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
	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
	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
2015 年	12 月	戸建分譲の(株)アーバンホームを買収
2016 年	2 月	トーセイ・ホテル・マネジメント(株)を設立

出所：有価証券報告書、同社ホームページよりフィスコ作成

※1：現　トーセイ・コミュニティ

※2：現　トーセイ・リバイバル・インベストメント

※3：現　トーセイ・アセット・アドバイザーズ

会　社　概　要

大　株　主

	株主	所有株式数（株）	所有比率（%）
1	山口誠一郎	12,885,500	26.68
2	有限会社ゼウスキャピタル	6,000,000	12.42
3	KBL EPB S.A. 107704	5,127,300	10.61
4	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）	1,659,600	3.43
5	STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505001	1,624,369	3.36
6	GOVERNMENT OF NORWAY	1,003,400	2.07
7	日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	919,600	1.90
8	上田八木短資株式会社	800,000	1.65
9	DFA INTL SMALL CAP VALUE PORTFOLIO	649,000	1.34
10	MSCO CUSTOMER SECURITIES	553,764	1.14

注：2017 年 12 月 18 日付の大量保有報告書において、サマラン ユーシッツ (SAMARANG UCITS) が 2017 年 10 月 27 日現在で以下の株式を保有している旨が記載されているものの、同社として 2017 年 11 月期末時点における実質所有株式数の確認ができないので、上記大株主の状況には含めていない。

サマラン ユーシッツ (SAMARANG UCITS)　5,127,300 株　10.62%

事　業　概　要

事　業　の　内　容

売買系事業（フロービジネス）として、不動産流動化事業、不動産開発事業。安定収益事業（ストックビジネス）として、不動産賃貸事業、不動産ファンド・コンサルティング事業、不動産管理事業。全 5 事業体制で、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。

売上高構成比も高くコア事業と言える不動産流動化事業や不動産開発事業は、好不況の波による変動が大きい。安定収益事業の３事業の売上総利益で販管費と金利をカバーすることを基本としている。

部 門 別 事 業 内 容

●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、改装・改修等によるバリューアップ後、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。取り扱う物件の築年数は 20 年程度が多く、物件規模は 3～20 億円の中小規模物件を中心としながら 100 億円程度まで幅広い。

遵法性不適合物件の治癒、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（営業純利益）を改善させ、キャップレート（還元利回り）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。REIT へのブリッジ案件は、 物件規模や劣化の程度が通常物件と異なる為に仕入金額が割高となるケースが多く、利益率は通常物件に比べ低くなりがちだが、一方で長期安定的な AM（Asset Management）フィー等を獲得できるというメリットもある。

リーマンショック後の 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、共用部のバリューアップを行うとともに賃借人が転退居する都度、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・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。

事　業　概　要

●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、12 月に自社ブランド第 1 号として神田にオープンした。

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。

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戸建事業会社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おおむね同程度。

●不動産賃貸事業

固定資産（IFRS では投資不動産と表記）として保有する収益不動産からの賃貸収入だけでなく、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貸収入も不動産賃貸事業に計上される。

固定資産の保有を増やして安定的な賃貸収入の拡大を図っていく方針であり、固定資産等からの賃貸収入は 2015 年 11 月期では全体の 33%であったが、2017 年 11 月期では全体の 40%に増加している。

2017 年 11 月期末の賃貸事業における保有物件数は、オフィス・商業施設 35 物件、マンション 51 物件、その他 3 物件、の合計 89 物件である。

●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・運営、トーセイ・リート投資法人の運営を行い、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。エクイティ出資者と利害を共有するた

めセイムボ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）にかか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。

ファンド・コンサルティングの収入体系は以下のとおり。

フィーの種類	フィーの内容	フィー料率
アクイジションフィー	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、ファンドの運用期間中、永続的に得られる	AUM（受託資産残高）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
仲介手数料・その他	受託の売買物件に関する仲介手数料など	法定手数料率（3%＋6 万円）
配当金	ファンドから得られる配当金	該当ファンドによる

●不動産管理事業

子会社のトーセイ・コミュニティにおいてオフィスビル、マンションを中心に PM（Property Management）、BM（ビルマネジメント）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。トーセイグループ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、学校施設、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。2017 年 11 月期末時点の管理棟数は 665 棟。売上総利益率も 29%前後と安定している。

拠　点　網

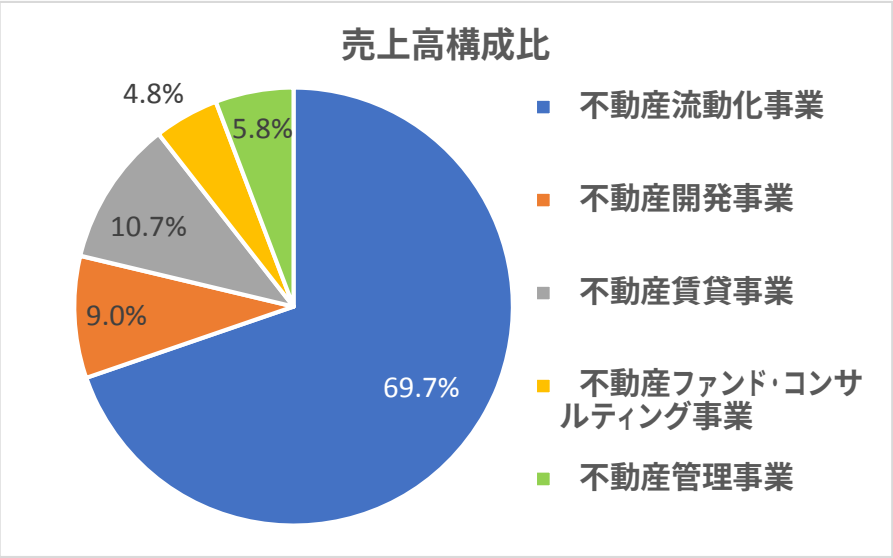
首都圏地域（1 都 3 県）に特化した営業活動を行っており、2017 年 12 月末現在では地域営業拠点を持たない。しかし、エリア専門制を導入し、投資者判断者を育成するなどの営業強化策を推進する一環で、首都圏地域内で支店を設立することを検討中である。

事　業　概　要

売　上　構　成

2017 年 11 月期における売上高は、57,754 百万円であった。セグメント別の売上高は、不動産流動化事業 40,268 百万円、不動産開発事業 5,197 百万円、不動産賃貸事業 6,194 百万円、不動産ファンド・コンサルティング事業 2,763 百万円、不動産管理事業 3,330 百万円であった。

主力の不動産流動化事業が 69.7%、不動産開発事業も含めた売買系 2 事業で 78%超を占める。



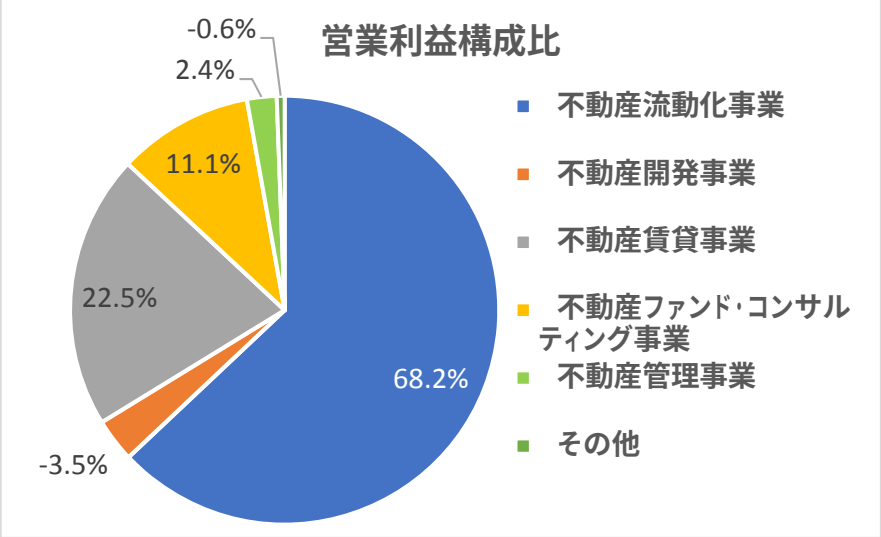
（出所　会社開示情報より作成。内部取引は除外。）

収　益　構　造

2017 年 11 月期における営業利益は 9,833 百万円であった。セグメント別の営業利益は、不動産流動化事業 7,845 百万円、不動産開発事業は 408 百万円の損失、不動産賃貸事業 2,581 百万円、不動産ファンド・コンサルティング事業 1,273 百万円、不動産管理事業 278 百万円であった。

不動産開発事業が今期営業損失になったのは、来期以降引渡し予定の新築分譲マンション 3 棟の開発経費が先行発生したためで、一時的なものである。また、安定収益 3 事業の営業利益率の合計は 35%超であり、この部分でおおむね販管費をカバーしている。

事　業　概　要



（出所　会社開示情報より作成）

特　色　・　強　み

●首都圏にエリア特化し、中小規模物件を主要ターゲットとする。

事業エリアを首都圏（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 23 区内に所在している。

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なかでも、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更なる都市力のアップが期待されている。

取り扱う物件規模は 3～20 億円の中小規模物件を中心に 100 億円程度までと幅広い。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ソーシング力の向上にもつながっている。

●きめ細かなバリューアップ力

グループ内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、ニーズを見極めた上で、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、バリューアップ及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、これをかなり上回る利益率となっている。

●多彩なアセットタイプと環境変化への対応力

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、リーマンショック後も赤字に陥ることなく乗り切った。

市 場 環 境 分 析

以下、同社の資料に基づく市場環境分析から抜粋する。

不動産流動化市場規模

国内の不動産ストック量は企業、官公庁・自治体、個人その他をすべて合計すると約 2,400 兆円で、年間の首都圏売買流通量は約 10 兆円（10 億円未満の物件）と推計される。したがって、中小・築古不動産市場のストックは膨大であり、そのうちわずか 1%の市場占有率でも売上高 1,000 億円を達成することができると同社は試算している。

23 区に限定して見ると、オフィスビルストックは、56,160 棟、総床面積 3,367 万坪。収益マンションストックは、68,454 棟、2,118 万坪。合計で総建物数が約 12 万棟、総床面積が約 5,480 万坪に上る。よって、不動産流動化事業の市場規模として、東京 23 区は引き続き圧倒的な市場規模を有しているとみている。

アセットタイプ別市場動向

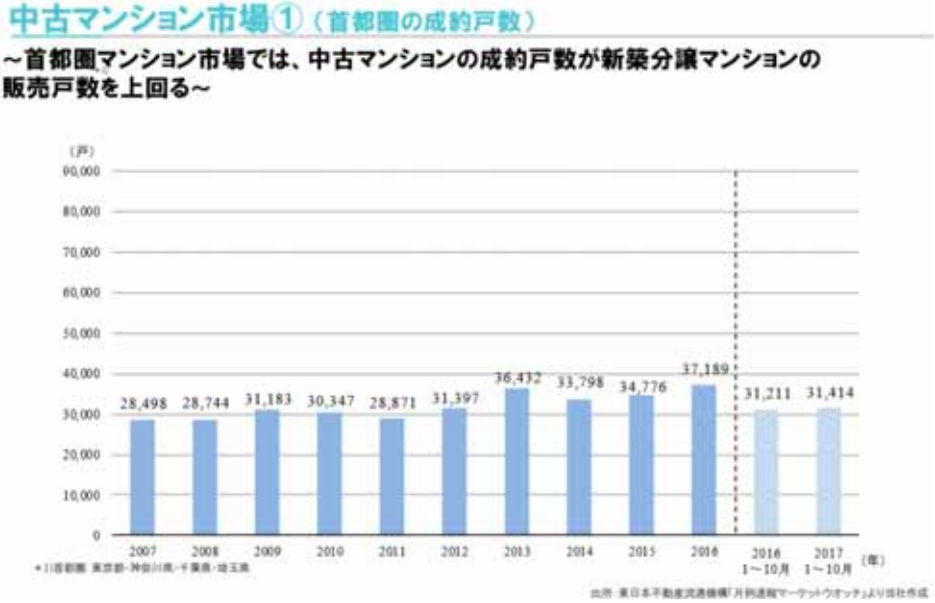
以下にアセットタイプ別の首都圏中心の市場動向を記載する。アセット別に見ると、多少のまだら模様ではあるが、個人需要では割高な新築マンションよりも値ごろ感のある中古マンション市場が活発であり、オフィス市場については、都心を中心に底堅い需要が見受けられる。

●新築マンション

首都圏の新築分譲マンションは、2017 年の販売戸数が 36,400 戸と 2 年続けて 4 万戸を下回る見込みで、平均契約率は好不調の目安となる 70%割れが続いている。2018 年の販売戸数は 38,000 戸で前年を上回る見込みであるが、依然として低調である。建築費上昇によるマンション価格の高騰で、消費者の買い控えが続く状況である。

●中古マンション

首都圏の中古マンション取引は、2016 年 1 月～12 月で 37,189 戸となり、前年比 6.9%の増加で、新築分譲マンションの販売戸数を上回った。新築マンション価格の高騰から、値段が手頃な中古マンションの需要が高まっている。



●新築戸建て

2016 年の首都圏戸建分譲着工は前年比 6.9%増加の 60,712 戸であった。2017 年 1～10 月は前年同期比で 1.2%上昇の 51,120 戸となり、新築分譲マンションに比べ割安感のある戸建需要は引き続き強い。

●オフィスビル賃貸

都心 5 区のオフィスビル（基準階面積が 100 坪以上の主要貸事務所ビル）空室率は低水準で推移し、2017 年 11 月末は 3.03%となった。平均募集賃料は、2014 年 1 月より小幅な上昇が続いており、坪 19,064 円となった。新築ビルや築年数の浅い大型物件を中心に需要は底堅い。

不動産業向け金融市場の動向

不動産業にとって表裏一体の金融市場であるが、マイナス金利導入などの日銀による大規模緩和を背景とした低金利環境によって、不動産向け融資や投資が拡大し、良好な資金調達環境にある。アベノミクスによる金融緩和政策の継続を背景とした不動産投資需要は今後も継続するものとみられる。

●国内銀行の不動産業向け貸出残高

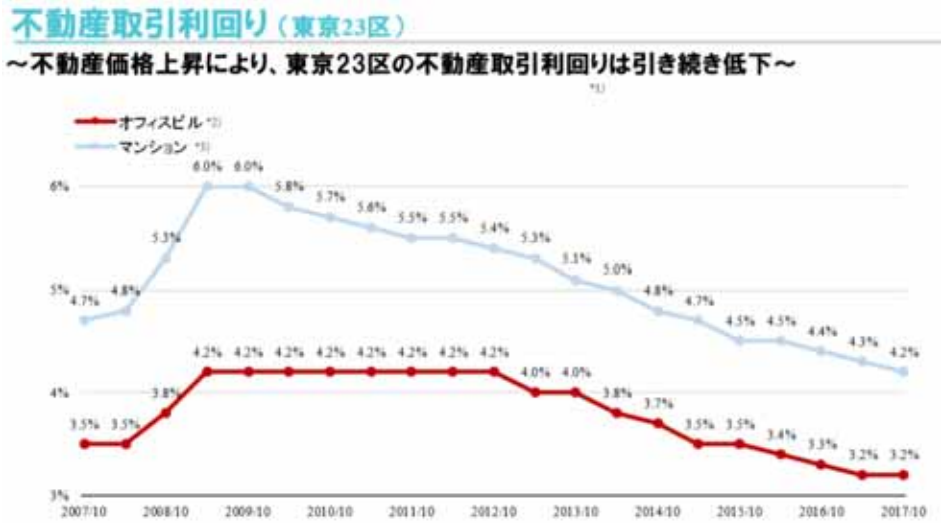
国内銀行の貸出残高は、2010 年以降、総貸出及び不動産業向け貸出ともに増加傾向にある。2017 年 9 月末時点で、不動産業向け貸出残高はバブル期の残高を超えて 73.9 兆円となり、総貸出 485.0 兆円に占める不動産業向け貸出残高比率も 15.2%と高水準になっている。

●不動産ファンド市場規模

2012 年から減少傾向にあった国内特化型不動産私募ファンド運用資産額は、2017 年 6 月末時点において 14.8 兆円と 2015 年 12 月より 1.6 兆円の増加に転換した。J-REIT の市場規模は拡大傾向にあり 16.2 兆円に成長した。

●不動産取引利回り・公示価格（東京 23 区）

東京 23 区の不動産利回りは、オフィスビル・マンションともにリーマンショック前を下回り、過去最低水準になっている。また、東京 23 区の公示価格は上昇を続け、商業地価格はリーマンショック前の㎡単価を上回っている。このことから、東京 23 区内においては、用地需要は高いが不動産投資としての流動性・収益性の面では、やや厳しい環境下になってきていることがうかがえる。



公示価格（東京23区）

～東京23区の公示価格は上昇を続け、商業地価格はリーマンショック前の㎡単価を上回る～

業　　績

2017 年 11 月期は増収増益、過去最高の売上高･利益を達成

2017 年 11 月期の業績は、売上高 57,754 百万円（前期比 15.9%増）、営業利益 9,833 百万円（同 6.0%増）、税引前利益 9,049 百万円（同 7.1%増）、当期利益 6,155 百万円（同 11.0%増）であった。当初の会社計画値から、売上高と営業利益については下回ったものの、税引前利益、当期利益を含めて過去最高の実績を達成した。同社では、税引前利益･最終利益を重視しており、両指標の計画値達成を見越して、次年度に余力を残した状態で決算落着したもようである。基本的にはおおむね計画どおりで成長路線は継続している。

首都圏においては、新築分譲マンション市場が低迷する一方で中古マンションの取引が活発化し、オフィスビル賃貸市場や分譲戸建市場の需要が旺盛であるなど、不動産市場には多少のまだら模様が見えるなかで、同社は大きく業績を伸ばしている。

（セグメント別）　　（注）売上高は内部取引を含まない。

●不動産流動化事業

売上高 40,268 百万円（前期比 56.0%増）、営業利益 7,845 百万円（同 96.1%増）。前期比で大幅増となったが、特にオフィスビル・マンションの 1 棟販売が 58 物件と前期比で倍増近い伸びと貢献した。また、前期に不動産 M&A でまとめて取得した物件を高い利益率で販売するなど小型物件で利益率の高い物件を多く手掛けたので、営業利益増に貢献した。なお、不動産流動化事業・不動産開発事業のフロー2 事業における 2017 年 11 月期の年間仕入額（引渡しベース）は 498 億円（前期比 74.5%）とやや取扱額が縮小しているように見える。年間仕入額の内訳を見ると、オフィスの流動化物件が前年比で大幅に減少しており、23 区内での物件価格上昇や利回り低下などで、仕入進捗がやや慎重になっているもようである。しかし、2017 年 11 月期末現在の棚卸資産の残高は 1000 億円を超過し、前期末比でも微増となっており、基本的な事業拡大の流れは変わっていない。

主な販売物件としては、中野区収益マンション、浦安市収益マンション、江東区空きビル、練馬区収益マンションなど 58 物件のバリューアップを行った。Restyling 事業では、ヒルトップ横濱根岸、ヒルトップ横浜東寺尾等 7 物件で計 45 戸の販売を行った。

業　　績

●不動産開発事業

売上高 5,197 百万円（前期比 60.4%減）、営業損失-408 百万円（前期実績は 3,674 百万円の利益）。前年同期は大型収益商業ビルの T'S BRIGHTIA 南青山、T'S BRIGHTIA 綱島の販売が開発事業の売上・利益をけん引したが、その反動で今期は大幅減収減益となった。また、来期以降引渡し予定の新築分譲マンション 3 棟の開発経費が先行発生した影響もあり、不動産開発事業としては営業損失となった。しかし、大型商業施設の収益計上がないのは当初の計画から見込んでいたものであるし、それを除いた戸建・宅地・請負部分で見ると、売上高・売上高総利益率はおおむね前期並みである。

主な販売物件としては、THE パームスコート越谷レイクタウン、THE パームスコート柏初石、THE パームスコート鎌倉城廻などの戸建住宅、宅地等が計 121 戸であった。

●不動産賃貸事業

売上高 6,194 百万円（前期比 17.3%増）、営業利益 2,581 百万円（同 8.0%増）。保有物件数の拡大で、流動資産、固定資産いずれからも収入が拡大し増収増益となった。固定資産分の賃貸収入は全体の約 4 割を占め、安定収益化が進んでいる。

保有物件数は、2017 年 11 月末でオフィス・商業施設 35 物件、マンション 51 物件、その他 3 物件の合計 89 物件（前期末比 6 物件増）。

●不動産ファンド・コンサルティング事業

売上高 2,763 百万円（前期比 20.0%増）、営業利益 1,273 百万円（同 33.9%増）。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、受託資産残高、特に私募ファンドが増加した。これに伴いアセットマネジメントフィーが順調に増加し、仲介手数料等の収入が伸びた。

2017 年 11 月末の受託資産残高は 5,522 億円（トーセイ・リート投資法人 460 億円を含む）（前期末比 1,040 億円増）まで伸長している。

●不動産管理事業

売上高 3,330 百万円（前期比 13.1%増）、営業利益 278 百万円（同 96.9%増）。サービスの拡充に加えて新規業務受託、既存契約の維持に努め、受託棟数の増加に伴って、安定的な PM・BM 報酬が増加している。2017 年 11 月末の管理棟数は、オフィスビル、ホテル及び学校等で 395 棟、分譲マンション及び賃貸マンションで 270 棟の合計 665 棟（前期末比 71 棟増）。

●財務状況

事業拡大に伴って総資産は拡大しているが、自己資本比率について 35%前後を確保することを目安にしており、2017 年 11 月期末は 37.7%（前期比+3.9 ポイント）であった。主要な増減項目は、資産の部では、現預金が 21 億円の増加。棚卸資産が新規仕入等による増加と売却等による減少の差で前期末比 75 億円の減少。負債・資本の部では、借入金が新規借入と売却返済による差で前期末比 30 億円減少（短期・長期合計）、資本が利益積み上げと配当金支払の差により前期末比 51 億円増であった。棚卸資産については、優良物件を選定して新規仕入取得しており、不良性資産はほとんどないものと考えられる。

不動産流動化物件（棚卸資産）にかかる借入金期間はおおむね 3～5 年（投資不動産・固定資産の場合は 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。

貸借対照表

（単位：百万円）

	16/11期末	17/11期末		16/11期末	17/11期末
流動資産	92,592	85,643	流動負債	14,651	11,945
現金・預金	21,640	23,750	営業債務及びその他の債務	2,955	6,449
営業債権及びその他の債権	3,531	2,148	短期借入金	9,387	6,449
棚卸資産	67,298	59,718	非流動負債	65,614	64,446
その他流動資産	121	26	営業債務及びその他の債務	4,349	3,280
非流動資産	28,683	36,906	長期借入金	60,772	60,674
有形固定資産	3,595	5,305	負債合計	80,266	76,391
投資不動産	21,728	28,359	資本金	6,421	6,421
その他の非流動資産	3,360	3,241	その他の資本の構成要素	34,589	39,737
			資本合計	41,010	46,158
資産合計	121,276	122,550	負債及び資本合計	121,276	122,550

キャッシュフロー計算書

（単位：百万円）

	16/11期	17/11期
営業活動によるキャッシュフロー	-7,472	7,089
投資活動によるキャッシュフロー	-8,193	-18
財務活動によるキャッシュフロー	18,522	-4,962
現金及び現金同等物の期末残高	21,640	23,750

業　　績

2018 年 11 月期通期は過去最高業績を計画

2018 年 11 月期の業績予想は、売上高 67,830 百万円（2017 年 11 月期比 17.4%増）、営業利益 10,946 百万円（同 11.3%増）、税引前利益 10,038 百万円（同 10.9%増）、当期利益 6,699 百万円（同 8.8%増）である。売上高については、リーマンショックまでのピークだった 2008 年 11 月期を超え過去最高、営業利益も同様で初の 100 億円台を目指す。

2017 年 11 月期は最終的に増収増益ではあったものの、前期比 39.0%増の当初計画の売上高から、不動産開発事業の進捗遅れ等で計画未達に終わった。2018 年 11 月期は前期比 17.4%増の売上高計画で、やや抑制した指標値に見える。前期の当初計画では、想定した利益を獲得するために逆算した売上高目標を高く設定せざるを得なかったのに対し、流動化物件等、計画よりも利益率の良い案件の計上などで税引前利益・最終利益は当初目標を達成したために、前期は余力を残して決算落着しているもようである。

前述したとおり、直近では都心オフィスの価格上昇・利回り低下などで仕入戦略の微修正を余儀なくされ、仕入進捗がやや停滞気味にも見える。しかし、前期に比較的余力を持って決算落着したことで、不動産流動化事業の期初は 12 月末現在で大型物件を含む 8 棟（トータル 120 億円超）を売却済みであること、不動産開発事業でも 3 月引き渡し予定の祐天寺マンションの販売が好調であるなど、好発進を切っている。これらのことから、売上高については計画値を達成する可能性が高いものと見る。

一方、不動産賃貸、ファンド・コンサルティング、管理の安定収益 3 事業についても、それぞれ安定収益事業として順調に進捗しているため、利益指標についても達成の可能性が高いものと考える。

業　　績

2018年11月期の業績予想

単位(百万円、%)

	16/11期 実績	17/11期 実績	18/11期 (予想)	前期比 増減率
売上高	49,818	57,754	67,830	17.4
不動産流動化事業	25,809	40,268	39,375	-2.2
不動産開発事業	13,138	5,197	14,880	186.3
不動産賃貸事業	5,324	6,237	6,709	7.6
不動産ﾌｧﾝﾄﾞ・ｺﾝｻﾙﾃｨﾝｸﾞ事業	2,329	2,802	2,715	-3.1
不動産管理事業	4,005	4,637	5,201	12.2
その他	341	0	345	-
内部取引	-1,131	-1,388	-1,396	-
売上総利益	16,349	16,816	19,811	17.8
不動産流動化事業	5,214	9,186	9,023	-1.8
不動産開発事業	5,302	976	3,328	241.0
不動産賃貸事業	2,670	2,864	3,304	15.4
不動産ﾌｧﾝﾄﾞ・ｺﾝｻﾙﾃｨﾝｸﾞ事業	2,193	2,538	2,589	2.0
不動産管理事業	1,090	1,356	1,483	9.3
その他	14	0	333	-
内部取引	-136	-106	-250	-
販管費、その他収益費用	7,070	7,153	8,881	24.2
営業利益	9,279	9,833	10,946	11.3
不動産流動化事業	4,001	7,845	7,067	-9.9
不動産開発事業	3,674	-408	1,657	-505.6
不動産賃貸事業	2,389	2,581	3,009	16.6
不動産ﾌｧﾝﾄﾞ・ｺﾝｻﾙﾃｨﾝｸﾞ事業	951	1,273	1,187	-6.7
不動産管理事業	141	278	283	1.7
その他	-17	-74	-82	9.6
本社経費等	-1,860	-1,661	-2,177	-
金融収益・費用(純額)	-829	-784	-907	-
税引前利益	8,450	9,049	10,038	10.9
法人所得税	2,902	2,894	3,339	-
親会社の所有者に帰属する当期利益	5,547	6,155	6,699	8.8

●不動産流動化事業

不動産流動化事業は、売上高・利益とも前期比微減を予定している。2017年11月期は10億円以上の中大型物件を含め、1棟販売が好調で業績拡大に貢献したが、2018年11月期は流通性の高い10億円未満（小型）物件の販売に注力する。同社が強みとする中古再生による付加価値創造を推進し、販売ルート・販売手法を多様化するなど、効率性を意識して量的・質的拡大を目指す。既に12月末現在で大型物件を含む8棟（トータル120億円超）を売却済みとのことである。

年間販売計画：大型物件2棟、中型物件6棟、小型物件51棟

（前期実績：大型3棟、中型10棟、小型45棟）

(注)大型：20億円以上、中型：10億円～20億円、小型：10億円未満

●不動産開発事業

不動産開発事業は、売上高 148 億円（前期比約 2.8 倍）を予定する。2016 年 11 月期に大型商業施設の開発・販売で実績があったところから、2017 年 11 月期はそれがなくなり大幅に縮小した。しかし、2018 年 11 月期は、3 月引き渡し予定の祐天寺マンションの販売が好調で、契約は 85%まで進捗しており、順調なスタートである。また、分譲戸建ても前期比増で予定している。多様な商品群・商品企画力を生かして幅広く用地検討し、利益率の高いホテル・商業施設等の開発機会を狙うとしている。

年間販売計画：分譲戸建 138 戸、分譲マンション 89 戸、商業施設 2 棟
（前期実績：分譲戸建 121 戸、分譲マンション 0 戸、商業施設 0 棟）

売買系 2 事業を合わせた引渡しベースの通期仕入額は 800 億円（前期比 302 億円増）を計画している。2017 年 11 月期実績では、仕入情報件数は大幅に増やせたものの、高値追随せずに案件を厳選した。この方針を継続し、再生力を強みに物件特性やサイズ等の見極めを行い、購入余地を模索するとのことである。また、小額物件が増え平均単価が下がってきているので、比較的単価の高い東京圏にこだわり、エリア沿線拡大を模索する。なお、営業人員を 2017 年 11 月末現在の 84 人から増強し、営業組織の強化・M&A 推進部署を新設した。

●安定収益 3 事業

賃貸事業は、売上高 6,709 百万円（前期比 7.6%増）、営業利益 3,009 百万円（同 16.6%増）。ファンド・コンサルティング事業は、売上高 2,715 百万円（同 3.1%減）、営業利益 1,187 百万円（同 6.7%減）。管理事業は、売上高 5,201 百万円（同 12.2%増）、営業利益 283 百万円（同 1.7%増）をそれぞれ予定している。

市場転換期にも揺るがない経営基盤づくりを推進する。安定収益事業として位置付ける賃貸・管理・ファンドの 3 事業の収益拡大で、グループ全体の販売管理費をカバーすることを目指している。好不況の波によって年度ごとの変動はあるが、3 事業の売上総利益構成を全体の 40%にすることを目安にしている。（2017 年 11 月期実績は 40%）

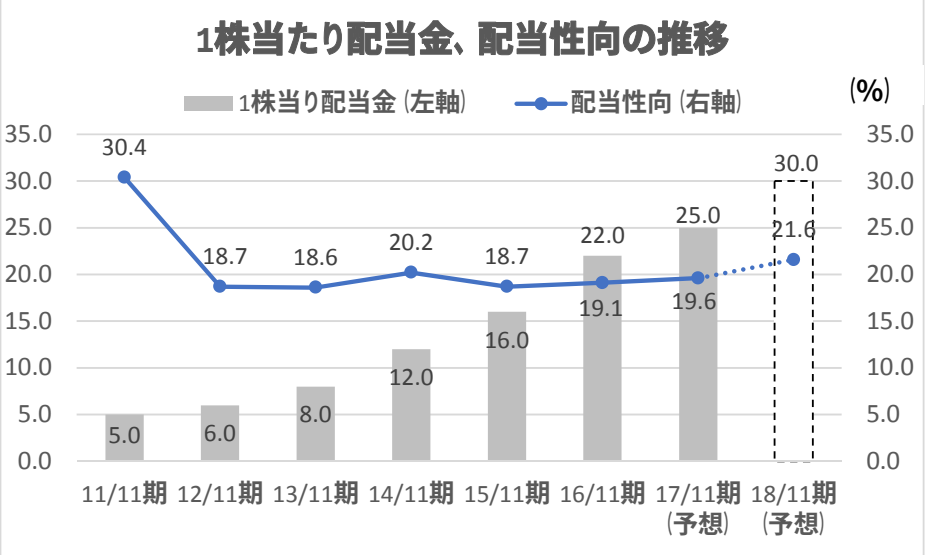
安定収益 3 事業の近年の進捗は好調である。したがって、2018 年 11 月期は引き続き受注残高の拡大及び賃貸稼働向上に注力することで対応を行い、全社的には売買系 2 事業の販売・仕入にパワーを集中することで年間計画達成を図る。

株主還元

2017 年 11 月期の 1 株当たり配当金は、期初計画どおり 25 円の予定である。前期からは 3 円の増配予想。配当性向は 19.6%となる。配当性向の目標は公表していないが、2012 年 11 月期以降、おおむね 20%をめどにしていることがうかがわれる。

配当性向がやや低めなのは、積極仕入れによりアセットを拡大しているなか、借入金資金調達の安定性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と考えてきたことによる。

2018 年 11 月期はさらに増配し 30 円の予定である。持続的な利益成長により 1 株当たり当期利益を増大させ、安定的な配当の維持と増配を目指している。



（出所）会社資料

（注）2013 年 7 月に 1:100 の株式分割を実施しており、12/11 期以前は遡及修正。

業　　績

新中期経営計画目標 2020 年　売上高 1,000 億円、税引前利益 120 億円

2017 年 11 月期連結決算発表時に、2018 年 11 月期から 2020 年 11 月期までの 3 ヶ年の新中期経営計画（Seamless Growth 2020）が発表された。そこで、同社は以下の経営指標値と基本方針、各セグメント別の施策を掲げた。

●経営指標ガイダンス

【収益成長】

・2020 年 11 月期　連結売上高　　1,000 億円

・2020 年 11 月期　連結税引前利益　120 億円

・3 年平均利益成長　　10%以上

・3 年平均 ROE　　12%以上

【財務健全性】

・安定事業比率の拡大（売買事業・安定事業の売上総利益 50:50 の実現）

・自己資本比率は 35%程度を目安とする

●基本方針

1. 全セグメントの事業拡大
2. 収益構造における安定事業の比率向上（売買 50：安定 50）

●セグメント別施策

1. 流動化事業

・中・大型物件と小型物件の取扱比率を同程度に

・不動産 M&A の活用で仕入れ量を増大

・コンバージョンを含む価値創造のビジネスモデルを強化

・高値安定マーケットを前提に利益率はコンサバに見積り

2. 開発事業

・オフィスまたは商業物件を毎期 1～2 棟供給（2020 年まで）

・分譲マンションを毎期 200 戸超供給

・戸建は 5000 万円台を中心に年 150 戸供給（東京、神奈川に加えて千葉・埼玉を強化）

3. 賃貸事業

・固定資産（30 棟、簿価 335 億円）を 50 棟超、簿価 700 億円に積み増し

・棚卸資産は早期に稼働率を向上させ利益率を引き上げ

4. ファンド・コンサルティング事業

・AUM 残高を 5,522 億円から 7,800 億円超に拡大

（私募ファンド、CRE：5,061 億円⇒6,800 億円）

（トーセイ REIT：459 億円⇒1,000 億円）

・2017 年 11 月期の一過性手数料 5 億円を AM Fee でカバー

5.　管理事業
・管理物件数 665 棟⇒947 棟（1.4 倍）に
6.　その他
・自社運営ホテルを拡大（0 棟→4 棟へ）

●仕入計画
2017 年 11 月期実績　665 億円（契約ベース）⇒2020 年目標 1,000 億円
・中小物件における営業人員の増強
・大型物件においては、コア投資家、ファンド、大手仲介との連携、ホテルコンバージョン、倉庫等への投資に注力
・仕入エリアとしては、横浜など東京周辺エリアの深堀
・不動産 M&A による取得増強を図る

一般的に、不動産市場はリーマンショックを始めとした好不況の波の変動に影響を受けやすい。しかし、同社は市場の需要の変化に応じた機動的なポートフォリオ運用と多様な商品ラインアップで、成長に向けた事業機会を広く獲得するとしている。例えば、好況期には投資市場向けの商業施設やオフィス・大規模マンションなどの取扱比率を高め、規模の拡大を図る。不況期にはエンド市場向けの戸建・中古分譲マンションなどで安定収入を確保する、という具合である。

物件の規模では、需要・供給ともに圧倒的に物件数が膨大で不況期でも安定的に利益が見込める小型物件（10 億円未満）が、競合が少なく同社にとっても物件バリューアップの強みが生かせることもあり、この価格帯を積極的に拡大するとしている。一方、中・大型物件についても、投資市場好況期には利益を大きくけん引できるため、ファンド向けに 30 億円超の物件も継続して仕入れに注力する。

売買系 2 事業（流動化事業、開発事業）で規模の拡大を目指す一方で、安定収益 3 事業（賃貸事業、ファンド・コンサルティング事業、管理事業）で、市況反転時にも耐え得る事業体質づくりを行っている。数値目標として、該当 3 事業によるグループの安定収益比率（売上総利益）を現在の約 40%前後から、新中期経営計画では 50%に高めることを目標に掲げた。既に、該当事業でおおむね販管費部分を稼ぎ出しているが、金利も含めてカバーするとしている。

また、事業拡大・物件供給拡大に向けて、組織力の向上を目指し、2017 年 12 月 1 日付で組織変更を行った。M&A 推進体制の強化、仕入販売の強化、クラウドファンディング活用推進への対応などを目的としている。

業　　績

マクロ的には世界経済情勢など不透明感があるものの、首都圏不動産市場の動向については、東京オリンピックまでは堅調に推移することが見込まれている。同社の基本方針や個別施策について、中期的には大きく異なることはないだろう。勿論、末尾記載のリスク分析で述べるような事象が発生した場合は、事業ポートフォリオを柔軟に変化させるなどの対応によって、売上高の絶対値や売上ミックスが変化することは考えられる。しかし、安定収益の確保を念頭にした事業運営を推進する限りは、収益性の点では堅実に伸長するものと考える。

アナリストによる業績予想

新興国経済の減速懸念や英国の EU 離脱問題、米国のトランプ大統領政権による経済政策の行方、北朝鮮情勢などの影響で世界経済の先行きは不透明感を増している。しかし、国内では今後も雇用・所得環境の着実な改善を背景とした底堅い個人消費に支えられ、緩やかな回復が期待される。

不動産市場では、良好な資金調達環境を背景に国内外投資家の投資意欲は高いものの、市場への物件供給の減少もあり、取引は減少している。しかし、首都圏市場では、新築分譲マンションは価格高騰などで販売戸数は低調だが、オフィスビル賃貸や分譲戸建、中古マンションなどは比較的堅調である。

2020 年五輪開催に向けて、首都圏では外国人観光客の増加に対応するホテル等宿泊施設やオフィスビルなどの需要も見込まれ、同社を取り巻く市場環境としては全体的に堅調に推移するものとみられる。

2018 年 11 月期の業績予想は、増収増益で前期に引き続き過去最高の売上高・利益を計画している。前期が当初計画値に対して売上高・営業利益が未達に終わったが、税引前利益・最終利益が当初目標を達成したため、翌期に余力を残して決算落着している。2018 年 11 月期は、不動産流動化・開発物件の仕入進捗がやや慎重な面もうかがえるが、売上高計画値達成のカギになる不動産開発事業において、3 月引渡し予定のマンションの 85%が成約済みであるなど、期初の販売状況は好調である。今後は M&A 活用などにより仕入れ量を増大する計画もあるとのことで、売上高年間目標達成については十分に可能性が高いものと考える。

また、利益指標の面では、収益性の面では堅実な事業運営でもあり、超過達成の可能性が高いとみる。前期は、税引前利益・最終利益は当初計画値を達成したものの、営業利益で 100 億円の大台乗せを目標としていたのが若干の未達に終わった。今期は新中期経営計画の初年度ということで、改めて 100 億円の大台乗せに対する全社的なモチベーションも高まるだろう。

総じて、今期も大幅な増収増益となることは間違いなく、事業拡大の傾向は継続していると言える。中期経営計画の 2020 年 11 月期目標値を目指して、2019 年 11 月期も継続して大幅な増収増益を予想する。

（出所）㈱QUICK

上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。
上記チャート図に過誤等がある場合でも㈱QUICK 社及び東京証券取引所は一切責任を負いません。
上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2015/11	2016/11	2017/11	2018/11 予（アナリスト）
株価推移	株価（年間高値）	円	954	856	1,162	-
	株価（年間安値）	円	636	553	712	-
	月間平均出来高	千株	6,892	5,681	5,048	-
業績推移	売上高	百万円	43,006	49,818	57,754	67,830
	営業利益	百万円	6,891	9,279	9,833	10,946
	税引前利益	百万円	6,040	8,450	9,049	10,038
	当期純利益	百万円	4,135	5,547	6,155	6,699
	EPS	円	85.66	114,89	127.48	138.75
	ROE	%	12.0	14.4	14.1	-
貸借対照表主要項目	流動資産合計	百万円	67,888	92,592	85,643	-
	固定資産合計	百万円	25,307	28,683	36,906	-
	資産合計	百万円	93,196	121,276	122,550	-
	流動負債合計	百万円	13,819	14,651	11,945	-
	固定負債合計	百万円	43,148	65,614	64,446	-
	負債合計	百万円	56,967	80,266	76,391	-
	株主資本合計	百万円	36,228	41,010	46,158	-
	純資産合計	百万円	36,228	41,010	46,158	-
キャッシュフロー計算書主要項目	営業活動によるCF	百万円	-4,443	-7,472	7,089	-
	投資活動によるCF	百万円	481	-8,193	-18	-
	財務活動によるCF	百万円	6,661	18,522	-4962	-
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	18,791	21,640	23,750	-

注）同社は IFRS（国際会計基準）適用

リ　ス　ク　分　　析

事　　業　　に　関　す　る　リ　ス　ク

●経営者に関するリスク

　オーナー社長経営による事業運営のため、社長が万が一、突然の事故・病気等で死亡もしくは重度の障害等に陥った場合、グループの重要な意思決定において混乱が生じるなど、グループの業績や財務状態に影響を与える可能性がある。

●情報漏洩に関するリスク

　万が一、重大な企業情報・個人情報などの漏洩事故・事件が発生し、社会的な信用の失墜などが生じた場合、グループの財政状態及び経営成績に影響が出る可能性がある。

●M&A

　M&A 時に行った詳細なデューデリジェンスにおいて発覚しなかった問題が M&A の後に明らかになった場合や、市場環境や競合状況の変化及び何らかの事由により、事業計画が計画どおりに進まない場合、対象企業の株式価値や譲受資産の減損処理を行う必要が生じるなど、グループの業績や財務状態に影響を与える可能性がある。

●不動産関連

　何らかの理由（戦争、テロ行為、暴動、天変地変、世界的同時不況、法令の改廃・制定、など）により、不動産価格が急変するという市場の混乱が生じ、グループの財政状態及び経営成績に影響がある可能性がある。

●金融関連

　何らかの理由（戦争、テロ行為、暴動、天変地変、世界的同時不況、法令の改廃・制定、など）により、金融市場に混乱が生じ、グループの財政状態及び経営成績に影響がある可能性がある。

FISCO

ディスクレーマー

1．本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。

2．本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社フィスコ（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。

3．本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。

4．レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。

5．本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようにお願いいたします。

6．本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

7．本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。

8．本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

＜指標の説明について＞
本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。
参照 URL　⇒　http://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/index.html