

株式会社タカラレーベン (8897 JP)

経済環境悪化の影響は懸念されるものの、マンション市場の需給バランス、価格とも安定持続

FY19 決算サマリー

タカラレーベン(8897 JP)の FY19 期業績は売上 168,493 百万円(前期比 27.6%増)、営業利益 11,901 百万円(同 18.5%増)となった。新築マンションが売上戸数、売上高ともに過去最高となった結果、全社売上も過去最高となった。

売上は会社予想を 5.3%上振れて推移したが営業利益は 8.5%未達となった。これは不動産販売事業セグメントに含まれる流動化部門においてホテル 2 案件の評価損を計上したため。このほかホテル 4 案件の減損損失 2,071 百万円を特別損失計上したことにより、当期利益は会社計画を 33%下回って着地した。

FY19 期は FY20 期までの 3 年間の中期経営計画の 2 年目であったが、同計画の KPI である

- FY20 期末までに自己資本比率 30%に到達
- LTV60%未満(毎期 3 月末)
- D/E レシオ 3 倍未満(毎期 3 月末)
- ROE15% (毎期)

のうち、LTV と D/E レシオにおいてはクリア。ROE は 10.9%となったものの、上記の特損を除いたベースでは 17.2%となった。

| 中期経営計画 (FY18~FY20) KPI | | | |
|------------------------|------|------|---------------------|
| | FY18 | FY19 | 目標 |
| 自己資本比率(%) | 25.6 | 25.9 | 30% (FY20 末時点) |
| LTV (%) | 60.5 | 58.3 | less than 60% (毎期末) |
| D/E レシオ(倍) | 2.3 | 2.2 | less than 3x (毎期末) |
| ROE (%) | 14.3 | 10.9 | 15% (毎期) |

Source: Takara Leben's FY19 earnings presentation

エグゼクティブサマリー

- タカラレーベン(8897 JP)の FY19 期業績は売上 168,493 百万円(前期比 27.6%増)、営業利益 11,901 百万円(同 18.5%増)となった。新築マンションが売上戸数、売上高ともに過去最高となった結果、全社売上も過去最高となった。
- 評価損にかかるコスト計上で利益は予想より下振れた。
- 新築分譲マンション部門は売上戸数 (1,955 戸)、売上高 (¥77,171mil)ともに過去最高となった。地方比率も上昇し全国 33 都道府県に進出を果たした。
- FY19 期業績に対して新型コロナウイルスの影響はほとんどないが、4-5 月にモデルルームを閉所した影響が懸念されるのは FY20 期以降。
- 流動化部門では経済停滞の影響で物件売却において想定以上の利益が獲得できないリスクが考えられるが、売却で想定以上の利益が出ない場合は一時賃貸物件として運営するなどポートフォリオの最適化を図ることでリスク回避する模様。
- 発電事業はマクロ状況に関係なく安定した事業であるので仕入れ・売却・売電すべてにおいてほぼ影響はない模様。
- FY20 期は中計 3 年間の最終年度であるが売上は FY19 期にほぼ目標数字を達成している。利益は評価損の計上があった FY19 期と比べるとやや高い数字に見えるが、新築分譲マンション事業が想定通りであれば可能な範囲。

| 業績サマリー | | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| (百万円/3月期) | FY18 | | FY19 | | |
| | 通期 | 通期 | YoY (%) | 会社予 | 予想比(%) |
| 売上高 | 132,005 | 168,493 | 27.6 | 160,000 | 5.3 |
| 不動産販売事業 | 104,823 | 129,649 | 23.7 | 120,720 | 7.4 |
| 不動産賃貸事業 | 5,829 | 5,965 | 2.3 | 6,000 | -0.6 |
| 不動産管理事業 | 4,512 | 5,046 | 11.9 | 5,200 | -2.9 |
| 発電事業 | 10,794 | 20,982 | 94.4 | 21,100 | -0.6 |
| 施設売却 | 6,100 | 15,983 | 162.0 | 17,000 | -6.0 |
| 売電収入 | 4,694 | 4,999 | 6.5 | 4,100 | 21.9 |
| その他 | 6,045 | 6,850 | 13.3 | 6,980 | -1.9 |
| 売上総利益 | 26,886 | 30,516 | 13.5 | 31,500 | -3.1 |
| GPM (%) | 20.4 | 18.1 | -2.3pp | 19.7 | -1.6pp |
| 営業利益 | 10,046 | 11,901 | 18.5 | 13,000 | -8.5 |
| OPM (%) | 7.6 | 7.1 | -0.5pp | 8.1 | -1.0pp |
| 経常利益 | 9,027 | 11,201 | 24.1 | 11,800 | -5.1 |
| RPM (%) | 6.8 | 6.6 | -0.2pp | 7.4 | -0.8pp |
| 親会社株主に帰属する当期利益 | 6,426 | 5,361 | -16.6 | 8,000 | -33.0 |
| NPM (%) | 4.9 | 3.2 | -1.7pp | 5.0 | -1.8pp |

Source: Takara Leben's FY18 & 19 earnings results

セグメント

不動産販売事業

不動産販売事業は売上 129,649 百万円(前期比 23.7%増)、売上総利益 22,619 百万円(同 7.4%増)を計上した。同セグメントの主要 2 部門は新築分譲マンション、流動化である。

● 新築分譲マンション

新築分譲マンション部門は売上 77,171 百万円(同 34.9%増)、売上総利益 15,650 百万円(同 30.7%増)となった。売上戸数は過去最高の 1,955 戸(同 299 戸増)となり、予想を上回る着地となった。

不動産経済研究所によれば、前年度の首都圏マンション供給は前年度比 22.0%減の 28,563 戸となり、30,000 戸以下で安定し需給バランスも健全であった。価格に関しても一時的過熱感はないものの高水準で推移し平均価格は 2.2%上昇の 6,055 万円となった。タカラレーベンの平均価格帯も 39~40 百万円と引き続きやや高いレンジで安定している。

同社マンションの大都市圏比率(三大都市:首都圏、中部圏、近畿圏)は 42.7%となり、地方都市比率が高くなった。前年度からさらに 2 県に開発を拡げ 33 都道府県に進出した。地方における「コンパクトシティ化」により地方の比較的裕福なシニア層にも一定の需要がある模様。

コロナの影響は FY19 期の業績においてはほとんど見られなかったものの、4 月 7 日の緊急事態宣言を受けて 4~5 月はすべてのモデルルームを一時休業していたため、通常であれば来場が活発なゴールデンウィークにおいて営業活動が鈍化した。6 月に入ってモデルルームへの来場は例年のレベルまで回復している。2~3 月の引渡しピーク時向けにはゴールデンウィーク、夏から秋口にかけての契約の季節性が高く、今後一時休業の影響がどの

タイミングで出てくるかはいまだ不透明である。中計上の FY20 期引渡し予定戸数 2,200 戸に対し 3 月末時点での契約済戸数は 1,062 戸となっている。

契約のタイミングによっては引渡しが出来ないなどの影響も考えられるが、一方で良好な需給バランスのおかげで新築マンション価格が下がる可能性は低いと社は考えている。同社が扱うファミリー層の実需向けにおいては急速にマーケットが悪化する兆しはない。一方でコスト面でも改善が見込める余地として、マンション建設請負が中心の中小建設会社の受注残が増えている兆しもなく、もはや労働力不足で建設会社の余力が逼迫していた状況ではない模様である。すでに 6,747 戸分のランドバンクもあり内 52%が大都市圏となっている。

- 流動化部門

流動化部門においては 30,200 百万円(前期比 11.6%減)を投資した。内 45%がレジデンシャル物件、46%がオフィスビル。一方で売却により 37,854 百万円(同 13.0%増)の収入となり、会社計画に対し 26.2%上振れた。売却先の多様化も進み、同社がスポンサーであるタカラレーベン不動産投資法人(3492 JP)だけでなく、私募ファンドやブリッジファンドなどの出口戦略も可能となった。売却案件の内訳はレジデンシャル物件が 58%、次いでホテルが 27%となった。同部門の売上総利益は 4,828 百万円(前期比 33.3%減)。粗利率は前期比 8.8 ポイント悪化し 12.8%となったがこれは前述のホテル 2 案件の評価損による。

今後仮に新型コロナウイルスの影響により不動産市場が何かしらの影響を受けると仮定すると、リスク要因として考えられるのは流動化において想定通りの利益が得られないことである。同社は想定以上の利益が得られない場合は売却ではなく賃貸物件としての保有、活用により影響を軽減することは可能としている。

不動産賃貸事業 / 不動産管理事業

不動産賃貸事業の FY19 期売上は前期比 2.3%増の 5,965 百万円、物件取得コストの低減により粗利率は同 6 ポイント改善し 26.7%となった。一方不動産管理事業においては管理戸数が前期比 5,711 戸増加し 59,747 戸となった。内 49.5%が同社以外のデベロッパーが開発した物件となっており、将来的に大規模修繕などの案件獲得への布石を着々と築いている。

発電事業

発電事業の収入源は大きく 2 つに分かれる。一つはメガソーラー施設を同社のインフラ投資ファンドであるタカラレーベン・インフラ投資法人(9281 JP)などへ施設売却する際の売却収入、もう一つは手持ちの発電施設の売電収入。FY19 期は施設売却収入が前期比 162%増の 15,983 百万円となったが、内 7 施設、合計 13,858 百万円がタカラレーベン・インフラ投資法人に売却された。一方で 10 施設、開発中のものを含む約 57MW 分の施設 (FIT 価格 27 円以上)を仕入れた。3 月末時点で確保済みの施設 (売却済み、開発中含む) 206MW のうち 77%が FIT 価格 36 円の発電施設となっており、売電、施設売却共に十分に利益が出る魅力的なポートフォリオになっている。売電収入は安定し

ており、FY19 では 4,999 百万円(前期比 6.5%増)となった。同事業は景気悪化の中でも比較的安定した需要があり、仕入れ・売却また売電もほぼ影響なく進捗する模様。

FY20 期見通しと中期経営計画

活動自粛後の経済悪化が言われる中、同社を取り巻く状況も不透明要因が多く合理的判断が難しいことから FY20 期会社予想を未定とした。今後状況が明確になり状況の判断がつき次第発表する予定。

FY20 期は 3 年の中計の最終年度であるがあくまで中計内の数字を参照すると、FY20 期の売上 170,000 百万円 (前年比 0.9%増 / 3 年間の CAGR15.3%増)、営業利益 14,500 百万円(同 21.8%増 / 同 4.8%増)。売上目標数値に関してはすでに FY19 期で到達に近い水準に達したが、営業利益目標への到達は新築分譲マンションが予定通り推移するかにかかっていると見えよう。

| 中期経営計画 (FY18~20) サマリー | | | | | | |
|-----------------------|---------|---------|---------|----------|---------|---------------|
| (百万円) | FY17 | FY18 | FY19 | FY20 Est | YoY (%) | 3-yr CAGR (%) |
| 売上高 | 110,851 | 132,005 | 168,493 | 170,000 | 0.9 | 15.3 |
| 売上総利益 | 25,779 | 26,886 | 30,516 | 34,500 | 13.1 | 10.2 |
| GPM (%) | 23.3 | 20.4 | 18.1 | 20.3 | +2.2pp | n/a |
| 営業利益 | 12,597 | 10,046 | 11,901 | 14,500 | 21.8 | 4.8 |
| OPM (%) | 11.4 | 7.6 | 7.1 | 8.5 | +1.4pp | n/a |
| 経常利益 | 11,792 | 9,027 | 11,201 | 13,000 | 16.1 | 3.3 |
| RPM (%) | 10.6 | 6.8 | 6.6 | 7.6 | +1.0pp | n/a |
| 親会社株主に帰属する当期利益 | 7,367 | 6,426 | 5,361 | 9,000 | 67.9 | 6.9 |
| NPM (%) | 6.6 | 4.9 | 3.2 | 5.3 | +2.1pp | n/a |

Source: Nippon-IBR based on Takara Leben's Medium-term Management Plan and FY19 earnings presentation

| 中期経営計画 (FY18~FY20) :セグメント売上・売上総利益(粗利益) | | | | | | | | | | | | |
|--|---------|--------|----------------|--------|---------|---------|--------|---------|----------|--------|---------|-----|
| (百万円:3 月期) | 前計画 | | FY18~20 中期経営計画 | | | | | | | | | |
| | FY17 | | FY18 | | | FY19 | | | FY20 Est | | | |
| | 売上 | 粗利 | 売上 | 粗利 | 売上比 (%) | 売上 | 粗利 | 売上比 (%) | 売上 | 粗利 | 売上比 (%) | |
| 不動産販売事業 | 79,341 | 17,086 | 104,823 | 21,060 | 20.1 | 129,649 | 22,619 | 17.4 | 129,950 | 25,750 | 19.8 | |
| 新築分譲マンション | 60,368 | 13,313 | 57,203 | 11,977 | 20.9 | 77,171 | 15,650 | 20.3 | 84,500 | 18,600 | 22.0 | |
| 新築戸建て分譲 | 6,335 | 830 | 8,817 | 701 | 8.0 | 7,808 | 720 | 9.2 | 14,850 | 1,950 | 13.1 | |
| リニューアル再販 | 588 | 78 | 3,305 | 537 | 16.2 | 3,431 | 421 | 12.3 | 3,400 | 400 | 11.8 | |
| 流動化 | 9,707 | 2,322 | 33,502 | 7,235 | 21.6 | 37,854 | 4,828 | 12.8 | 24,000 | 4,400 | 18.3 | |
| その他 | 2,340 | 541 | 1,993 | 608 | 30.5 | 3,382 | 997 | 29.5 | 3,200 | 400 | 12.5 | |
| 不動産賃貸事業 | 5,472 | 1,346 | 5,829 | 1,207 | 20.7 | 5,965 | 1,589 | 26.7 | 6,300 | 1,575 | 25.0 | |
| 不動産管理事業 | 4,000 | 504 | 4,512 | 633 | 14.0 | 5,046 | 576 | 11.4 | 5,400 | 700 | 13.0 | |
| 発電事業 | 18,239 | 5,273 | 10,794 | 1,422 | 13.2 | 20,982 | 3,137 | 15.0 | 21,200 | 2,910 | 13.7 | |
| 設備売却 | 14,687 | 5,068 | 6,100 | 1,414 | 23.2 | 15,983 | 3,020 | 18.9 | 17,000 | 2,700 | 15.9 | |
| 売電収入 | 3,552 | 204 | 4,694 | 8 | 0.2 | 4,999 | 116 | 2.3 | 4,200 | 210 | 5.0 | |
| その他事業 | 3,797 | 1,568 | 6,045 | 2,561 | 42.4 | 6,850 | 2,593 | 37.9 | 7,150 | 3,565 | 49.9 | |
| 合計 | 110,851 | 25,779 | 132,005 | 26,886 | 20.4 | 168,493 | 30,516 | 18.1 | 170,000 | 34,500 | 20.3 | |
| 営業利益 | 12,597 | | 10,046 | | | 7.6 | 11,901 | | 7.1 | 14,500 | | 8.5 |
| 経常利益 | 11,792 | | 9,027 | | | 6.8 | 11,201 | | 6.6 | 13,000 | | 7.6 |
| 親会社株主に帰属する当期利益 | 7,367 | | 6,426 | | | 4.9 | 5,361 | | 3.2 | 9,000 | | 5.3 |
| 配当(¥) | 16 | | 16 | | | n/a | 19 | | n/a | 21 | | n/a |

Source: Nippon-IBR based on Takara Leben's Medium-term Management Plan and FY19 earnings presentation

当レポートは英文レポートの日本語サマリー版です。英文フルレポートは弊社ウェブサイト www.nippon-ibr.com および *Bloomberg*, *日経 Quick*, *FactSet*, *Refinitiv* 等のターミナルでアクセスできます。ご参照ください。

GENERAL DISCLAIMER AND COPYRIGHT

This report has been commissioned by Takara Leben (8897 JP), and prepared and issued by Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd (Nippon-IBR), in consideration of a fee payable by Takara Leben. Fees are paid on delivery of the report in cash without recourse. Nippon-IBR may seek additional fees for the provision of follow-up research reports and associated IR services for the client but does not get remunerated for any investment banking services. We never take payment in stock, options or warrants for any of our services.

Accuracy of content: All information used in the publication of this report has been compiled from publicly available sources that are believed to be reliable, however Nippon-IBR does not guarantee the accuracy or completeness of this report and has not sought for this information to be independently verified. Opinions contained in this report represent those of the Nippon-IBR analyst at the time of publication. Forward-looking information or statements in this report contain information that is based on assumptions, forecasts of future results, estimates of amounts not yet determinable, and therefore involve known and unknown risks, uncertainties and other factors which may cause the actual results, performance or achievements of their subject matter to be materially different from current expectations.

Exclusion of Liability: To the fullest extent allowed by law, Nippon-IBR shall not be liable for any direct, indirect or consequential losses, loss of profits, damages, costs or expenses incurred or suffered by you arising out of or in connection with the access to, use of or reliance on any information contained on this note.

No personalised advice: The information that we provide should not be construed in any manner whatsoever as, personalised advice. Also, the information provided by us should not be construed by any subscriber or prospective subscriber as Nippon-IBR's solicitation to effect, or attempt to effect, any transaction in a security. The securities described in the report may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors.

Investment in securities mentioned: Nippon-IBR has a restrictive policy relating to personal dealing and conflicts of interest. It does not conduct any investment business and, accordingly, does not itself hold any positions in the securities mentioned in this report. However, the respective directors, officers, employees and contractors of Nippon-IBR may have a position in any or related securities mentioned in this report, subject to its policies on personal dealing and conflicts of interest.

Copyright: Copyright 2019 Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd.

For further enquiry, please contact:
Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd
First Floor,
35 Little Russell Street
London WC1A 2HH
TEL: +44 (0)20 7993 2583
Email: enquiries@nippon-ibr.com



Research Beyond Horizons
Japanese Equity Specialist

Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd (formerly known as NIB Research UK Ltd.) is registered in England and Wales (9100028) and is an Appointed Representative (AR) <FCA Reference Number 694873> of Profin Partners Limited registered and authorised by the Financial Conduct Authority with the register number 595504.