

# トーセイ

独立系中堅総合不動産企業：首都圏で不動産流動化、同開発などを中心に展開；手元流動性・財務健全性を確保し、仕入拡大

TICKER:8923 | 東証1部 | HP: <https://www.toseicorp.co.jp/ir/> | PUBLISHED on: 2021.2.03

## 事業概要

首都圏で不動産流動化、開発、賃貸、ファンド・コンサルティングなど総合展開

独立系中堅不動産企業：事業エリアを東京経済圏に特化して不動産関連事業を総合的に展開する独立系不動産会社。不動産流動化（資産価値が劣化した不動産を取得し、バリューアップして国内外投資家などに販売：49%）、不動産開発（25%）といった売買事業と、不動産賃貸（9%）、不動産管理（7%）、不動産ファンド・コンサルティング（9%）、ホテル（1%）といった安定事業の2つの大柱となる事業領域を有する（カッコ内の数字は、2020年11月期売上高構成比）。複数領域からなる事業ポートフォリオにより、収益の成長と安定のバランスを図っている（市場の需要変化に応じた機動的な事業ポートフォリオを運用）。物件分野はオフィス・商業用施設（店舗）、ホテル、物流施設、マンション、戸建など幅広く、顧客も国内外投資家、一般法人、不動産会社、REIT、個人など幅広い。ストックが膨大で流動性の高い中小規模物件（20億円未満）を得意とする。リーマン・ショック直後も営業損失を計上せず、2010年11月期以降2019年11月期まで10期連続営業増益を記録。2020年11月期は、新型コロナウイルス感染拡大の影響を踏まえ、コロナ禍で収益悪化が懸念されるホテル・商業施設を中心に将来売却価格の評価を厳格に行い棚卸資産の評価損を計上したことから前期比49.4%減益となった（評価損計上前では11期連続営業増益）。

## 業績動向

2021年11月期：前期比35.5%営業増益を同社は見込む

2020年11月期実績：売上高63,940百万円（前期比+5.3%）、営業利益6,428百万円（同-49.4%）。新型コロナウイルス感染症の影響を背景とするホテル・商業施設の棚卸資産評価損計上により期初会社予想を下方修正した上半期時点の通期会社予想に対して、売上高はほぼインラインで着地、営業利益は37.3%上回って着地。不動産ファンド・コンサルティング事業において、新規大型案件のアセットマネジメント契約を受託したこと、開発事業における分譲戸建販売が堅調に推移したことなどが背景。尚、同社は、2020年11月期において、当該修正の他に、その後2回に亘って売上高を若干下方修正、各利益を上方修正した。

2021年11月期同社予想：売上高69,535百万円（前期比+8.8%）、営業利益8,707百万円（同+35.5%）を同社は予想。売上面では不動産流動化事業の二桁増収、下半期におけるホテル事業の回復（2棟開業予定）などが牽引、利益面では不動産開発事業の回復、不動産賃貸事業の収益改善などが牽引すると同社は予想している。仕入目標は前期比（売上換算・前期実績は契約ベース）24,233百万円（44%）増の80,000百万円。

## 中期戦略

2023年11月期にROE12%以上、安定事業比率50%、配当性向30.0%などを目標

中期経営計画：同社は2023年11月期を最終年度とする3カ年中期経営計画を、2020年11月期決算発表と同時に、発表した。新型コロナウイルス感染症の影響など不確定要因があるため、今回中期経営計画においては、最終年度2023年11月期の売上高や各利益の目標を示さず、指標と配当性向の目標を示すに留めた。最終年度の指標については、ROE12.0%以上、安定事業比率（営業利益ベース）50%、自己資本比率35%程度、ネットD/Eレシオ1.0倍程度。配当性向は30.0%を目標とする。手許流動性・財務健全性を確保しながら、将来の成長に向けた仕入を拡大し、売買事業の回復・成長を図る。3年間で配当性向を段階的に引き上げる。

## S&Wサマリー

### 強み

多様な領域からなる事業ポートフォリオによる収益・利益の成長と安定のバランス：好況期に成長を促す事業（不動産流動化/不動産開発）と、不況期に収益を下支えする事業（不動産賃貸・ファンド・管理・ホテル）の双方を保有

ストックが膨大で流動性の高い中小型物件を得意とすること：中小型物件（例えば、東京23区のオフィスの場合、全棟数の91%）は、大手財閥系不動産会社が手間と収益との見合いから基本的に対象としない領域である

独立系不動産会社：大手財閥系では入手できないニッチな情報を入手できる

### 弱み

経営資源の分散：多事業からなる事業ポートフォリオは好況時にレバレッジを薄める

REITの資産規模の小ささ：同社REIT（トーセイ・リート投資法人）は資産規模ベースで、J-REIT62銘柄中55位

## 利益成長ドライバー

【従来】 売買事業（流動化・開発）+安定事業（賃貸・ファンド・管理）

【中期】 上記 + 周辺事業（ホテル、物流開発など）

指標	
時価総額	50,588 百万円
株価 (2021/1/27)	1,041 円
発行済株式数	48,595,300 株
外国人持株比率	35.19 %
BPS(FY11/20)	1,250.00 円
PBR(FY11/20)	0.83 倍
PER(FY11/21会予)	9.4 倍
配当(FY11/21会予)	29.00 円
配当利回り(FY11/21予)	2.79 %
ROE(11/21会予)	8.8 %
純負債/株主資本比率(FY11/20)	91.5 %

\*発行株式数には自己株式を含む

		業績推移											
		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 (%)	当期利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	ROA (%)	ROE (%)
FY11/15	IFRS	43,007	-14.0%	6,892	23.9%	6,040	29.5%	4,136	43.9%	85.66	750.32	6.9%	12.0%
FY11/16	IFRS	49,818	15.8%	9,280	34.6%	8,450	39.9%	5,547	34.1%	114.89	849.35	7.9%	14.4%
FY11/17	IFRS	57,754	15.9%	9,834	6.0%	9,049	7.1%	6,155	11.0%	127.48	955.99	7.4%	14.1%
FY11/18	IFRS	61,543	6.6%	10,876	10.6%	10,171	12.4%	6,852	11.3%	141.36	1,071.63	7.8%	14.0%
FY11/19	IFRS	60,728	-1.3%	12,691	16.7%	12,090	18.9%	8,447	23.3%	176.40	1,225.27	8.0%	15.3%
FY11/20	IFRS	63,940	5.3%	6,428	-49.4%	5,901	-51.2%	3,602	-57.4%	76.05	1,250.00	3.6%	6.1%
FY11/21	会予 IFRS	69,535	8.8%	8,707	35.5%	8,001	35.6%	5,218	44.9%	110.61	-	-	-

注：百万円未満を四捨五入（会社発表数値は百万円未満切り捨て）

## 事業概要

首都圏で不動産流動化、開発、賃貸、ファンド・コンサルティングなどを総合的に展開

### 会社概要

#### 独立系中堅総合不動産会社

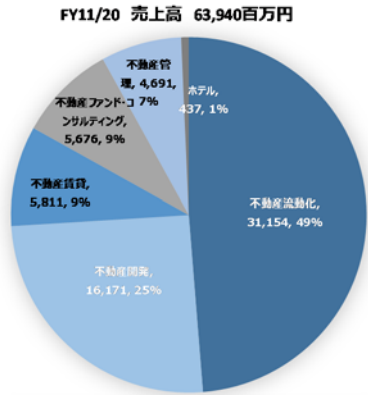
同社は事業エリアを東京経済圏（主に東京23区および東京都下）に特化して不動産関連事業を総合的に展開する独立系不動産会社。不動産流動化（不動産再生・販売）（49%）や不動産開発（25%）といった売買事業と、不動産賃貸（9%）、不動産管理（7%）、不動産ファンド・コンサルティング（9%）、ホテル（1%）といった安定事業の2つの大枠となる事業領域を有する（カッコ内の数字は、2020年11月期売上高構成比）。複数領域からなる事業ポートフォリオにより、収益の成長と安定のバランスを図っている（市場の需要変化に応じた機動的な事業ポートフォリオを運用）。物件分野はオフィス・店舗、ホテル、物流施設、マンション、戸建など幅広く、顧客も国内外投資家、一般法人、不動産会社、REIT、個人など幅広い。

リーマン・ショック直後も営業損失を計上せず、2010年11月期以降2019年11月期まで10期連続営業増益を記録。2020年11月期は、新型コロナウイルス感染拡大の影響を踏まえ、ホテル・商業施設を中心に棚卸資産の評価損を計上したことから前期比49.4%減益となったが、評価損計上がなければ11期連続営業増益。設立1950年（1994年6月、現社長の山口誠一郎氏が全株式を買い取り、現事業を始める）。2011年に東証1部指定替え、2013年にシンガポール証券取引所へ上場。2014年にトーセイ・リート投資法人（3451）を上場。従業員509名（2020年11月末現在/連結）。

ストックが膨大で流動性の高い中小規模物件（3～20億円）を得意とする

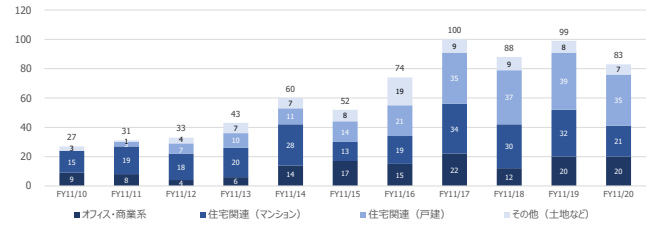
- ▶ 東京経済圏に事業エリア特化
- ▶ 幅広い商品群
- ▶ 幅広い顧客層
- ▶ 厳選した仕入：入手する月1,500件以上の情報の中から、選別・調査・検討で月100～150件程度に絞り込み、交渉の結果月5～10件程度が成約に至る

事業領域：売上高構成比（2020年11月期）



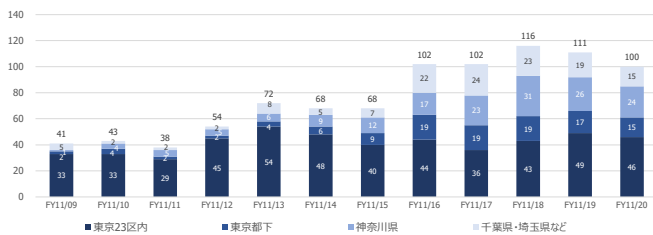
出所：同社データを基にSR社作成

物件種類別販売状況（単位：件）



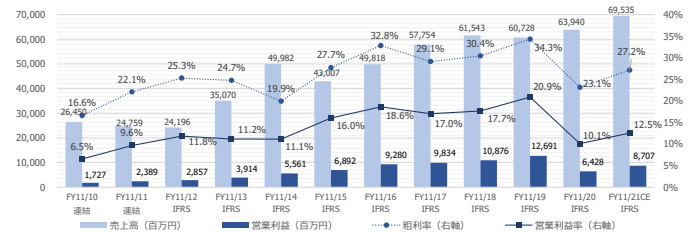
出所：同社データを基にSR社作成

期末保有棚卸資産の所在エリア（単位：件）



出所：同社データを基にSR社作成

売上高、営業利益、粗利益率、営業利益率の推移



出所：同社データを基にSR社作成

セグメント

各事業の概要は、以下の通り。

売買事業

■ **不動産流通化**（2020年11月期売上高構成比48.7%、同売上総利益構成比46.9%）：同社の主力事業。資産価値の劣化した不動産（オフィスビル、商業施設、賃貸マンションなど）を取得し、デザインおよび設備の改修や法的是正、稼働率引き上げなどのバリューアップを施した後、国内外投資家、不動産ファンド、自己利用目的の事業法人などに、1棟ごと販売する再生事業を行っている。原則として1棟単位で不動産を取得して販売するが、中古の1棟賃貸マンションを再生して、戸別に分譲販売するRestyling事業もある（投資市場が回復したため、現在ではRestyling事業の新規仕入は行っていない）

- ・ 事業期間：半年～1年
- ・ 規模、種別、エリアなどのポートフォリオ構成のバランスを重視
- ・ 取扱アセット：居住用、オフィス、商業ビルなど、ストックが膨大で流動性の高い中小規模物件（20億円未満）を得意とする
- ・ 調達先：企業保有ビル、銀行がビル建設を促して個人が建てたビル（個人から所有者が異動しているケースあり）。築23～30年超の在庫が市場には豊富にある
- ・ 顧客：国内外投資家が主体。個人富裕層、一般法人、不動産会社、ファンド、REITなど。Restylingの物件は個人などのエンドユーザー向け
- ・ 粗利益率：10億円未満の物件は22～23%で安定的に推移（市場規模が大きく、流動性が高いことが背景）；一方、10億円以上の物件は高い時には40%超もあるが、低い時には7%と変動の幅が大きい（リーマン・ショック直後は赤字）

■ **不動産開発**（同25.3%、損失2,417百万円を計上）：開発用の用地を取得し、エリアやニーズの特性に合わせて、オフィスビル、マンション、戸建住宅、商業施設、ホテル、物流施設などの新築開発・販売を行う事業。社内に一級建築事務所を設け、企画・デザイン力および品質にこだわった開発を行う。

- ・ 事業期間：1年（戸建住宅）～3年超（オフィスビルなど）

セグメント

- 売買系事業
  - ▶ 不動産流通化（2020年11月期売上高構成比48.7%、同売上総利益構成比46.9%）
  - ▶ 不動産開発（同25.3%、同16.3%）
- 安定事業
  - ▶ 不動産賃貸（同9.1%、同17.4%）
  - ▶ 不動産ファンド・コンサルティング（同8.9%、同38.0%）
  - ▶ 不動産管理（同7.3%、同13.3%）
  - ▶ ホテル（同0.7%、同2.4%）

- ・多様な取扱商品群による市況への対応力を意識
- ・ユーザビリティ（使い勝手の良さ）を重視
- ・開発用地：東京および周辺3県（神奈川県、埼玉県、千葉県）で取得する土地を、マンション、事業者用、商業用、居住用など、いかようにも開発が可能
- ・開発メニュー：商業（TS BRIGHTIAシリーズ）、複合ビル、ホテル、物流施設、マンション（THEパームスシリーズ）、戸建住宅（THEパームスコートシリーズ、コモドカーサシリーズ）
- ・建設委託先：中堅ゼネコン
- ・顧客：投資家、投資ファンド、自己利用目的のエンドユーザーなど
- ・販売：完成後あるいはテナント誘致後に、投資家へ仲介業者経由（コア業者200社500人の営業人員と常時関係を維持）、分譲マンションおよび戸建は自社で販売（一部は販売代理会社に委託）
- ・粗利益率：分譲マンションおよび戸建は18%程度。オフィス・店舗は競合が少ない（大手財閥系デベロッパーは通常自社で保有して賃貸するケースが多い）と同時に買い手も限られるため、販売リスクもある。一方で、マッチングが上手く行くと利益率は高い

### 安定事業

- 不動産賃貸**（同9.1%、同17.4%）：利便性の高い東京都区部を中心に、グループが所有するオフィスビルやマンションなどを賃貸し、安定的な収入を得る事業。2020年11月末現在、72物件の収益不動産を保有。

- ・固定資産に計上されている収益不動産：売却する予定のないもの（但し、市況を見極めて戦略的に保有物件を棚卸資産に入れ替える場合もある。今後、保有資産を増やしていく計画。）
- ・流動資産に計上されている収益不動産：リノベーション中の中古物件を売却するまでの家賃、新築収益ビル等の完成後にテナントを募集して売却するまでの家賃など
- ・粗利益率：50%程度（収益性が低いサブリース物件や、低稼働物件の仕入が増加すると低下）

- 不動産ファンド・コンサルティング**（同8.9%、同38.0%）：フィー（手数料）収入を得る事業。不動産私募ファンドの組成業務、トーセイ・リートや私募ファンドのアセットマネジメント業務、事業法人に対する不動産コンサルティング、海外ネットワークを生かした売買・賃貸仲介業務などを行い、フィーを得る。

- ・アセットマネジメント受託資産(AUM)残高：1,123,406百万円（2020年11月期末）
- ・REIT：2014年11月にトーセイ・リートを上場。残高70,382百万円（同）はJ-REITの中で下位グループに止まる
- ・私募ファンド：顧客は海外投資家がメイン
- ・CRE：企業が保有している不動産の有効活用に向けたコンサルティングなどを実施する；月々のフィー（コンサルティング料など）は必ずしも高くないが、建替や売却などのイベントを企画して成功させると大きな成功報酬（売却時の仲介手数料など）を得られる
- ・アセットマネジメントフィー：不動産の価値向上を図るべく運営・管理を行う他、保有物件の運用状況報告などのサービスに伴う対価。AUM残高に対し、私募ファンドでは50bp程度が基準
- ・アキュジションフィー：投資家のニーズに合わせ、不動産投資案件を発掘し、ファンド組成から物件取得までのサービスに伴う対価。物件取得額に対して、私募ファンドでは50bp程度が基準
- ・ディスポジションフィー：ファンド資産の売却を行う際の買主の探索から物件の引渡しまでのサービスに伴う対価。売却価格に対して、私募ファンドでは50bp程度が基準。
- ・仲介手数料・その他：3%

- 不動産管理**（同7.3%、同13.3%）：ビルメンテナンス\*、プロパティマネジメント\*\*、分譲マンションの管理業務\*\*\*を行い、安定的な収入を得る。2020年11月末現在、ビル、ホテル、学校など449棟、マンション246棟の計695棟を管理。

\*ビルメンテナンス：オフィスビル、マンション、ホテル、商業施設、学校施設などの建物・設備の管理、清掃、改修、消防検査対応、保安警備など

\*\*プロパティマネジメント：オーナーの代行、テナント管理、テナント募集、建物管理

\*\*\*分譲マンションの管理：管理組合の立ち上げからその後の円滑な組合運営などを総合的に支援

売上総利益：30%程度。受託増や付随するスポット的な報酬（更新手続きや新規テナント付け、スポット工事等）があると収益は増加するが販管費も増加するので、営業利益率で見るとほぼ一定

- 〻 ホテル（同0.7%、損失673百万円を計上）：2018年11月期に「トーセイホテルココネ 神田」、2019年11月期に「トーセイホテルココネ 上野」が開業。2020年11月期に「トーセイホテルココネ 浅草蔵前」「トーセイホテルココネ 上野御徒町」の2棟を開業し、「トーセイ・ホテル&セミナー幕張」の大規模改修実施。2020年11月期は新型コロナウイルス感染症の影響により各ホテルの稼働率は低下した（後段で詳述）。

## 市場環境

### 不動産取引額と不動産ファンド

2019年度（2019年4~2020年3月）の上場企業などの不動産取引額は4兆4,843億円（前年同期比+24.5%）であった。上半期は前年同期比2.0%減であったが、下半期は大型取引が活発化し同49.7%増となった。2019年度の取引件数は前期比微増に留まった。市場への物件供給の減少に加えて、不動産価格の上昇\*（および価格上昇によるキャップレート\*\*の低下傾向）により、J-REITや不動産会社、外資系法人などの不動産セクター内での物件流通（循環構造）が定着化。

一方、金利低下に伴うイールド・スプレッド\*\*\*の拡大傾向などを背景に、不動産ファンドの市場規模は、2020年上半期に40.7兆円（同+7.7%）にまで拡大した。J-REITが拡大するとともに、国内特化型不動産私募ファンドも増加した。銀行の不動産業向け貸出も拡大トレンドが続いている。

#### 不動産取引額と不動産ファンド

- ▶ 国内の不動産取引額は2013~14年度をピークに減少傾向にあったが、2017年度には増加。2018年に再び減少したが、2019年度は下半期に大型取引が堅調に推移し前年同期比24.5%増に
- ▶ 不動産ファンドの市場規模は拡大

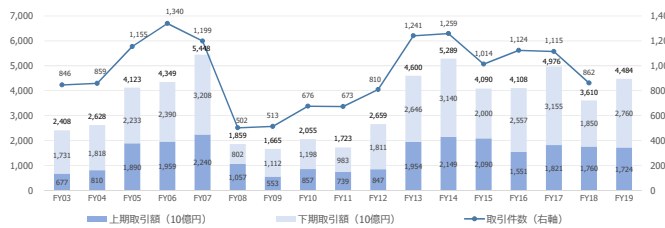
\*例えば、首都圏の新築マンション価格は2019年の59.80百万円/戸から2020年は60.83百万円/戸へ1.7%上昇（出所：不動産経済研究所データ）、中古マンションの価格は2019年の37.09百万円/70㎡から2020年には37.34百万円/70㎡へ0.7%上昇した（出所：東京カンテイ）

\*\*キャップレートとは、Capitalization Rateの略。還元利回りとも呼ばれる。不動産から生み出される純収益から不動産価格を求める際に用いられる利回りであり、「純収益÷キャップレート=不動産価格」として表される

\*\*\*イールド・スプレッドとは、キャップレートと10年国債利回りの差

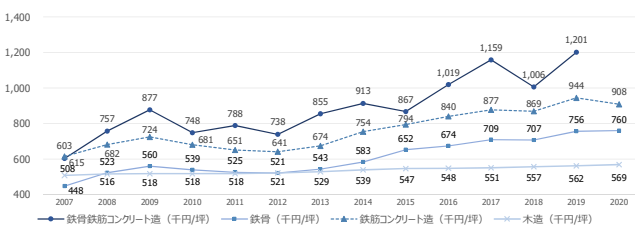


上場企業等の不動産取引 (単位: 10億円、件)



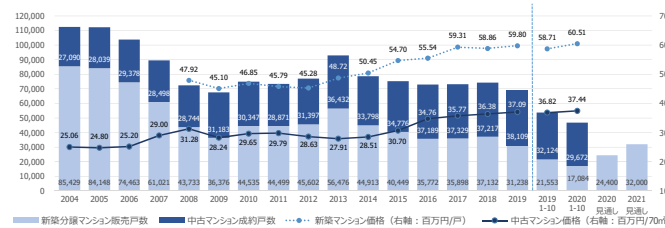
出所: 都市未来総合研究所のデータを基にSR社作成

構造別建築費坪単価の推移 (単位: 千円/坪)



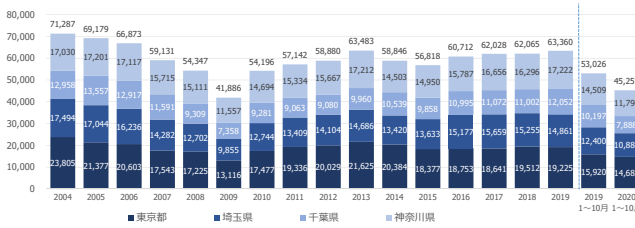
出所: 国土交通省のデータを基にSR社作成

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



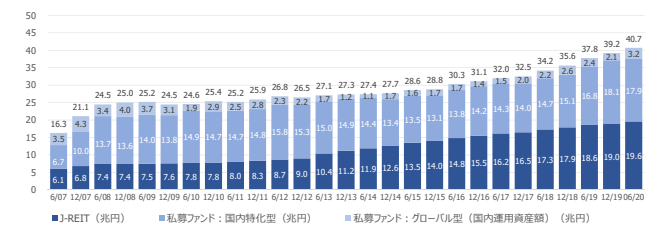
出所: 東京カンテイ、東日本不動産流通機構、不動産経済研究所のデータを基にSR社作成  
\*新築マンション価格 (年間平均) は月次データの単純平均により算出

首都圏の戸建分譲着工の推移



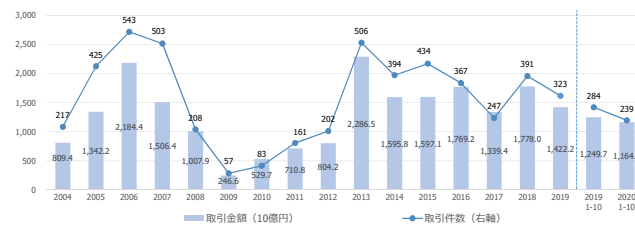
出所: 国土交通省のデータを基にSR社作成

不動産ファンド市場規模



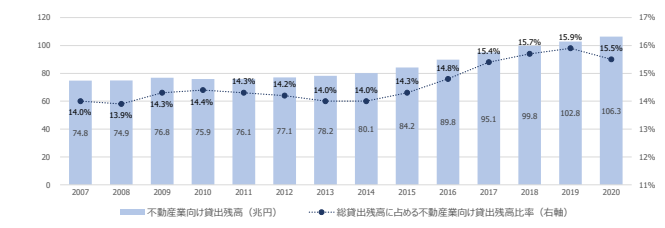
出所: 三井住友トラスト基礎研究所のデータを基にSR社作成

J-REITの物件取得額



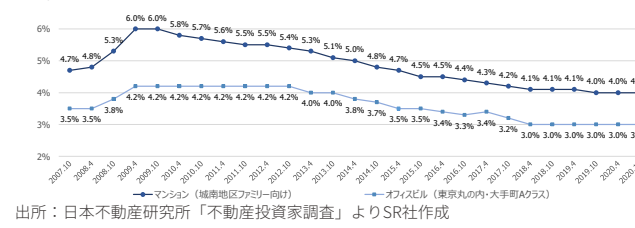
出所: ARESのデータを基にSR社作成

銀行の不動産業向け貸出残高



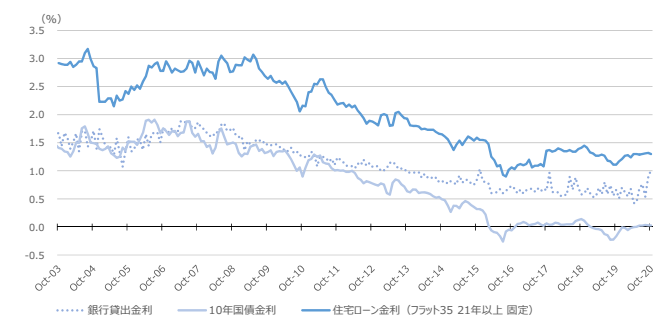
出所: 日本銀行「貸出先別貸出金」のデータを基にSR社作成  
\*貸出残高は国内銀行(3勤定合計)、信用金庫、その他金融機関の合計

不動産取引利回り (東京23区)



出所: 日本不動産研究所「不動産投資家調査」よりSR社作成

金利の推移



出所: フラット35、日本銀行、財務省データのデータに基づきSR社作成

オフィスの賃料および空室率

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、2020年第3四半期(7~9月)の東京都心Bクラス\*の成約賃料インデック

オフィスの賃料および空室率

- ▶ 賃料: 上昇トレンドにピークアウト感
- ▶ 空室率: 下降トレンドに一服感

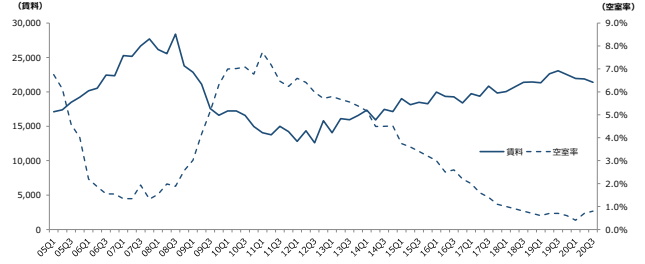
スは21,393円/坪と前年同期比7.2%の低下、前四半期比2.2%の低下となった。2012年第3四半期（7～9月）を底にゆるやかなペースでの上昇が続いていたが、2019年第3四半期をピークに低下傾向にある。東京都心Bクラスビルの空室率は0.8%と1%台を割り込み、2011年第2四半期（4～6月）以降、新築オフィスビルの大量供給が一巡したことなどを背景に低下し、2018年第2四半期（4～6月）以降1%を下回るレベルを継続している。

東京23区大規模オフィス（1万㎡以上）の供給量



出所：森ビル「東京23区の大規模オフィスビル供給量調査'19」のデータを基にSR社作成  
注：2019年～2023年のデータは予想値

東京都心部Bクラスビル 賃料・空室率



	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
賃料 (円/坪)	20,044	20,732	21,387	21,429	21,312	22,609	23,060	22,521	21,941	21,883	21,393	
空室率	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.4%	0.7%	0.8%	

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。

\*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

競合

不動産関連事業は、流動化、開発、賃貸、管理、ファンド・コンサルティングなど、分野が幅広い。同社は、事業エリアを東京経済圏に特化し、不動産関連事業を総合的に展開している。同社はストックが膨大で流動性の高い中小規模（20億円未満）を得意とするが、同社と同規模事業レベルで同社のように総合的な事業ポートフォリオを有する競合の数は少ない。また、同社の場合、アセットクラスや価格帯などをはじめ商品群の幅が広いのも特徴である。一方、財閥系大手も同様の事業ポートフォリオを有するが、中小規模物件では競合しない。同規模レベルの独立系事業者と、用地取得面での競争は一部あるが、各社それぞれに主要顧客層に対するサービスとそれに伴う物件取得方針などの点で特徴がある。例えば、不動産仲介業者と不動産会社との間で流れる総じて閉鎖的な情報に対して、案件ごとに参加者（不動産会社）がそれぞれいるような市場となっている。

- 独立系：サムティ（東証1部3244）、いちご（東証1部2337）、ケネディクス（東証1部4321）、ムゲンエステート（東証1部3299）、サンフロンティア不動産（東証1部8934）
- 財閥系：三井不動産（東証1部8801）、三菱地所（東証1部8802）

競合との比較

コード	企業名	決算期	売上高 (百万円)	営業利益 (百万円)	利益率 (%)	ROA (%)	ROE (%)	自己資本 率 (%)	ネットD/E 比率 (倍)	主要事業 (売上構成比：%)
3288	オープンハウス	FY09/20	575,951	62,129	10.8%	15.2%	32.0%	41.0%	0.22	戸建関連 (66)、マンション (10)、収益不動産 (19)、その他 (5)
3244	サムティ	FY11/20	101,120	17,355	17.2%	6.5%	14.3%	30.7%	1.15	不動産(89)、賃貸(8)、その他 (3)
2337	いちご	FY02/20	87,360	27,721	31.7%	7.5%	8.2%	30.1%	1.22	「心築」(再生)(92)、AM(3)、グリーンエネルギー(4)
8934	サンフロンティア不動産	FY03/20	73,218	16,571	22.6%	13.4%	17.7%	49.6%	0.49	再生(81)、不動産サービス (4)、オペレーション (7)
4321	ケネディクス	FY12/19	70,326	15,931	22.7%	8.8%	11.2%	57.0%	0.05	AM(15)、不動産投資(73)、管理 (5)、運営 (6)
8923	トーセイ	FY11/20	63,940	6,428	10.1%	3.6%	6.1%	36.5%	0.91	流動化(再生)(49)、開発(25)、賃貸(9)、ファンド・コンサル (9)、管理 (7)、ホテル (1)
3299	ムゲンエステート	FY12/19	39,677	3,157	8.0%	3.7%	7.6%	33.2%	1.35	売買(再生)(96)
2975	スター・マイカ	FY11/20	39,568	3,281	8.3%	3.3%	9.1%	25.6%	2.39	リノベーション(98)、インベストメント (-)、アドバイザリー (2)
8940	インテリックス	FY05/20	37,863	1,108	2.9%	2.0%	4.0%	29.0%	1.88	中古マンション再生・流通(81)、その他 (19)
3294	イーグランド	FY03/20	20,464	1,451	7.1%	6.9%	12.3%	39.8%	0.94	中古住宅再生(99)
	平均		110,949	15,513	14.1%	7.1%	12.3%	37.3%	1.06	

出所：各社データよりSR社作成

## 業績動向

2021年11月期：前期比営業35.5%増益を同社は見込む

### 2020年11月期実績

#### 概要

売上高63,940百万円（前期比+5.3%）、営業利益6,428百万円（同-49.4%）、税引前利益5,901百万円（同-51.2%）、親会社の所有者に帰属する当期純利益3,602百万円（同-57.4%）となった。新型コロナウイルス感染拡大の影響を踏まえ、コロナ禍で収益悪化が懸念されるホテル・商業施設を中心に将来売却価格の評価を厳格に行い棚卸資産の評価損を計上したことにより前期比49.4%減益となった（評価損計上前では11期連続営業増益）。

- ▶ 新型コロナウイルス感染症の影響を背景とするホテル・商業施設の棚卸資産評価損計上により期初会社予想を下方修正した上半期時点の通期会社予想（2020年7月6日発表値）に対して、売上高はほぼインラインで着地、営業利益は37.3%上回って着地した。
- ▶ 不動産ファンド・コンサルティング事業において、新型大型案件のアセットマネジメント契約を受託したこと、開発事業における分譲戸建販売が堅調に推移したことなどが背景。尚、同社は、2020年11月期において、当該修正の他に、その後2回（2020年10月5日、同年11月24日に発表）に亘って売上高を若干下方修正、各利益を上方修正した。
- ▶ 期初同社予想比では、売上高は20.4%下回った。新型コロナウイルス感染症の影響が背景。不動産流動化事業では一部販売予定物件を翌期以降へ先送りを行った。売上高が期初想定を下回ったことに加え、ホテルや商業施設を中心に棚卸資産の評価損7,783百万円を計上。営業利益は53.2%、税引前利益は54.8%、親会社の所有者に帰属する当期利益は59.1%、それぞれ下回って着地した。
- ▶ 不動産流動化・開発事業合計の年間仕入額は、新型コロナウイルス感染症拡大の影響により仕入活動を3か月間停止した影響もあり、契約ベース55,767百万円（前期比-22.6%）となった（引渡しベースでは37,203百万円）。

#### 事業別動向

- **不動産流動化事業**：売上高31,154百万円（前期比+0.5%）、売上高総利益率22.3%（同-6.9ppt）、セグメント営業利益5,597百万円（同-27.8%）となった。棚卸資産評価損1,531百万円計上、一部販売予定物件を翌期以降へ先送りした。評価損を除いたベースでの売上総利益率は27.2%（同-2.0ppt）。

「神楽坂プラザビル」（東京都新宿区）、「T's garden北柏」（千葉県柏市）、「駒込3丁目ビル」（東京都豊島区）計43棟（前期比10棟減）のバリューアップ物件の販売を行った（1棟当たり平均単価は同24%増）。その内、スポンサーを務めるトーセイ・リート投資法人向け売却は3物件、同社クラウドファンディング「TREC FUNDING」向けは1物件。

また、Restyling事業において「エコロジー落合レジデンス」（東京都新宿区）、「ヒルトップ横浜東寺尾」（神奈川県横浜市）などで4戸（同7戸減）を販売した。

仕入（29,171百万円、前期比横這い）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、賃貸マンションを合わせて25棟（前期比14棟減）、土地7件（同3件増）を取得。

- **不動産開発事業**：売上高16,171百万円（前期比+12.7%）、売上高総利益率-14.9%（同-36.1ppt）、セグメント営業損失3,743百万円（前期は営業利益1,529百万円）。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。ホテルや商業施設を中心に

2020年11月期実績：前期比5.3%増収、同49.4%営業減益

期初会社予想比達成率：

▷売上高：79.6%

▷営業利益：46.8%

▷税引前利益：45.2%

▷親会社所有者帰属当期利益：40.9%



棚卸資産評価損6,252百万円を計上した。評価損を除いたベースでの売上総利益率は23.7% (同+2.5ppt)。

新築分譲マンションでは、「THEパームス相模原パークブライティア」(神奈川県相模原市)において、計243戸を販売した。戸建住宅では、「THEパームスコート三ツ池公園Ⅱ」(神奈川県横浜市)、「THEパームスコート国分寺恋ヶ窪」(東京都国分寺市)などにおいて、80戸を販売した。その他、物流施設1件(同社初の物流施設開発「T's Logi 橋本」)、商業施設1件、土地6件を販売した。

仕入(8,033百万円、前期比-81.3%)面では、賃貸1棟マンション開発用地1件(前期は1件)、商業施設開発用地1件(前期はなし)、戸建住宅開発用地40戸分(前期比101戸減)を取得。

- 不動産賃貸事業**：売上高(外部売上高)5,811百万円(前期比-2.2%)、売上高総利益率43.9%(同+0.5ppt)、セグメント営業利益2,320百万円(同-2.0%)。保有する賃貸用棚卸資産21棟を売却する一方で、収益オフィスビル、賃貸マンションなど17棟を新規取得。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。

新型コロナウイルス感染症拡大の影響による店舗などからの賃料減額や支払猶予の要請は極めて限定的。固定資産における店舗などの割合は小さく、影響額は限定的。

- 不動産ファンド・コンサルティング事業**：売上高(外部売上高)5,676百万円(前期比+51.2%)、売上高総利益率97.7%(同+1.2ppt)、セグメント営業利益4,193百万円(同+77.3%)。売上高は期初会社予想を80.3%、営業利益は同138.5%、それぞれ上振れて着地した。過去最高の売上高を記録した。

2020年11月期末のアセットマネジメント受託資産残高(AUM)1,123,406百万円(前期末比+276,928百万円；新規受託346,926百万円；物件売却など69,998百万円)。内訳としては、私募ファンドが988,720百万円、トーセイ・リートが70,382百万円、CRE64,304百万円。投資一任業における受託資産残高は国内最大級となっている。

大型案件の獲得によるAUM増で、アセットマネジメントフィーや関連報酬が増加したほか、ファンドの出口などにおける仲介手数料収入など2,067百万円の計上により、増収増益となった。

- 不動産管理事業**：売上高(外部売上高)4,691百万円(前期比+2.3%)、売上高総利益率33.3%(同+3.3ppt)、セグメント営業利益668百万円(同+32.5%)。2020年11月期末の管理棟数は695棟(同+36棟)。オフィスビル、ホテル・学校などで449棟(同+34棟)、分譲マンション・賃貸マンションで246棟(同+2棟)。

- ホテル事業**：売上高(外部売上高)437百万円(前期比-59.8%)、セグメント営業損失668百万円(前年同期は営業利益100百万円)。2018年11月期に「トーセイホテルココネ 神田」、2019年11月期に「トーセイホテルココネ 上野」が開業。2020年11月期に「トーセイホテルココネ 浅草蔵前」「トーセイホテルココネ 上野御徒町」の2棟を開業した他、「トーセイ・ホテル&セミナー幕張」の大規模改修を行った。2020年11月期は新型コロナウイルス感染症拡大の影響によりホテル休館や開業延期を余儀なくされ稼働率と平均客室単価(ADR)が低下した。

\*賃貸の不動産物件に対してテナント付けを行い、仲介業務を行うこと。即ち、空き店舗などにテナントを誘致して、ビルの稼働率を高めるような営業活動のこと

※「トーセイホテルココネ 神田」：2020年5～6月は休館  
 ※「トーセイホテルココネ 上野」：2020年5～6月は休館  
 ※「トーセイ・ホテル&セミナー幕張」：開業2020年3月。2020年5～6月は休館  
 ※「トーセイホテルココネ 浅草蔵前」：開業2020年7月  
 ※「トーセイホテルココネ 上野御徒町」：開業2020年7月

同社セグメント/プロジェクト部別業績推移

	セグメント別業績推移											
	10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	21年11月期会予
(百万円)	連結	連結	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
売上高	26,450	24,759	24,196	35,070	49,982	43,007	49,818	57,754	61,543	60,728	63,940	69,535
(前年比)	-21.4%	-6.4%	-2.3%	44.9%	42.5%	-14.0%	15.8%	15.9%	6.6%	-1.3%	5.3%	8.8%
不動産流動化 (外部売上高)	8,149	12,041	5,980	11,098	34,744	25,986	25,810	40,268	34,794	31,012	31,154	40,645
(前年比)	-18.2%	47.8%	-50.3%	85.6%	213.1%	-25.2%	-0.7%	56.0%	-13.6%	-10.9%	0.5%	30.5%
(構成比)	30.8%	48.6%	24.7%	31.6%	69.5%	60.4%	51.8%	69.7%	56.5%	51.1%	48.7%	58.5%
不動産開発 (外部売上高)	11,682	5,256	10,985	16,348	6,113	6,606	13,139	5,197	13,262	14,346	16,171	12,696
(前年比)	-29.4%	-55.0%	109.0%	48.8%	-62.6%	8.1%	98.9%	-60.4%	155.2%	8.2%	12.7%	-21.5%
(構成比)	44.2%	21.2%	45.4%	46.6%	12.2%	15.4%	26.4%	9.0%	21.5%	23.6%	25.3%	18.3%
不動産賃貸 (外部売上高)	2,587	2,460	2,455	2,647	4,153	4,212	5,282	6,195	5,934	5,944	5,811	-
(前年比)	-23.9%	-4.9%	-0.2%	7.8%	56.9%	1.4%	25.4%	17.3%	-4.2%	0.2%	-2.2%	-
(構成比)	9.8%	9.9%	10.1%	7.5%	8.3%	9.8%	10.6%	10.7%	9.6%	9.8%	9.1%	-
不動産賃貸 (含むセグメント間売上)	2,634	2,508	2,510	2,704	4,211	4,262	5,324	6,238	5,979	5,994	5,859	5,889
(前年比)	-23.5%	-4.8%	0.1%	7.7%	55.7%	1.2%	24.9%	17.2%	-4.2%	0.2%	-2.2%	0.5%
(構成比)	10.0%	10.1%	10.4%	7.7%	8.4%	9.9%	10.7%	10.8%	9.7%	9.9%	9.2%	8.5%
不動産ファンド・コンサルティング (外部売上高)	1,125	1,396	777	1,398	949	2,439	2,303	2,763	2,982	3,753	5,676	-
(前年比)	25.4%	24.2%	-44.4%	80.0%	-32.1%	156.9%	-5.6%	20.0%	7.9%	25.8%	51.2%	-
(構成比)	4.3%	5.6%	3.2%	4.0%	1.9%	5.7%	4.6%	4.8%	4.8%	6.2%	8.9%	-
不動産ファンド・コンサルティング (含むセグメント間売上高)	1,176	1,414	800	1,420	959	2,444	2,330	2,802	3,039	3,773	5,759	4,219
(前年比)	25.4%	20.3%	-43.5%	77.5%	-32.5%	154.9%	-4.7%	20.3%	8.4%	24.2%	52.6%	-26.7%
(構成比)	4.4%	5.7%	3.3%	4.0%	1.9%	5.7%	4.7%	4.9%	4.9%	6.2%	9.0%	6.1%
不動産管理 (外部売上高)	2,736	3,425	3,157	3,160	2,944	3,070	2,944	3,331	4,015	4,586	4,691	-
(前年比)	3.9%	25.2%	-7.8%	0.1%	-6.8%	4.3%	-4.1%	13.1%	20.6%	14.2%	2.3%	-
(構成比)	10.3%	13.8%	13.0%	9.0%	5.9%	7.1%	5.9%	5.8%	6.5%	7.6%	7.3%	-
不動産管理 (含むセグメント間売上高)	3,058	3,911	3,500	3,542	3,460	3,574	4,006	4,637	5,232	5,888	5,929	6,337
(前年比)	-0.1%	27.9%	-10.5%	1.2%	-2.3%	3.3%	12.1%	15.8%	12.8%	12.5%	0.7%	6.9%
(構成比)	11.6%	15.8%	14.5%	10.1%	6.9%	8.3%	8.0%	8.0%	8.5%	9.7%	9.3%	9.1%
ホテル (外部売上高)	-	-	-	-	-	-	-	-	557	1,086	437	-
(前年比)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	95.0%	-59.8%	-
(構成比)	-	-	-	-	-	-	-	-	0.9%	1.8%	0.7%	-
ホテル (含むセグメント間売上高)	-	-	-	-	-	-	-	-	558	1,089	439	1,178
(前年比)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	95.3%	-59.7%	168.5%
(構成比)	-	-	-	-	-	-	-	-	0.9%	1.8%	0.7%	1.7%
その他 (外部売上高)	171	181	842	419	1,078	694	340	-	-	-	-	-
(前年比)	-6.9%	6.1%	365.4%	-50.2%	157.4%	-35.6%	-51.0%	-	-	-	-	-
(構成比)	0.6%	0.7%	3.5%	1.2%	2.2%	1.6%	0.7%	-	-	-	-	-

出所：同社データを基にSR社作成

\*2019年11月期予想との比較容易性の観点から、2018年11月期の不動産賃貸事業の数値はホテル事業を含まないベースを使用

同社プロジェクト別販売高・件数・単価および物件種類別販売件数

プロジェクト別販売高・件数および物件種類別販売件数											
	10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期
(百万円)	連結	連結	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
売上高 (販売物件合計)	19,831	17,297	17,348	27,445	40,854	32,591	38,509	45,308	47,906	45,177	47,174
(前年比)	-25.2%	-12.8%	0.3%	58.2%	48.9%	-20.2%	18.2%	17.7%	5.7%	-5.7%	4.4%
(構成比)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
販売高 (1億円未満/PJ*)	2,818	9,456	12,086	12,997	7,949	7,388	7,131	6,832	13,356	12,926	12,442
(前年比)	76.8%	235.6%	27.8%	7.5%	-38.8%	-7.1%	-3.5%	-4.2%	95.5%	-3.2%	-3.7%
(構成比)	14.2%	54.7%	69.7%	47.4%	19.5%	22.7%	18.5%	15.1%	27.9%	28.6%	26.4%
販売高 (1億円以上10億円未満/PJ*)	7,264	2,418	3,543	4,969	12,669	8,877	9,510	14,065	11,785	20,422	12,861
(前年比)	-38.5%	-66.7%	46.5%	40.2%	155.0%	-29.9%	7.1%	47.9%	-16.2%	73.3%	-37.0%
(構成比)	36.6%	14.0%	20.4%	18.1%	31.0%	27.2%	24.7%	31.0%	24.6%	45.2%	27.3%
販売高 (10億円以上30億円未満/PJ*)	6,218	5,422	1,718	1,076	16,862	12,237	10,850	20,771	6,450	3,342	14,017
(前年比)	193.4%	-12.8%	-68.3%	-37.4%	1467.1%	-27.4%	-11.3%	91.4%	-68.9%	-48.2%	319.4%
(構成比)	31.4%	31.3%	9.9%	3.9%	41.3%	37.5%	28.2%	45.8%	13.5%	7.4%	29.7%
販売高 (30億円以上/PJ*)	3,530	-	-	8,401	3,373	4,088	11,016	3,637	16,313	8,486	7,852
(前年比)	-67.9%	-	-	-	-59.9%	21.2%	169.5%	-67.0%	348.5%	-48.0%	-7.5%
(構成比)	17.8%	0.0%	0.0%	30.6%	8.3%	12.5%	28.6%	8.0%	34.1%	18.8%	16.6%
総プロジェクト件数 (件)	27	31	33	43	60	52	74	100	88	100	83
(前年比)	-12.9%	14.8%	6.5%	30.3%	39.5%	-13.3%	42.3%	35.1%	-12.0%	13.6%	-17.0%
<規模別：件数内訳>											
1億円未満/戸 (PJ*)	7	18	24	31	26	25	42	48	47	54	39
(前年比)	75.0%	157.1%	33.3%	29.2%	-16.1%	-3.8%	68.0%	14.3%	-2.1%	14.9%	-27.8%
(構成比)	25.9%	58.1%	72.7%	72.1%	43.3%	48.1%	56.8%	48.0%	53.4%	54.0%	47.0%
1億円以上10億円未満/PJ*	15	9	8	9	23	19	24	39	34	41	35
(前年比)	-34.8%	-40.0%	-11.1%	12.5%	155.6%	-17.4%	26.3%	62.5%	-12.8%	20.6%	-14.6%
(構成比)	55.6%	29.0%	24.2%	20.9%	38.3%	36.5%	32.4%	39.0%	38.6%	41.0%	42.2%
10億円以上30億円未満/PJ*	4	4	1	1	10	7	6	12	4	3	7
(前年比)	100.0%	0.0%	-75.0%	0.0%	900.0%	-30.0%	-14.3%	100.0%	-66.7%	-25.0%	133.3%
(構成比)	14.8%	12.9%	3.0%	2.3%	16.7%	13.5%	8.1%	12.0%	4.5%	3.0%	8.4%
30億円以上/PJ*	1	-	-	2	1	1	2	1	3	2	2
(前年比)	-50.0%	nm	nm	nm	-50.0%	0.0%	100.0%	-50.0%	200.0%	-33.3%	0.0%
(構成比)	3.7%	0.0%	0.0%	4.7%	1.7%	1.9%	2.7%	1.0%	3.4%	2.0%	2.4%
1プロジェクト当たり単価 (百万円)	734	558	526	638	681	627	520	453	544	452	568
(前年比)	-14.1%	-24.0%	-5.8%	21.4%	6.7%	-8.0%	-17.0%	-12.9%	20.2%	-17.0%	25.8%
(構成比)	2720.3%	1799.9%	1593.0%	1484.3%	1134.8%	1205.3%	703.2%	453.1%	618.6%	451.8%	684.8%
1億円未満/PJ* (百万円)	403	525	504	419	306	296	170	142	284	239	319
(前年比)	1.0%	30.5%	-4.1%	-16.7%	-27.1%	-3.3%	-42.5%	-16.2%	99.7%	-15.8%	33.3%
1億円以上10億円未満/PJ* (百万円)	484	269	443	552	551	467	396	361	347	498	367
(前年比)	-5.6%	-44.5%	64.8%	24.7%	-0.2%	-15.2%	-15.2%	-9.0%	-3.9%	43.7%	-26.2%
10億円以上30億円未満/PJ* (百万円)	1,555	1,356	1,718	1,076	1,686	1,748	1,808	1,731	1,613	1,114	2,002
(前年比)	46.7%	-12.8%	26.7%	-37.4%	56.7%	3.7%	3.4%	-4.3%	-6.8%	-30.9%	79.8%
30億円以上/PJ* (百万円)	3,530	-	-	4,201	3,373	4,088	5,508	3,637	5,438	4,243	3,926
(前年比)	-35.8%	nm	nm	nm	-19.7%	21.2%	34.7%	-34.0%	49.5%	-22.0%	-7.5%
<物件種類別：件数内訳>											
オフィス・商業系	9	8	4	6	14	17	15	22	12	20	20
(前年比)	-50.0%	-11.1%	-50.0%	50.0%	133.3%	21.4%	-11.8%	46.7%	-45.5%	66.7%	0.0%
(構成比)	33.3%	25.8%	12.1%	14.0%	23.3%	32.7%	20.3%	22.0%	13.6%	20.0%	24.1%
住宅関連 (マンション)	15	19	18	20	28	13	19	34	30	32	21
(前年比)	114.3%	26.7%	-5.3%	11.1%	40.0%	-53.6%	46.2%	78.9%	-11.8%	6.7%	-34.4%
(構成比)	55.6%	61.3%	54.5%	46.5%	46.7%	25.0%	25.7%	34.0%	34.1%	32.0%	25.3%
住宅関連 (戸建)	-	3	7	10	11	14	21	35	37	39	35
(前年比)	nm	nm	133.3%	42.9%	10.0%	27.3%	50.0%	66.7%	5.7%	5.4%	-10.3%
(構成比)	0.0%	9.7%	21.2%	23.3%	18.3%	26.9%	28.4%	35.0%	42.0%	39.0%	42.2%
その他 (土地など)	3	1	4	7	7	8	19	9	9	8	7
(前年比)	-50.0%	-66.7%	300.0%	75.0%	0.0%	14.3%	137.5%	-52.6%	0.0%	-11.1%	-12.5%
(構成比)	11.1%	3.2%	12.1%	16.3%	11.7%	15.4%	25.7%	9.0%	10.2%	8.0%	8.4%

出所：同社データを基にSR社作成

不動産流動化セグメントの売上高詳細

セグメント別業績推移													
(百万円)	10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	21年11月期	会予
	連結	連結	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
不動産流動化 (外部売上高)	8,149	12,041	5,980	11,098	34,744	25,986	25,810	40,268	34,794	31,012	31,154	40,645	
(前年比)	-18.2%	47.8%	-50.3%	85.6%	213.1%	-25.2%	-0.7%	56.0%	-13.6%	-10.9%	0.5%	30.5%	
(構成比)	30.8%	48.6%	24.7%	31.6%	69.5%	60.4%	51.8%	69.7%	56.5%	51.1%	48.7%	58.5%	
1棟販売・一般向け	5,255	5,626	2,046	8,010	32,705	23,823	24,083	38,738	34,030	30,733	31,022	40,553	
(前年比)	-47.2%	7.1%	-63.6%	291.5%	308.3%	-27.2%	1.1%	60.9%	-12.2%	-9.7%	0.9%	30.7%	
(構成比)	19.9%	22.7%	8.5%	22.8%	65.4%	55.4%	48.3%	67.1%	55.3%	50.6%	48.5%	58.3%	
1棟販売・一般向け	2,894	5,626	2,046	8,010	15,259	13,329	17,254	28,911	25,141	22,621	24,594	n.a.	
(前年比)	-70.9%	94.4%	-63.6%	291.5%	90.5%	-12.6%	29.4%	67.6%	-13.0%	-10.0%	8.7%	-	
(構成比)	10.9%	22.7%	8.5%	22.8%	30.5%	31.0%	34.6%	50.1%	40.9%	37.2%	38.5%	-	
1棟販売・リート向け	-	-	-	-	17,446	10,494	6,829	9,827	8,889	8,112	6,428	n.a.	
(前年比)	-	-	-	-	na	-39.8%	-34.9%	43.9%	-9.5%	-8.7%	-20.8%	-	
(構成比)	-	-	-	-	34.9%	24.4%	13.7%	17.0%	14.4%	13.4%	10.1%	-	
Restyling	2,894	6,414	3,933	3,087	2,037	2,161	1,725	1,528	762	277	131	92	
(前年比)	na	121.6%	-38.7%	-21.5%	-34.0%	6.1%	-20.2%	-11.4%	-50.1%	-63.6%	-52.7%	-29.8%	
(構成比)	10.9%	25.9%	16.3%	8.8%	4.1%	5.0%	3.5%	2.6%	1.2%	0.5%	0.2%	0.1%	
1棟販売引渡棟数 (棟)	11	11	5	12	35	24	32	58	44	53	43	61	
Restyling引渡戸数 (戸)	63	204	106	89	58	68	57	45	22	11	4	3	
1棟当たり単価	263	511	409	668	934	993	753	668	773	580	721	-	
1戸当たり販売単価	46	31	37	35	35	32	30	34	35	25	33	-	

出所：同社データを基にSR社作成

不動産開発セグメントの売上高詳細

セグメント別業績推移													
(百万円)	10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	21年11月期	会予
	連結	連結	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
不動産開発 (外部売上高)	11,682	5,256	10,985	16,348	6,113	6,606	13,139	5,197	13,262	14,346	16,171	12,696	
(前年比)	-29.4%	-55.0%	109.0%	48.8%	-62.6%	8.1%	98.9%	-60.4%	155.2%	8.2%	12.7%	-21.5%	
(構成比)	44.2%	21.2%	45.4%	46.6%	12.2%	15.4%	26.4%	9.0%	21.5%	23.6%	25.3%	18.3%	
収益マンション	na	-	-	-	-	591	-	-	-	-	-	-	
(前年比)	na	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	
(構成比)	na	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
分譲マンション	na	2,594	7,307	5,874	1,629	-	-	-	6,830	7,026	8,260	-	
(前年比)	na	na	181.7%	-19.6%	-72.3%	nm	nm	nm	nm	2.9%	17.6%	-	
(構成比)	na	10.5%	30.2%	16.7%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%	11.1%	11.6%	12.9%	-	
オフィス・商業	na	1,932	1,712	5,331	-	-	7,488	-	892	2,030	459	n.a.	
(前年比)	na	na	-11.4%	211.4%	nm	nm	nm	nm	nm	127.6%	-77.4%	-	
(構成比)	na	7.8%	7.1%	15.2%	0.0%	0.0%	15.0%	0.0%	1.4%	3.3%	0.7%	-	
物流施設	na	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,302	n.a.	
(前年比)	na	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
(構成比)	na	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.2%	-	
戸建・宅地・賃貸	na	730	2,239	5,141	4,483	6,014	5,649	5,197	5,539	5,289	4,148	5,868	
(前年比)	na	na	206.7%	129.6%	-12.8%	34.2%	-6.1%	-8.0%	6.6%	-4.5%	-21.6%	41.5%	
(構成比)	na	2.9%	9.3%	14.7%	9.0%	14.0%	11.3%	9.0%	9.0%	8.7%	6.5%	8.4%	
引渡戸数 (分譲) (戸)	na	na	192	192	111	105	119	121	202	269	329	109	
引渡棟数 (1棟) (棟)	na	na	1	1	-	1	2	-	1	2	2	2	

出所：同社データを基にSR社作成

不動産賃貸セグメントの売上高詳細

セグメント別業績推移												
(百万円)	10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	21年11月期会予
	連結	連結	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
不動産賃貸(外部売上高)	2,587	2,460	2,455	2,647	4,153	4,212	5,282	6,195	5,935	5,944	5,811	n.a.
(前年比)	-23.9%	-4.9%	-0.2%	7.8%	56.9%	1.4%	25.4%	17.3%	-4.2%	0.2%	-2.2%	-
(構成比)	9.8%	9.9%	10.1%	7.5%	8.3%	9.8%	10.6%	10.7%	9.6%	9.8%	9.1%	-
不動産賃貸(含むセグメント間売上)	2,634	2,508	2,510	2,704	4,211	4,262	5,324	6,238	5,979	5,994	5,859	5,889
(前年比)	-23.5%	-4.8%	0.1%	7.7%	55.7%	1.2%	24.9%	17.2%	-4.1%	0.2%	-2.2%	0.5%
(構成比)	10.0%	10.1%	10.4%	7.7%	8.4%	9.9%	10.7%	10.8%	9.7%	9.9%	9.2%	8.5%
流動資産	1,142	965	1,086	1,364	2,760	2,663	3,056	3,639	3,043	3,449	2,881	3,023
(前年比)	-44.8%	-15.5%	12.5%	25.6%	102.3%	-3.5%	14.8%	19.1%	-16.4%	13.3%	-16.5%	4.9%
(構成比)	4.3%	3.9%	4.5%	3.9%	5.5%	6.2%	6.1%	6.3%	4.9%	5.7%	4.5%	4.3%
Restyling	328	596	494	390	278	199	145	105	78	64	60	n.a.
(前年比)	700.0%	81.7%	-17.1%	-21.1%	-28.7%	-28.4%	-27.1%	-27.6%	-25.7%	-17.9%	-6.3%	-
(構成比)	1.2%	2.4%	2.0%	1.1%	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	-
固定資産	1,163	946	929	949	1,171	1,399	2,122	2,493	2,856	2,479	2,917	2,810
(前年比)	-12.8%	-18.7%	-1.8%	2.2%	23.4%	19.5%	51.7%	17.5%	14.6%	-13.2%	17.7%	-3.7%
(構成比)	4.4%	3.8%	3.8%	2.7%	2.3%	3.3%	4.3%	4.3%	4.6%	4.1%	4.6%	4.0%
(控除)セグメント間売上	-47	-48	-55	-57	-57	-51	-42	-43	-44	-50	-49	n.a.
(前年比)	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
(構成比)	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-
保有物件	33	42	43	60	51	52	83	89	85	76	72	n.a.
流動資産	19	28	18	33	25	26	55	57	57	46	46	-
Restyling	na	na	11	12	10	8	7	6	5	5	5	-
固定資産	14	14	14	15	16	18	21	26	23	25	21	-
保有物件1件当たり単価	67	66	58	51	75	82	78	72	68	74	79	n.a.
流動資産1件当たり単価	50	41	47	53	95	104	75	65	53	67	63	-
Restyling1件当たり単価	na	na	45	34	25	22	19	16	14	13	12	-
固定資産1件当たり単価	75	68	66	65	76	82	109	106	117	103	127	-

出所：同社データを基にSR社作成

\*2018年11月期はホテル事業の賃貸を含み、2019年11月期には含まない(2019年11月期よりホテル事業は単独事業として独立)

不動産ファンド・コンサルティングセグメントの売上高詳細

セグメント別業績推移												
(百万円)	10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	21年11月期会予
	連結	連結	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
不動産ファンド・コンサルティング(外) 部売上高)	1,125	1,396	777	1,398	949	2,439	2,303	2,763	2,982	3,753	5,676	n.a.
(前年比)	25.4%	24.2%	-44.4%	80.0%	-32.1%	156.9%	-5.6%	20.0%	7.9%	25.8%	51.2%	-
(構成比)	4.3%	5.6%	3.2%	4.0%	1.9%	5.7%	4.6%	4.8%	4.8%	6.2%	8.9%	-
不動産ファンド・コンサルティング(含) 含むセグメント間売上高)	1,176	1,414	800	1,420	959	2,444	2,330	2,802	3,039	3,773	5,759	4,219
(前年比)	25.4%	20.3%	-43.5%	77.5%	-32.5%	154.9%	-4.7%	20.3%	8.4%	24.2%	52.6%	-26.7%
(構成比)	4.4%	5.7%	3.3%	4.0%	1.9%	5.7%	4.7%	4.9%	4.9%	6.2%	9.0%	6.1%
アセットマネジメントフィー	816	684	450	381	266	828	983	1,067	1,529	1,722	2,356	2,931
(前年比)	2.6%	-16.2%	-34.2%	-15.3%	-30.2%	211.3%	18.7%	8.5%	43.3%	12.6%	36.8%	24.4%
(構成比)	3.1%	2.8%	1.9%	1.1%	0.5%	1.9%	2.0%	1.8%	2.5%	2.8%	3.7%	4.2%
アキュイジション・ディスポジションフィー											1,335	875
(前年比)											-	-34.5%
(構成比)											2.1%	1.3%
旧表記 アキュイジションフィー	11	109	19	51	116	170	246	398	386	634	1,056	n.a.
(前年比)	-50.0%	890.9%	-82.6%	168.4%	127.5%	46.6%	44.7%	61.8%	-3.0%	64.2%	66.6%	-
(構成比)	0.0%	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%	0.6%	1.0%	1.7%	-
旧表記 ディスポジションフィー	25	46	63	173	199	289	239	80	93	567	278	n.a.
(前年比)	-10.7%	84.0%	37.0%	174.6%	15.0%	45.2%	-17.3%	-66.5%	16.3%	509.7%	-51.0%	-
(構成比)	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	0.4%	0.7%	0.5%	0.1%	0.2%	0.9%	0.4%	-
仲介手数料・その他	323	575	267	666	323	426	814	1,255	1,028	848	2,067	413
(前年比)	247.3%	78.0%	-53.6%	149.4%	-51.5%	31.9%	91.1%	54.2%	-18.1%	-17.5%	143.8%	-80.0%
(構成比)	1.2%	2.3%	1.1%	1.9%	0.6%	1.0%	1.6%	2.2%	1.7%	1.4%	3.2%	0.6%
配当金	-	-	-	148	53	729	46	-	-	1	-	n.a.
(前年比)	nm	nm	nm	nm	-64.2%	1275.5%	-93.7%	-	-	-	-	-
(構成比)	-	-	-	0.4%	0.1%	1.7%	0.1%	-	-	0.0%	-	-
(控除)セグメント間売上	-51	-18	-23	-22	-9	-5	-27	-39	-56	-20	-83	n.a.
(前年比)	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
(構成比)	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-
アセットマネジメント受託資産残高	264,135	285,904	311,335	248,028	300,607	421,792	448,186	552,208	663,359	846,478	1,123,406	1,261,400
私募ファンド	241,005	285,904	225,564	149,349	113,057	300,643	287,924	392,114	499,184	683,138	988,720	-
REIT	0	0	0	0	17,434	29,358	36,177	45,997	55,858	63,962	70,382	-
CRE	23,130	69,108	85,771	98,679	113,057	91,789	124,084	114,097	108,316	99,378	64,304	-
アセットマネジメント受託資産純増額	54,992	21,769	25,431	-63,307	52,579	121,185	26,394	104,022	111,151	183,119	276,928	137,994

出所：同社データを基にSR社作成



不動産管理セグメントの売上高の詳細

	セグメント別業績推移											
	10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	21年11月期会予
(百万円)	連結	連結	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
不動産管理 (外部売上高)	2,736	3,425	3,157	3,160	2,944	3,070	2,944	3,331	4,015	4,586	4,691	n.a.
(前年比)	3.9%	25.2%	-7.8%	0.1%	-6.8%	4.3%	-4.1%	13.1%	20.6%	14.2%	2.3%	-
(構成比)	10.3%	13.8%	13.0%	9.0%	5.9%	7.1%	5.9%	5.8%	6.5%	7.6%	7.3%	-
不動産管理 (含むセグメント間売上高)	3,058	3,911	3,500	3,542	3,460	3,574	4,006	4,637	5,232	5,888	5,929	6,337
(前年比)	-0.1%	27.9%	-10.5%	1.2%	-2.3%	3.3%	12.1%	15.8%	12.8%	12.5%	0.7%	6.9%
(構成比)	11.6%	15.8%	14.5%	10.1%	6.9%	8.3%	8.0%	8.0%	8.5%	9.7%	9.3%	9.1%
PM・BM報酬	na	na	na	na	2,570	2,667	2,906	3,237	3,614	4,022	4,335	4,511
(前年比)	na	na	na	na	na	3.8%	9.0%	11.4%	11.6%	11.3%	7.8%	4.1%
(構成比)	na	na	na	na	5.1%	6.2%	5.8%	5.6%	5.9%	6.6%	6.8%	6.5%
スポット工事・手数料報酬など	na	na	na	na	889	907	1,098	1,399	1,617	1,865	1,592	1,826
(前年比)	na	na	na	na	na	2.0%	21.1%	27.4%	15.6%	15.3%	-14.6%	14.7%
(構成比)	na	na	na	na	1.8%	2.1%	2.2%	2.4%	2.6%	3.1%	2.5%	2.6%
(控除) セグメント間売上	-322	-486	-344	-382	-516	-504	-1,061	-1,307	-1,217	-1,302	-1,238	n.a.
(前年比)	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	-
(構成比)	-1.2%	-2.0%	-1.4%	-1.1%	-1.0%	-1.2%	-2.1%	-2.3%	-2.0%	-2.1%	-1.9%	-
管理棟数	511	511	522	546	544	547	594	665	622	659	695	n.a.
ビル	312	308	306	343	351	351	375	395	390	415	449	-
マンション	199	203	216	203	193	196	219	270	232	244	246	-
1棟当たり管理収入	5.6	6.7	6.1	5.9	5.4	5.6	5.2	5.3	6.2	7.2	6.9	-

出所：同社データを基にSR社作成

セグメント別売上総利益および営業利益の推移

セグメント別業績推移												
	10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	21年11月期
売上総利益	4,393	5,469	6,114	8,678	9,963	11,915	16,350	16,817	18,723	20,841	14,799	18,880
(前年比)	5.1%	24.5%	11.8%	41.9%	14.8%	19.6%	37.2%	2.9%	11.3%	11.3%	-29.0%	27.6%
(利益率)	16.6%	22.1%	25.3%	24.7%	19.9%	27.7%	32.8%	29.1%	30.4%	34.3%	23.1%	27.2%
(構成比)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
不動産流動化	553	2,135	624	2,112	4,226	5,192	5,214	9,186	8,215	9,065	6,947	7,052
(前年比)	nm	286.1%	-70.8%	238.5%	100.1%	22.9%	0.4%	76.2%	-10.6%	10.3%	-23.4%	1.5%
(利益率)	6.8%	17.7%	10.4%	19.0%	12.2%	20.0%	20.2%	22.8%	23.6%	29.2%	22.3%	17.4%
(構成比)	12.6%	39.0%	10.2%	24.3%	42.4%	43.6%	31.9%	54.6%	43.9%	43.5%	46.9%	37.4%
不動産開発	719	133	2,422	2,779	1,192	1,364	5,302	976	3,038	3,042	-2,417	2,062
(前年比)	-7.3%	-81.5%	1721.1%	14.7%	-57.1%	14.4%	288.7%	-81.6%	211.3%	0.1%	nm	nm
(利益率)	6.2%	2.5%	22.0%	17.0%	19.5%	20.7%	40.4%	18.8%	22.9%	21.2%	-14.9%	16.2%
(構成比)	16.4%	2.4%	39.6%	32.0%	12.0%	11.4%	32.4%	5.8%	16.2%	14.6%	-16.3%	10.9%
不動産賃貸	1,422	1,320	1,481	1,671	2,526	1,995	2,670	2,864	2,701	2,601	2,572	2,966
(前年比)	-30.1%	-7.2%	12.2%	12.8%	51.2%	-21.0%	33.8%	7.3%	-5.7%	-3.7%	-1.1%	15.3%
(利益率)	54.0%	52.6%	59.0%	61.8%	60.0%	46.8%	50.2%	45.9%	45.2%	43.4%	43.9%	50.4%
(構成比)	32.4%	24.1%	24.2%	19.3%	25.4%	16.7%	16.3%	17.0%	14.4%	12.5%	17.4%	15.7%
不動産ファンド・コンサルティング	1,128	1,324	738	1,248	889	2,353	2,193	2,538	2,850	3,641	5,625	4,034
(前年比)	31.8%	17.4%	-44.3%	69.1%	-28.8%	164.7%	-6.8%	15.7%	12.3%	27.8%	54.5%	-28.3%
(利益率)	96.0%	93.6%	92.3%	87.9%	92.8%	96.3%	94.2%	90.6%	93.8%	96.5%	97.7%	95.6%
(構成比)	25.7%	24.2%	12.1%	14.4%	8.9%	19.7%	13.4%	15.1%	15.2%	17.5%	38.0%	21.4%
不動産管理	649	787	812	850	934	980	1,090	1,356	1,653	1,768	1,973	2,040
(前年比)	-8.6%	21.3%	3.2%	4.7%	9.9%	4.9%	11.2%	24.4%	21.9%	7.0%	11.6%	3.4%
(利益率)	21.2%	20.1%	23.2%	24.0%	27.0%	27.4%	27.2%	29.2%	31.6%	30.0%	33.3%	32.2%
(構成比)	14.8%	14.4%	13.3%	9.8%	9.4%	8.2%	6.7%	8.1%	8.8%	8.5%	13.3%	10.8%
ホテル（2018年11月期以降）又は その他（2017年11月期まで）及び 内部控除	-78	-230	37	18	196	31	-119	-103	266	724	99	726
(構成比)	-1.8%	-4.2%	0.6%	0.2%	2.0%	0.3%	-0.7%	-0.6%	1.4%	3.5%	0.7%	3.8%
営業利益	1,727	2,389	2,857	3,914	5,561	6,892	9,280	9,834	10,876	12,691	6,428	8,707
(前年比)	7.5%	38.4%	19.6%	37.0%	42.1%	23.9%	34.6%	6.0%	10.6%	16.7%	-49.4%	35.5%
(利益率)	6.5%	9.6%	11.8%	11.2%	11.1%	16.0%	18.6%	17.0%	17.7%	20.9%	10.1%	12.5%
(構成比)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
不動産流動化	408	1,891	273	1,398	3,330	4,174	4,001	7,845	6,771	7,755	5,597	5,101
(前年比)	nm	363.5%	-85.6%	412.1%	138.2%	25.4%	-4.1%	96.1%	-13.7%	14.5%	-27.8%	-8.9%
(利益率)	5.0%	15.7%	4.6%	12.6%	9.6%	16.1%	15.5%	19.5%	19.5%	25.0%	18.0%	12.6%
(構成比)	23.6%	79.2%	9.6%	35.7%	59.9%	60.6%	43.1%	79.8%	62.3%	61.1%	87.1%	58.6%
不動産開発	599	-22	2,197	1,447	432	535	3,674	-409	1,487	1,529	-3,743	874
(前年比)	-5.7%	nm	nm	-34.1%	-70.1%	23.8%	586.8%	nm	nm	2.8%	nm	nm
(利益率)	5.1%	-0.4%	20.0%	8.9%	7.1%	8.1%	28.0%	-7.9%	11.2%	10.7%	-23.1%	6.9%
(構成比)	34.7%	-0.9%	76.9%	37.0%	7.8%	7.8%	39.6%	-4.2%	13.7%	12.0%	-58.2%	10.0%
不動産賃貸	1,295	1,182	1,340	2,526	2,414	1,797	2,390	2,582	2,535	2,368	2,320	2,727
(前年比)	-30.8%	-8.7%	13.4%	88.5%	-4.4%	-25.6%	33.0%	8.0%	-1.8%	-6.6%	-2.0%	17.6%
(利益率)	49.2%	47.1%	53.4%	93.4%	57.3%	42.2%	44.9%	41.4%	42.4%	39.5%	39.6%	46.3%
(構成比)	75.0%	49.5%	46.9%	64.5%	43.4%	26.1%	25.8%	26.3%	23.3%	18.7%	36.1%	31.3%
不動産ファンド・コンサルティング	500	652	181	669	174	1,465	951	1,274	1,616	2,365	4,193	2,586
(前年比)	61.8%	30.4%	-72.2%	269.6%	-74.0%	741.7%	-35.0%	33.9%	26.9%	46.3%	77.3%	-38.3%
(利益率)	42.5%	46.1%	22.6%	47.1%	18.1%	59.9%	40.8%	45.4%	53.2%	62.7%	72.8%	61.3%
(構成比)	29.0%	27.3%	6.3%	17.1%	3.1%	21.3%	10.3%	13.0%	14.9%	18.6%	65.2%	29.7%
不動産管理	120	104	-11	123	227	147	141	278	454	504	668	581
(前年比)	-49.6%	-13.3%	nm	nm	84.6%	-35.3%	-3.8%	96.9%	63.1%	11.1%	32.5%	-13.0%
(利益率)	3.9%	2.7%	-0.3%	3.5%	6.6%	4.1%	3.5%	6.0%	8.7%	8.6%	11.3%	9.2%
(構成比)	7.0%	4.4%	-0.4%	3.1%	4.1%	2.1%	1.5%	2.8%	4.2%	4.0%	10.4%	6.7%
ホテル（2018年11月期以降）又は その他（2017年11月期まで）及び 内部控除	-1,195	-1,418	-1,123	-2,249	-1,016	-1,226	-1,878	-1,736	-1,987	-1,829	-2,606	-3,162
(構成比)	-69.2%	-59.4%	-39.3%	-57.5%	-18.3%	-17.8%	-20.2%	-17.7%	-18.3%	-14.4%	-40.5%	-36.3%

出所：同社データを基にSR社作成

期末棚卸資産の推移（売上想定および貸借対照表ベース）

		棚卸資産										
		10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期
(百万円)		連結	連結	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
売上想定ベース合計		53,620	46,581	50,127	54,825	60,557	74,365	99,428	100,076	105,357	126,761	100,847
オフィスビル・商業		22,251	15,206	18,595	18,497	27,185	34,998	37,820	29,740	31,835	43,171	39,243
	(前年比)	-28.8%	-31.7%	22.3%	-0.5%	47.0%	28.7%	8.1%	-21.4%	7.0%	35.6%	-9.1%
	(構成比)	41.5%	32.6%	37.1%	33.7%	44.9%	47.1%	38.0%	29.7%	30.2%	34.1%	38.9%
ホテル		-	-	-	-	-	2,336	4,151	10,123	14,602	28,051	15,907
	(前年比)	-	-	-	-	-	na	77.7%	143.9%	44.2%	92.1%	-43.3%
	(構成比)	-	-	-	-	-	3.1%	4.2%	10.1%	13.9%	22.1%	15.8%
マンション		30,589	26,627	23,476	22,709	13,881	23,497	39,573	44,749	41,684	30,427	26,247
	(前年比)	138.2%	-13.0%	-11.8%	-3.3%	-38.9%	69.3%	68.4%	13.1%	-6.8%	-27.0%	-13.7%
	(構成比)	57.0%	57.2%	46.8%	41.4%	22.9%	31.6%	39.8%	44.7%	39.6%	24.0%	26.0%
戸建		558	3,727	7,701	13,225	15,247	11,184	13,673	11,138	8,594	10,621	9,811
	(前年比)	na	567.9%	106.6%	71.7%	15.3%	-26.6%	22.3%	-18.5%	-22.8%	23.6%	-7.6%
	(構成比)	1.0%	8.0%	15.4%	24.1%	25.2%	15.0%	13.8%	11.1%	8.2%	8.4%	9.7%
その他		220	1,021	354	393	4,243	2,348	4,208	4,324	8,639	14,489	3,407
	(前年比)	-54.1%	364.1%	-65.3%	11.0%	979.6%	-44.7%	79.2%	2.8%	99.8%	67.7%	-76.5%
	(構成比)	0.4%	2.2%	0.7%	0.7%	7.0%	3.2%	4.2%	4.3%	8.2%	11.4%	3.4%
B/S計上ベース		37,479	33,739	37,417	38,041	41,565	46,156	67,298	59,718	62,457	73,573	65,416
	(前年比)	0.3%	-10.0%	10.9%	1.7%	9.3%	11.0%	45.8%	-11.3%	4.6%	17.8%	-11.1%
純増減		114	-3,741	3,679	623	3,525	4,591	21,142	-7,580	2,739	11,116	-8,157
増加要因		23,665	12,266	18,471	27,501	40,228	35,432	53,309	35,105	44,587	47,053	39,288
新規仕入		17,471	8,227	12,121	20,274	34,384	31,261	44,354	28,070	27,923	37,300	23,874
建築費/バリューアップ等		3,241	3,786	6,072	5,092	5,317	3,702	5,804	7,035	12,407	9,591	11,371
M&A		-	-	-	-	-	-	727	-	-	-	-
振替・その他		2,953	253	278	2,135	526	469	2,423	-	4,256	139	4,044
減少要因		-23,552	-16,007	-15,028	-26,877	-36,703	-30,841	-32,167	-42,685	-41,848	-35,937	-47,445
売却		-16,599	-14,409	-13,964	-23,835	-35,731	-25,971	-28,179	-35,194	-36,505	-32,718	-35,049
減価償却		-210	-164	-146	-	-	-	-	-	-	-	-
低価法		-2,055	-894	-268	-	-284	-71	-	-	-	-	-7,783
振替・その他		-4,687	-540	-650	-3,042	-687	-4,797	-3,987	-7,491	-5,340	-3,218	-4,613

出所：同社データを基にSR社作成

四半期（累積）業績動向

四半期累計 (百万円)	FY11/19				FY11/20				FY11/20	
	1Q	1~2Q	1~3Q	1~4Q	1Q	1~2Q	1~3Q	1~4Q	(進捗率)	通期会予
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		
売上高	17,059	34,453	45,742	60,728	23,469	45,050	56,310	63,940	98.9%	64,646
前年同期比	-6.8%	5.9%	1.0%	-1.3%	37.6%	30.8%	23.1%	5.3%		6.5%
不動産流動化	6,624	17,076	22,702	31,012	18,760	27,679	30,329	31,154		
前年同期比	-54.1%	-2.9%	-6.6%	-10.9%	183.2%	62.1%	33.6%	0.5%		
構成比	38.8%	49.6%	49.6%	51.1%	79.9%	61.4%	53.9%	48.7%		
不動産開発	7,046	10,227	12,334	14,346	1,046	9,913	14,287	16,171		
前年同期比	819.5%	18.7%	8.8%	8.2%	-85.1%	-3.1%	15.8%	12.7%		
構成比	41.3%	29.7%	27.0%	23.6%	4.5%	22.0%	25.4%	25.3%		
不動産賃貸	1,470	2,934	4,416	5,944	1,313	2,735	4,247	5,811		
前年同期比	8.8%	4.9%	-1.6%	-0.6%	-10.7%	-6.8%	-3.8%	-2.2%		
構成比	8.6%	8.5%	9.7%	9.8%	5.6%	6.1%	7.5%	9.1%		
不動産ファンド・コンサルティング	603	1,309	2,025	3,753	936	2,180	3,698	5,676		
前年同期比	-10.5%	-1.2%	6.9%	25.8%	55.2%	66.6%	82.6%	51.2%		
構成比	3.5%	3.8%	4.4%	6.2%	4.0%	4.8%	6.6%	8.9%		
不動産管理	1,064	2,317	3,434	4,586	1,213	2,273	3,424	4,691		
前年同期比	9.1%	19.5%	13.9%	14.2%	14.0%	-1.9%	-0.3%	2.3%		
構成比	6.2%	6.7%	7.5%	7.6%	5.2%	5.0%	6.1%	7.3%		
ホテル	253	590	832	1,086	214	269	324	437		
前年同期比	113.3%	125.1%	-	-	-15.4%	-54.4%	-61.1%	-59.8%		
構成比	1.5%	1.7%	1.8%	1.8%	0.9%	0.6%	0.6%	0.7%		
その他	-	-	-	-	-	-	-	-		
前年同期比	-	-	-	-	-	-	-	-		
構成比	-	-	-	-	-	-	-	-		
売上原価	11,914	22,488	28,124	39,887	15,686	38,217	45,067	49,140		
前年同期比	-1.7%	3.4%	-4.1%	-6.9%	31.7%	69.9%	60.2%	23.2%		
原価率	69.8%	65.3%	61.5%	65.7%	66.8%	84.8%	80.0%	76.9%		
売上総利益	5,145	11,965	17,618	20,841	7,783	6,833	11,243	14,799		
前年同期比	-16.9%	11.1%	10.1%	11.3%	51.3%	-42.9%	-36.2%	-29.0%		
利益率	30.2%	34.7%	38.5%	34.3%	33.2%	15.2%	20.0%	23.1%		
販管費等	2,020	4,000	6,050	8,150	2,252	4,660	6,575	8,402		
前年同期比	9.2%	3.0%	7.3%	3.9%	11.5%	16.5%	8.7%	3.1%		
売上高販管費率	11.8%	11.6%	13.2%	13.4%	9.6%	10.3%	11.7%	13.1%		
営業利益	3,125	7,965	11,618	12,691	5,535	2,170	4,645	6,428	113.5%	5,664
前年同期比	-28.0%	15.6%	12.2%	16.7%	77.1%	-72.7%	-60.0%	-49.4%		-55.4%
利益率	18.3%	23.1%	25.4%	20.9%	23.6%	4.8%	8.2%	10.1%		
不動産流動化	1,424	5,027	8,014	7,755	5,004	5,565	5,772	5,597		
前年同期比	-62.5%	18.9%	16.3%	14.5%	251.3%	10.7%	-28.0%	-27.8%		
構成比	45.6%	63.1%	69.0%	61.1%	90.4%	256.4%	124.3%	87.1%		
利益率	21.5%	29.4%	35.3%	25.0%	26.7%	20.1%	19.0%	18.0%		
不動産開発	1,046	1,541	1,640	1,529	-19	-4,721	-3,856	-3,743		
前年同期比	-	9.5%	9.1%	2.8%	-	-	-	-		
構成比	33.5%	19.4%	14.1%	12.0%	-0.3%	-217.5%	-83.0%	-58.2%		
利益率	14.8%	15.1%	13.3%	10.7%	-1.8%	-47.6%	-27.0%	-23.1%		
不動産賃貸	606	1,182	1,801	2,368	464	1,039	1,678	2,320		
前年同期比	2.1%	-1.5%	-6.5%	-6.6%	-23.5%	-12.1%	-6.8%	-2.0%		
構成比	19.4%	14.8%	15.5%	18.7%	8.4%	47.9%	36.1%	36.1%		
利益率	41.2%	40.3%	40.8%	39.8%	35.4%	38.0%	39.5%	39.9%		
不動産ファンド・コンサルティング	297	690	1,048	2,365	586	1,481	2,677	4,193		
前年同期比	-21.3%	-2.5%	13.8%	46.3%	97.2%	114.6%	155.5%	77.3%		
構成比	9.5%	8.7%	9.0%	18.6%	10.6%	68.2%	57.6%	65.2%		
利益率	49.3%	52.7%	51.7%	63.0%	62.6%	67.9%	72.4%	73.9%		
不動産管理	120	289	425	504	178	355	559	668		
前年同期比	10.8%	41.4%	7.0%	11.1%	48.3%	22.7%	31.4%	32.5%		
構成比	3.8%	3.6%	3.7%	4.0%	3.2%	16.3%	12.0%	10.4%		
利益率	11.3%	12.5%	12.4%	11.0%	14.7%	15.6%	16.3%	14.2%		
ホテル	49	132	123	100	-167	-459	-734	-673		
前年同期比	14.6%	32.0%	-	-	-	-	-	-775.7%		
構成比	1.6%	1.7%	1.1%	0.8%	-3.0%	-21.1%	-15.8%	-10.5%		
利益率	19.4%	22.4%	14.8%	9.2%	-77.9%	-170.5%	-226.3%	-154.0%		
その他	-	-	-	-	-	-	-	-		
前年同期比	-	-	-	-	-	-	-	-		
構成比	-	-	-	-	-	-	-	-		
利益率	-	-	-	-	-	-	-	-		
調整額	-430	-897	-1,433	-1,929	-512	-1,090	-1,452	-1,933		
前年同期比	-13.8%	-11.3%	-12.3%	-15.2%	-9.3%	-50.2%	-31.3%	-30.1%		
税引前利益	2,987	7,635	11,163	12,090	5,360	1,891	4,157	5,901	116.7%	5,055
前年同期比	-28.0%	17.2%	13.4%	18.9%	79.4%	-75.2%	-62.8%	-51.2%		-58.2%
利益率	17.5%	22.2%	24.4%	19.9%	22.8%	4.2%	7.4%	9.2%		
親会社の所有者に帰属する当期利益	2,036	5,240	7,650	8,447	3,588	1,148	2,469	3,602	122.4%	2,943
前年同期比	-28.5%	17.7%	15.1%	23.3%	76.2%	-78.1%	-67.7%	-57.4%		-65.2%
利益率	11.9%	15.2%	16.7%	13.9%	15.3%	2.5%	4.4%	5.6%		

出所：同社データを基にSR社作成

2021年11月期同社予想

概要

売上高69,535百万円（前期比+8.8%）、営業利益8,707百万円（同+35.5%）、税引前利益8,001百万円（同+35.6%）、親会社の所有者に帰属する当期利益5,218百万円（同+44.9%）と同社は予想。売上面では不動産流動化事業の二桁増収、下半期におけるホテル事業の回復（2棟開業予定）などが牽引、利益面では不動産開発事業の回復、不動産賃貸事業の収益改善などが牽引すると同社は予想している。仕入目標は前期比（売上換算・前期実績は契約ベース）24,233百万円（44%）増の80,000百万円。

■ **不動産流動化事業**：売上高40,645百万円（前期比+30.5%）、セグメント売上総利益7,052百万円（同+1.5%）、同利益率17.4%（同-4.9ppt）を同社は予想。61物件の販売を計画（前期実績は43物件）。内訳は、20億円以上の大型物件4棟（1棟当たり単価2,371百万円）で9,486百万円（前期比-21.1%）、10億円以上20億円未満の中型物件9棟（同1,331

2021年11月期同社予想：前期比8.8%増収、同35.5%営業増益

百万円)で11,983百万円(同+83.3%)、10億円未満の小型物件48棟(同398百万円)で19,084百万円(同+18.4%)。

同社によれば、2020年11月期に評価損を適用した物件の売却を鑑み、売上総利益率を保守的に想定しているとのこと。不動産投資市場の動向を注視し、仕入対象や商品ポートフォリオの構成を柔軟に組み替えコロナ禍でも影響の限定的な住宅・オフィスを中心に仕入を進める。

同時に、取り扱い資産の種類を拡大し、事業機会最大化を目指す。具体的には、空ビル、社員寮、社宅、倉庫、区分所有ビルなど、明け渡し案件など、他社が扱えない案件を割安に取得し、競争力の高い物件に再生していく。

- ▼ **不動産開発事業**：売上高12,696百万円(前期比-21.5%)、セグメント売上総利益2,062百万円(前期は損失2,417百万円)、同利益率16.2%(同+31.1ppt)。前期に売上計上した相模原市の大型分譲マンション8,260百万円の反動減により減収予想。収益物件2棟(2021年2月竣工予定・売買契約済み「蓮田市物流施設」1棟、店舗1棟)6,830百万円、戸建住宅109戸(前期は86戸)ほか5,866百万円を販売予定。

2021年11月および2022年11月期以降において開発計画中のパイプラインは14棟(商業施設5棟、分譲マンション1棟、賃貸マンション3棟、ホテル4棟、物流施設1棟)と戸建11プロジェクト。想定売上規模にして総額47,722百万円。

今期(2021年11月期)の仕入対象は、コロナ禍でも活発な物流、住宅を中心に用地獲得を狙う。ホテルと商業用地については当面見送る。

来期(2022年11月期)以降に販売する物件のリーシングを推進する(優良テナントの誘致を図る)。

- ▼ **不動産賃貸事業**：売上高(含むセグメント間売上高)5,889百万円(前期比+0.5%)、セグメント売上総利益2,966百万円(同+15.3%)、同利益率50.4%(+6.5ppt)。

安定賃貸収益の拡大に向けて、固定資産の積み上げと高稼働維持を目指す。2021年11月期取得予定の大型案件「新川ビル」の収益寄与は、2021年11月期は限定的。2022年11月期からの収益寄与を同社は見込んでいる。

IT利用促進とDX活用による業務プロセスの変革を行う(具体的には、賃貸契約業務の電子化に着手し、保有物件管理データのデータベース化と情報へのアクセシビリティの向上を図る)。

- ▼ **不動産ファンド・コンサルティング事業**：売上高(同)4,219百万円(前期比-26.7%)、セグメント売上総利益4,034百万円(同-28.3%)、同利益率95.6%(-2.1ppt)。AUM目標1,261,400百万円(同+12.3%)。

前期に収益を押し上げた大型物件取得・売却に係る仲介手数料を今期の会社予想に織り込まず、前期比26.7%減収の会社予想となっている。しかし、例年一定量の仲介手数料を計上しており、SR社では上振れ余地があると理解している。

多様なファンドアレンジに対応できるスキルを構築していく。投資家の旺盛な投資需要を取り込み、AUM残高の更なる拡大を目指す。

売上高計画の内訳は、AMフィー2,931百万円(同+24.4%増)、アキュジションフィー・ディスポジションフィー875百万円(同-34.5%)、仲介手数料その他413百万円(同-80.0%)。

- ▼ **不動産管理事業**：売上高(同)6,337百万円(前期比+6.9%)、セグメント売上総利益2,040百万円(同+3.4%)、同利益率32.2%(-1.1ppt)。管理対応物件の種類を広げ、新規受託獲得を目指す。売上高計画は、PM・BM報酬など4,511百万円(前期比+4.1%)、スポット工事・手数料報酬など1,826百万円(同+14.7%)。



- ホテル事業**：売上高1,178百万円（前期比+168.8%）、セグメント売上総利益1,028百万円（同+195.5%）、同利益率90.5%（同+8.2ppt）。自社で5ホテル（トーセイホテルココネ神田111室、同上野126室、同浅草蔵前133室、同上野御徒町171室、トーセイホテル&セミナー幕張137室）を運営するほか、2021年11月期に2棟の自社運営ホテルを開業する予定（後述）。また、1棟のホテルを賃借している。売上高計画の内訳は、ホテル運営1,070百万円（同+220.4%）、ホテル賃借107百万円（同+2.9%）。

2021年11月期中に新たに開業を予定している自社運営ホテルは、「トーセイホテルココネ 浅草」、「トーセイホテルココネ 鎌倉」の2ホテル。

平均稼働率は45%程度（新型コロナウイルス感染拡大前は90%超）を前提（2021年1月中旬現在20%程度であるが、下半期には70%程度まで回復するという前提）。平均客室単価（ADR）は平均6,000円台後半（同11,000円程度）を前提としているとのこと。

## 中期戦略

中計最終年度2023年11月期にROE12%以上、安定事業比率50%、配当性向30.0%などを目標

### 中期経営計画

同社は2023年11月期を最終年度とする3カ年中期経営計画を、2020年11月期決算発表と同時に、発表した。新型コロナウイルス感染症の影響など不確定要因があるため、今回中期経営計画においては、最終年度2023年11月期の売上高や各利益の目標を示さず、指標と配当性向の目標を示すに留めた。

#### 中計最終年度に目標とする指標

- ▶ ROE12.0%以上
- ▶ 安定事業比率（営業利益ベース）50%
- ▶ 自己資本比率35%程度
- ▶ ネットD/Eレシオ1.0倍程度
- ▶ 配当性向は30.0%

手許流動性・財務健全性を確保しながら、将来の成長に向けた仕入を拡大し、売買事業の回復・成長を図る。3年間で配当性向を段階的に30.0%に引き上げる（2020年11月期実績25.0%）。

あらゆる不動産シーンにおいて、グループの無限大の成長可能性を追求し、総合不動産会社としての新たなステージを目指す。

#### 外部環境についての前提

2021年秋頃にコロナ禍が収束し、2022年11月期には不動産市況が回復するとの前提を同社は置いている。

#### 外部環境についての同社の認識

- ▶ 世界的な金融緩和が続く中で、不動産投資プレイヤーの投資意欲は依然として旺盛である。
- ▶ DXやITを含むテクノロジーの進展、コロナ禍を契機とした新しい働き方・ライフスタイルの変化、地球温暖化への対応・自然災害リスクなど社会の持続性や社会的責任に対する意識の高まりといった、新たなトレンドの影響を注視する必要がある。

#### 2023年11月期に目標とする指標

- ▶ ROE12.0%以上
- ▶ 安定事業比率（営業利益ベース）50%
- ▶ 自己資本比率35%程度
- ▶ ネットD/Eレシオ1.0倍程度
- ▶ 配当性向は30.0%

同社による認識は、具体的には以下の通りである。

- ▶ 不動産市場はエンドユーザー市場と投資市場に分かれるが、エンドユーザー市場は経済の悪化により大きく落ち込むと予想していたが、前期は大きく落ち込むこともなく、駆け込み需要などもあり一定の契約率を維持した。首都圏のマンション供給は、ここ数年は30,000戸の供給があったものが、2019年には供給調整により24,000戸まで減少した反動増もあった。
- ▶ 戸建てについては、リモートワークなど新たな働き方により、郊外の戸建てが堅調に推移するなど、一定の契約率を維持できており、今後も同様の動向が継続するかマーケットを注視していく。
- ▶ 投資市場についても、リーマンショック時は、全投資家が投資を停止したが、緊急事態宣言後2か月程度で国内外投資家の大半が新たな投資基準を設定し、投資を再開している。2020年春先から緊急事態宣言中は一時的にキャップレートが上昇したが、現在はコロナ前とほぼ同水準に戻っている。世界的な金融緩和の影響と、日本のゼロ金利により特に東京の物流施設など家賃の下落がない安定した物件に投資家が集まってきている。
- ▶ また、日本の感染者数は1日5,000名程度、累計300千人と欧米と比較すると相対的には少ないこともあり、世界の投資が日本に集まっている。2020年第1四半期のジョーンズラングラサルレポートでも、東京が世界投資の1位に選ばれており、東京の安定性・安全性により投資されている。
- ▶ 今後についても、金融緩和下では、リーマンショック時のような市況の大きな下落はないと考えている。ホテルと商業施設以外は、価格調整もほとんどない。株式市場は不動産市場の価格下落を懸念しているが、不動産市場の現状は底堅い。
- ▶ また、オフィス需要についても、コロナ禍で空室率上昇を株式市場は懸念しているが、賃貸と売買では隔たりがある。中小オフィスは買い手が旺盛であり、価格も下がっていない。200坪以上のAクラスのビルは、大手企業のリモートワークによる退社の影響がある。主に丸の内、日比谷、渋谷、赤坂などの大型ビルは、今後はより影響がでてくるであろう。一方、同社の保有する中小ビル（50～100坪以下のBCクラス）は、テレワーク増加による退社がほとんどない。日本のオフィスマーケットの特性として、95%以上のオフィスは従業員49名以下の中小企業で成り立っており、リモートワーク体制やセキュリティなどが整備されておらず、リモートワークに移行しづらい状況にある。
- ▶ ただし、経済悪化の影響を受けている中小企業は多いため、今後、中小企業が廃業・事業縮小に追い込まれることによる稼働率の下落はあり得る。AクラスとB・Cクラスは異なる原因で稼働が悪化する可能性があるため、今後も状況を注視していく。

#### 【参考】前中期経営計画「Seamless Growth 2020」

前中期経営計画（当初計画）では、2020年11月期に、売上高100,000百万円（2017年11月期比173.1%）、税引前利益12,000百万円（同132.6%）、3年平均税引前利益成長率10%以上、3年平均ROE12%以上を目標としていた。安定収益比率の向上を実現し、自己資本比率は35%程度が目安。全セグメントの事業拡大と、売上総利益に占める売買事業と安定事業の比率を50対50（2017年11月期の安定事業の売上総利益構成比率は40%）とすることを基本方針とするとしていた。

従来税引前利益目標12,000百万円を、2019年11月期に1年前倒しで達成した（実績12,090百万円）。また、ROE、税引前利益成長率、自己資本比率についても達成していた。しか

し、2020年11月期実績は新型コロナウイルス感染症の影響を受けたことや、それによりホテルや商業施設などの開発物件を中心に評価損7,783百万円を計上したなどことから、売上高、税引前利益、ROE、税引前利益成長率については目標に対して未達に終わった。安定事業比率と自己資本比率の実績は、76%、36.5%となり、目標を達成した。

#### 前中期経営計画の振り返り

前中期経営計画2年目に、最終年度の税引前利益目標12,000百万円を前倒しで達成。アセットタイプの多様化や複数の事業ポートフォリオ経営が奏功し、業績は順調に拡大した。最終年度も税引前利益で13,686百万円まで進捗したが、ホテル・商業施設などの開発物件を中心に評価損7,783百万円を計上し、最終年度は税引前利益5,901百万円、ROEは6.1%となった

## Strength, Weakness分析

### 強み

- 多様な領域からなる事業ポートフォリオによる収益・利益の成長と安定のバランス：** 売上の事業領域と、安定収益源となる事業領域の2つをバランス良く事業ポートフォリオとしている。具体的には、不動産流動化、不動産開発といった好況期に成長ドライバーとなる売買事業領域と、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、ホテル事業といった不況期にも収益を支える安定事業領域を2つの柱とする。同社と同規模レベルにある競合は、不動産事業の特定分野、例えば、不動産流動化（再生）事業、あるいは、ファンド事業などに、事業領域を特定しているケースが多い。
- ストックが膨大で流動性の高い中小型物件を得意とすること：** 同社は、東京経済圏を事業エリアとし、中小型物件を得意とする。中小型物件は、大手財閥系不動産会社が手間と収益との見合いから基本的に対象としない領域であり、かつ、ストックが膨大で流動性が高い。同社は、中小型事業領域に自社の事業を展開し、実績を積み、情報（不動産仲介業者との長期関係性が背景）・ノウハウを蓄積している。
- 独立系不動産会社：** リーマン・ショック後に独立系競合他社の多くが消え去るなかで、同社は営業赤字を計上することなく不動産不況を乗り越えた独立系不動産会社である。同社は、独立系であるが故に、大手財閥系では入手できないニッチな情報を入手できる。中小型物件への経営資源の集中や、事業ポートフォリオが生み出す安定性が、同社の生き残りの背景にある。また、そうした同社の経緯や特徴を背景に、同社は不動産事業の生命線とも言える資金調達において、幅広い金融機関と強固な関係性を築いている。三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行、みずほ銀行といったメガバンクのほか、商工組合中央金庫、農林中央金庫、横浜銀行、福岡銀行など金融機関約35行と、取引がある。

### 弱み

- 経営資源の分散：** 同社の複数事業からなる事業ポートフォリオは、経営資源（ヒト、モノ、カネ）の分散をもたらす結果、同社の収益性、効率性は競合を含む10社間での比較において2018年11月期まではほぼ平均並みであった。具体的には、2018年11月期は営業利益率17.7%（10社平均18.7%）、同ROA7.8%（同8.3%）、同ROE14.0%（同17.0%）であった。2019年11月期は、付加価値拡大・効率性上昇に加え、不動産ファンド・コンサルティング事業における一時的なフィー収入（約700百万円）なども奏功し、営業利益率20.9%（10社平均16.1%）、ROA8.0%（同5.5%）、ROE15.3%（同14.5%）と平均を上回ったが、一部競合の数値低下の影響も受けている。尚、2020年11月期は、ホテル・商業施設の評価損計上により、数値は悪化した（競合の段参照）
- REITの資産規模の小ささ：** 2020年11月期末のアセットマネジメント受託資産(AUM)残高1,123,406百万円のうち、REIT（トーセイ・リート投資法人）の残高は70,382百万円（構成比6%）である。同REITの資産規模はJ-REITの中でも下位グループに止まる（2021年1月29日現在：J-REIT62銘柄中55位）。同REITは中小規模のオフィスビル、商業施設、住宅を投資対象とする総合型REITであり、スポンサーである同社が持つバリューアップ機能を活用して内部成長を図る。一方、同社の全AUMの約90%を占める私募ファンドは景気変動に伴う残高の増減幅がREITに比べて大きい。

#### 【強み】

多様な領域からなる事業ポートフォリオによる収益・利益の成長と安定のバランス  
 ストックが膨大で流動性の高い中小型物件を得意とすること  
 独立系不動産会社

#### 【弱み】

経営資源の分散  
 REITの資産規模の小ささ

## 損益計算書

損益計算書													
	10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	21年11月期	21年11月期会予
(百万円)	連結	連結	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
売上高	26,450	24,759	24,196	35,070	49,982	43,007	49,818	57,754	61,543	60,728	63,940	69,535	
前年比	-21.4%	-6.4%	-2.3%	44.9%	42.5%	-14.0%	15.8%	15.9%	6.6%	-1.3%	5.3%	8.8%	
売上原価	22,057	19,290	18,082	26,392	40,019	31,092	33,468	40,938	42,820	39,887	49,140	50,655	
前年比	-25.1%	-12.5%	-6.3%	46.0%	51.6%	-22.3%	7.6%	22.3%	4.6%	-6.9%	23.2%	3.1%	
売上原価率	83.4%	77.9%	74.7%	75.3%	80.1%	72.3%	67.2%	70.9%	69.6%	65.7%	76.9%	72.8%	
売上総利益	4,393	5,469	6,114	8,678	9,963	11,915	16,350	16,817	18,723	20,841	14,799	18,880	
前年比	5.1%	24.5%	11.8%	41.9%	14.8%	19.6%	37.2%	2.9%	11.3%	11.3%	-29.0%	27.6%	
売上総利益率	16.6%	22.1%	25.3%	24.7%	19.9%	27.7%	32.8%	29.1%	30.4%	34.3%	23.1%	27.2%	
販管費等	2,666	3,080	3,257	4,764	4,402	5,023	7,070	6,983	7,847	8,150	8,402	10,115	
前年比	3.6%	15.5%	5.7%	46.3%	-7.6%	14.1%	40.7%	-1.2%	12.4%	3.9%	3.1%	20.4%	
売上販管費率	10.1%	12.4%	13.5%	13.6%	8.8%	11.7%	14.2%	12.1%	12.8%	13.4%	13.1%	14.5%	
営業利益	1,727	2,389	2,857	3,914	5,561	6,892	9,280	9,834	10,876	12,691	6,428	8,707	
前年比	7.5%	38.4%	19.6%	37.0%	42.1%	23.9%	34.6%	6.0%	10.6%	16.7%	-49.4%	35.5%	
営業利益率	6.5%	9.6%	11.8%	11.2%	11.1%	16.0%	18.6%	17.0%	17.7%	20.9%	10.1%	12.5%	
金融収益	12	6	5	3	4	23	63	77	86	154	268		
前年比	-28.8%	-54.5%	-19.8%	-23.6%	1.4%	550.0%	176.1%	21.9%	11.5%	80.1%	73.5%		
売上高比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%		
金融費用	940	886	643	696	901	874	893	861	791	755	794		
前年比	-2.6%	-5.7%	-27.4%	8.3%	29.4%	-2.9%	2.1%	-3.5%	-8.2%	-4.5%	5.2%		
売上高比率	3.6%	3.6%	2.7%	2.0%	1.8%	2.0%	1.8%	1.5%	1.3%	1.2%	1.2%		
税引前利益	745	1,538	2,219	3,222	4,664	6,040	8,450	9,049	10,171	12,090	5,901	8,001	
前年比	140.8%	106.5%	44.3%	45.2%	44.7%	29.5%	39.9%	7.1%	12.4%	18.9%	-51.2%	35.6%	
税引前利益率	2.8%	6.2%	9.2%	9.2%	9.3%	14.0%	17.0%	15.7%	16.5%	19.9%	9.2%	11.5%	
当期利益(親会社の所有者に帰属)	422	752	1,465	2,006	2,874	4,136	5,547	6,155	6,852	8,447	3,602	5,218	
前年比	289.5%	78.4%	94.9%	36.9%	43.3%	43.9%	34.1%	11.0%	11.3%	23.3%	-57.4%	44.9%	
利益率	1.6%	3.0%	6.1%	5.7%	5.8%	9.6%	11.1%	10.7%	11.1%	13.9%	5.6%	7.5%	
減価償却費・のれん償却額	364	336	180	173	189	222	333	393	621	874	1,216		
EBITDA	2,090	2,725	3,037	4,087	5,750	7,114	9,613	10,227	11,497	13,565	7,644		

注：百万円未満を四捨五入。2014年11月期より、従来、「売上原価」の区分に計上していた販売用不動産に係る広告宣伝費等の販売経費を、販管費に計上。当該販売経費が、売上原価的な性格よりも、販売費的な性格が強くなってきたことが背景。2013年11月期も、同様の処理に組み替えている。  
出所：同社データよりSR社作成

販管費の内訳													
	10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	21年11月期	21年11月期
(百万円)	連結	連結	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
販管費	2,666	3,080	3,246	4,777	4,381	5,099	7,022	7,154	7,861	8,203	8,402		
従業員給付費用	1,550	1,733	2,202	2,274	2,417	2,787	3,538	3,775	4,121	4,425			
販売経費	na	na	na	1,367	926	1,063	1,807	1,457	1,604	1,389			
広告宣伝費	12	47	28	41	46	74	152	208	217	239			
支払報酬・手数料	137	185	360	408	315	352	382	397	556	691			
租税公課	268	228	266	353	375	353	666	738	658	549			
減価償却費および償却費	63	60	63	50	46	63	84	86	87	98			
貸倒引当金繰入額	66	0	78	0	-27	-24	-14	2	-1	18			
その他	570	826	249	284	283	432	407	491	618	795			
<構成比：売上を100%とした時>													
販管費	10.1%	12.4%	13.4%	13.6%	8.8%	11.9%	14.1%	12.4%	12.8%	13.5%	13.1%		
従業員給付費用	5.9%	7.0%	9.1%	6.5%	4.8%	6.5%	7.1%	6.5%	6.7%	7.3%			
販売経費	na	na	na	3.9%	1.9%	2.5%	3.6%	2.5%	2.6%	2.3%			
広告宣伝費	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%			
支払報酬・手数料	0.5%	0.7%	1.5%	1.2%	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	1.1%			
租税公課	1.0%	0.9%	1.1%	1.0%	0.8%	0.8%	1.3%	1.3%	1.1%	0.9%			
減価償却費および償却費	0.2%	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%			
貸倒引当金繰入額	0.2%	0.0%	0.3%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
その他	2.2%	3.3%	1.0%	0.8%	0.6%	1.0%	0.8%	0.9%	1.0%	1.3%			

注：百万円未満を四捨五入。2014年11月期より、従来、「売上原価」の区分に計上していた販売用不動産に係る広告宣伝費等の販売経費を、販管費に計上。当該販売経費が、売上原価的な性格よりも、販売費的な性格が強くなってきたことが背景。2013年11月期も、同様の処理に組み替えている。  
出所：同社データよりSR社作成



## 貸借対照表

貸借対照表												
(百万円)	10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	
	連結	連結	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
現金及び現金同等物	7,127	8,326	9,411	14,712	16,101	18,791	21,641	23,750	26,521	31,999	37,040	
売却可能金融資産	10	10	10	-	-	-	-	-	-	-	-	
営業債権及びその他の債権	1,443	1,833	1,884	902	2,050	2,915	3,532	2,149	3,090	3,748	3,192	
棚卸資産	37,479	33,739	37,417	38,041	41,565	46,156	67,298	59,719	62,458	73,574	65,417	
その他の流動資産	-	-	22	25	167	27	121	26	30	13	15	
流動資産合計	46,060	43,908	48,745	53,680	59,882	67,889	92,593	85,644	92,099	109,334	105,664	
有形固定資産	14,399	14,600	3,331	3,305	3,293	3,316	3,596	5,306	8,786	8,672	23,495	
投資不動産	-	-	11,696	12,704	13,858	18,786	21,729	28,360	33,753	37,868	26,987	
無形固定資産	65	68	43	32	78	97	97	84	88	88	210	
売却可能金融資産	62	391	410	810	2,446	1,225	1,441	1,751	2,245	4,253	3,972	
営業債権及びその他	-	-	160	189	781	1,099	1,235	860	865	1,102	779	
繰延精勤資産	1,966	870	974	554	516	781	557	518	904	574	572	
その他の非流動資産	131	131	4	4	4	4	29	29	29	4	4	
非流動資産合計	16,623	16,059	16,618	17,597	20,976	25,307	28,684	36,906	46,669	52,560	56,020	
資産合計	62,683	59,968	65,363	71,277	80,858	93,196	121,276	122,550	138,769	161,894	161,685	
営業債務及びその他の債務	1,501	2,390	3,314	2,324	2,591	2,734	2,955	4,279	4,076	6,448	5,466	
借入金	10,824	6,171	7,742	7,587	5,380	9,493	9,387	6,449	7,308	16,291	11,795	
未払法人所得税等	39	79	73	865	1,394	1,150	1,859	733	2,446	1,659	926	
引当金	110	151	154	209	267	442	450	485	594	656	600	
流動負債合計	12,474	8,791	11,284	10,986	9,632	13,819	14,652	11,945	14,423	25,054	18,787	
営業債務及びその他の債務	1,889	1,835	2,136	2,108	2,697	3,510	4,350	3,280	3,709	3,762	3,650	
借入金	23,439	23,904	24,659	27,449	35,025	39,176	60,772	60,674	67,717	73,552	79,193	
退職給付に係る負債	109	133	542	608	698	383	413	473	494	521	546	
引当金	301	313	25	24	79	79	79	19	7	7	7	
繰延税金負債	15	15	173	-	-	-	-	-	397	691	532	
非流動負債合計	25,753	26,200	27,535	30,189	38,498	43,148	65,614	64,446	73,323	78,533	83,928	
負債合計	38,227	34,992	38,819	41,174	48,130	56,968	80,266	76,391	86,747	103,588	102,715	
資本金	5,455	5,455	5,455	6,421	6,421	6,421	6,421	6,421	6,554	6,580	6,625	
資本剰余金	5,538	5,538	5,516	6,375	6,375	6,374	6,419	6,464	6,545	6,575	6,627	
利益剰余金	13,462	13,986	15,576	17,304	19,776	23,328	28,120	33,209	38,843	45,839	47,442	
(自己株式)	0	0	0	0	0	0	0	0	-0	-1,000	-1,500	
その他の資本の構成要素	1	-2	-3	1	155	105	50	64	80	312	-225	
資本合計	24,455	24,978	26,544	30,102	32,728	36,228	41,010	46,159	52,022	58,306	58,970	
純負債	27,125	21,739	22,981	20,325	24,304	29,878	48,518	43,373	48,505	57,844	53,948	
運転資金	37,421	33,181	35,987	36,619	41,024	46,337	67,875	57,589	61,473	70,873	63,143	

注：百万円未満を四捨五入  
出所：同社データよりSR社作成

## 一株あたりデータ (円)

一株あたりデータ (円、株式分割調整後)												
	10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	
	連結	連結	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
期末発行済株式数 (株)	45,684,000	45,684,000	45,684,000	48,284,000	48,284,000	48,284,000	48,284,000	48,284,000	48,544,800	48,595,300	48,683,800	
EPS (1株当たり当期純利益)	9.75	16.46	32.07	43.05	59.53	85.66	114.89	127.48	141.36	176.40	76.05	
EPS (潜在株式調整後)	-	-	-	-	-	-	-	127.41	141.12	175.83	75.94	
DPS (年間配当金)	5.00	5.00	6.00	8.00	12.00	16.00	22.00	25.00	30.00	42.00	19.00	
BPS (1株当たり純資産)	535.32	546.71	581.03	623.24	677.82	750.32	849.35	955.99	1,071.63	1,225.27	1,250.00	

出所：同社データよりSR社作成

## キャッシュフロー計算書

キャッシュフロー計算書												
(百万円)	10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	
	連結	連結	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
営業活動によるキャッシュフロー	-1,626	6,018	-325	2,773	345	-4,443	-7,472	7,089	7,615	-3,800	12,510	
投資活動によるキャッシュフロー	-179	-116	56	-941	-2,879	482	-8,194	-19	-10,787	-2,133	-4,054	
財務活動によるキャッシュフロー	735	-4,417	1,316	3,457	3,892	6,661	18,522	-4,962	5,942	11,412	-3,414	

注：百万円未満を四捨五入  
出所：同社データよりSR社作成

## 財務指標

	財務指標											
	10年11月期	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	
	連結	連結	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
総資産経常利益率 (ROA)	1.3%	2.6%	3.5%	4.7%	6.1%	6.9%	7.9%	7.4%	7.8%	8.0%	3.6%	
自己資本当期純利益率 (ROE)	1.8%	3.0%	5.7%	7.1%	9.2%	12.0%	14.4%	14.1%	14.0%	15.3%	6.1%	
棚卸資産回転率 (回)	0.6	0.5	0.5	0.7	1.0	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7	
有形固定資産回転率 (回)	1.9	1.7	2.7	10.6	15.2	13.0	14.4	13.0	8.7	7.0	4.0	
流動比率	369.2%	499.5%	432.0%	488.6%	621.7%	491.3%	632.0%	717.0%	638.5%	436.4%	562.4%	
純資産比率	39.0%	41.6%	40.6%	42.2%	40.5%	38.9%	33.8%	37.7%	37.5%	36.0%	36.5%	

出所：同社データよりSR社作成

## 株主還元方針

収益性の高い事業機会の獲得による長期的な企業価値向上のために必要な内部留保と配当のバランスを図る。安定的な配当と増配を目指す。配当性向については、前中計（2018年11月期～2020年11月期）期間に2017年11月期の21.2%から2020年11月期の25.0%水準まで段階的に引き上げており、さらに2023年11月期にかけて30.0%（2021年11月期予想26.2%）に引き上げる。配当性向引上げを主とするが、自己株式の取得についても、2019年11月期に1,000百万円・2020年11月期に500百万円の自己株式を取得しており、2021年1月25日開催の取締役会においても、上限500百万円の自己株式取得について決定している。今後も株主還元水準の向上、資本効率の改善等を目的として、総合的に勘案して判断する予定。

## 株主

氏名又は名称	2020年11月30日現在	
	所有株式数 (株)	割合
山口誠一郎	12,885,500	27.3%
有限会社ゼウスキャピタル	6,000,000	12.7%
QUINTET PRIVATE BANK (EUROPE) SA	3,777,400	8.0%
SSBTC CLIENT OMNIBUS ACCOUNT	1,804,400	3.8%
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	1,523,200	3.2%
株式会社日本カストディ銀行(信託口)	851,900	1.8%
GOLDMAN, SACHS & CO.REG	843,223	1.8%
GOVERNMENT OF NORWAY	835,929	1.8%
NORTHERN TRUST CO.(AVFC) RE IEDU UCITS CLIENTS NON LENDING 15 PCT TREATY A/C	778,400	1.7%
SMBC日興証券株式会社	628,700	1.3%
発行済株式数	29,928,652	63.4%

出所：同社資料よりSR社作成

## コーポレートガバナンス情報

2020年3月2日現在

組織形態・資本構成等	
支配株主の有無	-
親会社のコード	-
取締役関係	
定款上の取締役数	12名
定款上の取締役任期	2年
社外取締役（独立役員）人数	3名
監査役関係	
定款上の監査役員数	6名
社外監査役（独立役員）人数	4名
その他	
独立役員人数（社外取締役、社外監査役合計）	7名
議決権電子行使プラットフォームへの参加	有
その他機関投資家の議決権行使環境向上に向けた取り組み	有
招集通知（要約）の英文での提供	有
取締役報酬の開示状況	無
執行役員報酬の開示状況	-
報酬の額又はその算定方法の決定方針の有無	有
買収防衛策の有無	有

出所：同社コーポレート・ガバナンス報告書よりSR社作成

### ディスクレーマー

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はありません。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

<https://sharedresearch.jp>

TEL : (03)5834-8787

Email: [info@sharedresearch.jp](mailto:info@sharedresearch.jp)