

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

サムティ

3244 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2022 年 3 月 9 日 (水)

執筆：客員アナリスト

柴田郁夫

FISCO Ltd. Analyst **Ikuo Shibata**



FISCO Ltd.

<https://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 会社概要	01
2. 2021年11月期の業績	01
3. 2022年11月期の業績予想	02
4. 中期経営計画（アフターコロナ版）の概要	02
■ 会社概要	03
1. 事業概要	03
2. 新セグメント区分の概要	05
3. 特長	07
4. 沿革	08
■ 業績動向	09
1. 2021年11月期決算の概要	09
2. 開発計画（パイプライン）の状況	12
3. 2021年11月期の総括	13
■ 主な活動実績	13
1. ホテル REIT の上場に向けた動き	13
2. ラグジュアリーホテルの開発に着手	13
3. サステナビリティ基本方針の策定	14
4. 「JPX 日経インデックス 400」への新規採用	14
■ 業績見通し	14
1. 2022年11月期の業績予想	14
2. 弊社の見方	16
■ 中期経営計画（アフターコロナ版）の進捗	16
1. 中期経営計画の概略	16
2. 投資計画	17
3. 業績目標	18
4. 弊社アナリストによる注目点	18
■ 業績推移	19
■ 業界環境	21
1. J-REIT 市場	21
2. レジデンス（賃貸マンション）	22
3. ホテル及びオフィス	23
■ 株主還元	23

■ 要約

2021 年 11 月期は「資産保有型」ビジネスへの転換にあたり減収減益となったものの、想定内。 一方、資産拡大に向けた戦略的投資はハイペースで進捗

1. 会社概要

サムティ <3244> は、関西圏及び首都圏を中心として全国に展開している総合不動産会社である。不動産事業(不動産ファンド向け大型賃貸マンションやホテルの開発及び販売等)と不動産賃貸事業(賃貸マンションの保有等)のほか、ホテル事業なども手掛けており、成長と安定のバランスの取れた事業構成や一気通貫型のビジネスモデルに特長がある。また、2015 年には J-REIT 事業※へ進出し、さらなる事業拡大に向けて体制を整えると、ここ数年は展開エリアの拡大と積極投資により高い成長を続けてきた。2022 年 4 月からは東京証券取引所(以下、東証)の新市場区分において、「プライム市場」への移行が決定している。

※ 2015 年 3 月に設立したサムティ・レジデンシャル投資法人 <3459> (以下、SRR) を東証 J-REIT に上場させた。また、2021 年 11 月にはホテル特化型 REIT であるサムティ・ジャパンホテル投資法人を設立し、2022 年 11 月期中の上場を目指している。

新型コロナウイルス感染症拡大(以下、コロナ禍)の影響により、ホテル事業の稼働率は厳しい状況が続いているものの、景気変動の影響を受けにくい賃貸マンションは堅調に推移しているうえ、今後に向けた戦略的投資(用地仕入れや収益不動産の取得)もハイペースで進捗している。また、2021 年 1 月に公表した中期経営計画「サムティ強靱化計画(アフターコロナ版)」(以下、中期経営計画(アフターコロナ版))では、今後の環境変化を勘案し、「資産保有型」ビジネスへの転換や海外事業の強化、長期的視野でのホテル事業の取り組みにより持続的な成長を目指しており、その達成に向けた進捗を明確に示すため、セグメント区分の変更を実施した。

2. 2021 年 11 月期の業績

2021 年 11 月期の業績は、売上高が前期比 10.5% 減の 90,460 百万円、営業利益が同 45.5% 減の 9,461 百万円、経常利益が同 46.8% 減の 8,105 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 5.7% 減の 10,012 百万円と、「資産保有型」ビジネスへの転換にあたり減収減益となったが、その点は想定内である。売上高は、物件売却を意図的に抑えた「不動産開発事業」が減収となった一方、それ以外の事業はすべて増収を確保した。特に重視する「インカムゲイン」(売上高ベース)は、「ホテル賃貸・運営事業」の稼働率が低調に推移したものの、それを補って同 14.4% 増の 14,578 百万円と着実に伸びている。損益面では、減収による収益の下押しに加えて、「ホテル賃貸・運営事業」がコロナ禍の影響により減益となった。一方、グループ資産拡大に向けた戦略的投資はハイペースで進んでおり、開発パイプラインも順調に拡大している。

要約

3. 2022 年 11 月期の業績予想

2022 年 11 月期の業績予想について同社は、売上高を前期比 54.8% 増の 140,000 百万円、営業利益を同 90.2% 増の 18,000 百万円、経常利益を同 85.1% 増の 15,000 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 1.9% 増の 10,200 百万円と大幅な増収増益を見込んでいる。売上高はすべての事業が伸長するが、特にベトナムでの分譲事業が本格化する「海外事業」の大幅な伸びと、コロナ禍収束を前提とした「ホテル賃貸・運営事業」の一定の回復が、売上高全体の伸び率に寄与する想定である。また、重視するインカムゲイン（売上高ベース）についても、同 54.3% 増の 22,500 百万円と大きく拡大する見通しとなっている。損益面でも、増収による収益の底上げや、「ホテル賃貸・運営事業」の黒字化により大幅な営業増益を見込んでいる。

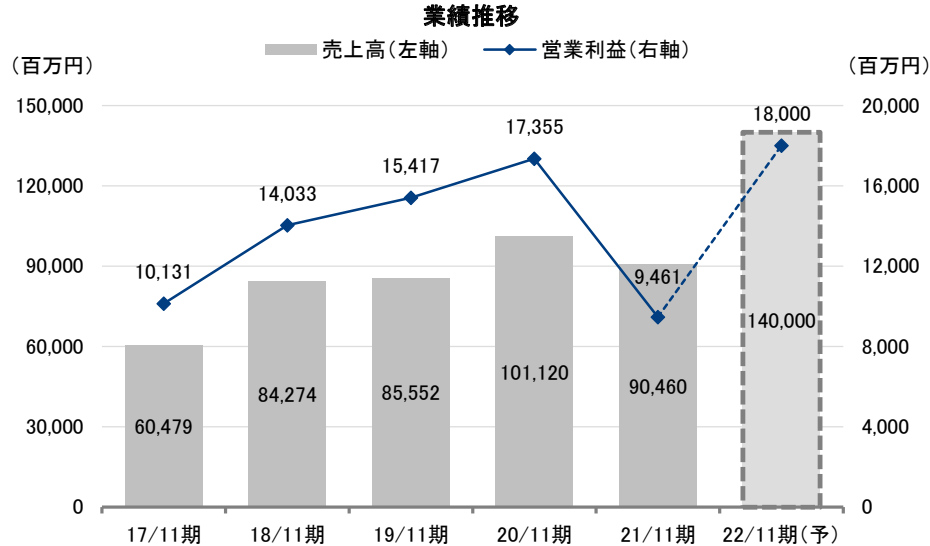
4. 中期経営計画（アフターコロナ版）の概要

2021 年 1 月に公表した 5 ヶ年の中期経営計画（アフターコロナ版）では、(1)「資産保有型」ビジネスへの転換（インカムゲインの拡大）、(2) ホテル REIT 上場に向けた取り組み、(3) 地方大都市圏における戦略的投資、(4) 海外事業での収益基盤の構築を基本方針に掲げており、5 年間の投資計画は約 7,500 億円、最終年度（2025 年 11 月期）の業績目標として売上高 2,200 億円水準、営業利益 350 億円以上、ROE15.0% 水準、ROA7.0% 水準、自己資本比率 30.0% 以上を目指している。特に、グループ資産（REIT を含む）を 1 兆円規模にまで拡大するとともに、営業利益の 50% をインカムゲイン（賃貸収入等）、15% を海外事業で構成する収益構造への転換を図る方針である。

Key Points

- ・ 2021 年 11 月期の業績は「資産保有型」ビジネスへの転換にあたり減収減益となったものの、その点は想定内
- ・ 一方、グループ資産拡大に向けた戦略的投資はハイペースで進んでおり、開発パイプラインも順調に拡大
- ・ 2022 年 11 月期は「海外事業」の大幅な伸びと、コロナ禍収束を前提とした「ホテル賃貸・運営事業」の一定の回復等により大幅な増収増益を見込む
- ・ 中期経営計画（アフターコロナ版）では、「資産保有型」ビジネスへの転換（インカムゲインの拡大）や海外事業の強化、長期的視野でのホテル事業の取り組みにより持続的な成長を目指す

要約



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

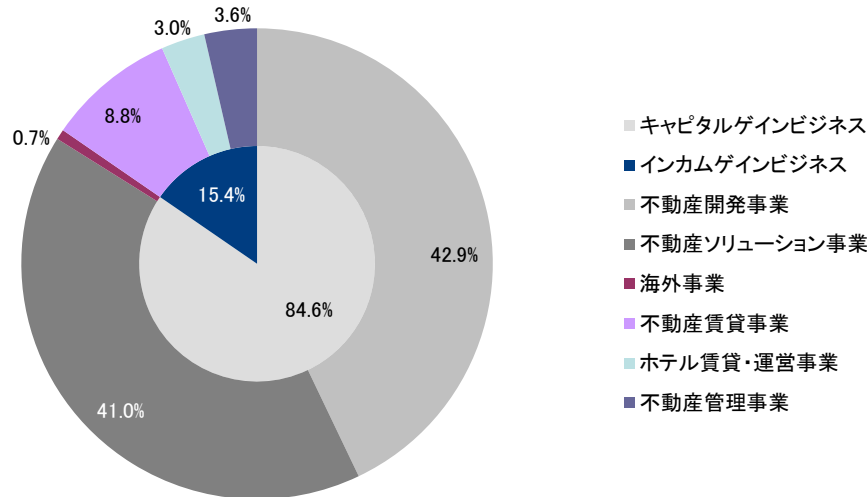
不動産事業と不動産賃貸事業のバランスの取れた事業構成。 「資産保有型」ビジネスへの転換にあたり、新セグメント区分へ変更

1. 事業概要

同社は、不動産事業（不動産ファンド向け賃貸マンションやホテルの開発及び販売等）と不動産賃貸事業（賃貸マンションの保有等）を両軸とし、ホテル事業も手掛けてきた。2021年1月に公表した中期経営計画（アフターコロナ版）では、「資産保有型」ビジネスへの転換を掲げており、その達成に向けた進捗を明確に示すため、セグメント区分の変更を実施した。新セグメントは、1) 不動産開発事業、2) 不動産ソリューション事業、3) 海外事業、4) 不動産賃貸事業、5) ホテル賃貸・運営事業、6) 不動産管理事業に分類される。同社では、さらに1)～3)をキャピタルゲインビジネス、4)～6)をインカムゲインビジネスにグルーピングしたうえで、「資産保有型」ビジネスへの転換により、安定収益であるインカムゲインの拡大を目指している。

会社概要

2021年11月期 事業別売上高(調整前)の構成比



出所：決算短信よりフィスコ作成

また、2015年3月にはSRRを設立し、同年6月に東証J-REIT市場に上場させた。同社グループは、SRRへのスポンサーとしての役割（物件供給）とアセットマネジメント業務等を担っている。SRRの現在の資産規模は159物件で1,463億円と着実に成長を続けている（2022年2月末時点）。また、2021年11月にはホテル特化型REITも設立しており、上場に向けた準備を進めている。

全国の拠点は、大阪本社／大阪営業部（大阪市淀川区）※のほか、東京本社／東京支店（東京都千代田区）※、札幌支店（札幌市中央区）、名古屋支店（名古屋市中村区）、広島支店（広島市中区）、福岡支店（福岡市博多区）にあり、地方大都市圏を中心として全国に展開する体制が確立されている。

※ 神戸、新宿及び横浜営業所を有する。

同社グループは、同社及び連結子会社20社、持分法適用関連会社2社※によって構成されるが、土地・建物及び信託受益権を取得・保有・開発するスキームに関連して設立または出資しているSPCや一般社団法人が13社含まれている（2021年11月期末）。主な連結子会社には、サムティアセットマネジメント（株）（アセットマネジメント等）、サムティホテルマネジメント（株）（ホテル運営等）、サムティプロパティマネジメント（株）（物件管理等）、SAMTY ASIA INVESTMENTS PTE.LTD.（シンガポール子会社）などがある。

※ 2021年5月25日付で、ホテルの再生・開発に強みを持つデベロッパーであるウェルス・マネジメント<3772>（以下、WM）と、ホテル開発事業等における協業などを目的とした資本業務提携契約を締結し、持分法適用関連会社とした。

会社概要

2. 新セグメント区分の概要

(1) 不動産開発事業

1) 自社ブランド「S-RESIDENCE」（不動産ファンド向け賃貸マンション）の企画開発・販売のほか、2) 個人投資家等を対象とした投資用ワンルームマンションの企画開発（以下、投資分譲）、3) ホテル・オフィスの企画開発・販売（以下、ホテルその他）も手掛けている。

主軸となる1)「S-RESIDENCE」は、各エリアのニーズを捉えたコンセプト・意匠により、解放感溢れるエントランスや内廊下等を採用し、高いデザイン性や居住性を有する単身者・DINKS 向けのマンションである。SRR に対して優先交渉権を付与しており、基本的には SRR への物件供給を中心に据えている。ただ、2020年11月期からは「資産保有型」ビジネスへの転換に向けて、開発パイプラインを大幅に拡大する一方、一定期間（3年程度）保有した後に売却する方針としており、「不動産賃貸事業」の拡大にも寄与するものである。

「S-RESIDENCE」シリーズ



出所：同社提供資料より掲載

また、2)「投資分譲」は、自社では販売を行わず、販売会社に卸販売（区分または1棟売り）するところに特徴がある。営業エリアにおいて販売実績のある販売会社とのネットワークを構築し、企画開発の段階から販売会社と協議を行うことにより、顧客（利用者）ニーズに合致した物件を供給している。

3)「ホテルその他」は、自社ブランドホテル「S-PERIA」シリーズの企画開発や外資系ホテルチェーンとの共同事業を通じて、上場準備中であるホテル REIT への物件供給を中心に据えるとともに、「ホテル賃貸・運営事業」の拡大にも寄与するものである。

(2) 不動産ソリューション事業

収益不動産等の取得・再生、販売を行っている。取得した収益不動産に対して、リーシング（賃貸付け）やバリューアップノウハウの活用、設備改修によるグレードアップなどにより、稼働率の向上等を図り、保有期間中の収益確保につなげるとともに、最終的には投資物件として SRR や不動産ファンド、事業会社等に販売することによる売却益の獲得を目的としている。また、SRR 向けのウェアハウジング*も行っている。なお、保有期間中の賃料収入は「不動産賃貸事業」に計上される。

※ REIT に組み入れるための物件取得。

会社概要

(3) 海外事業

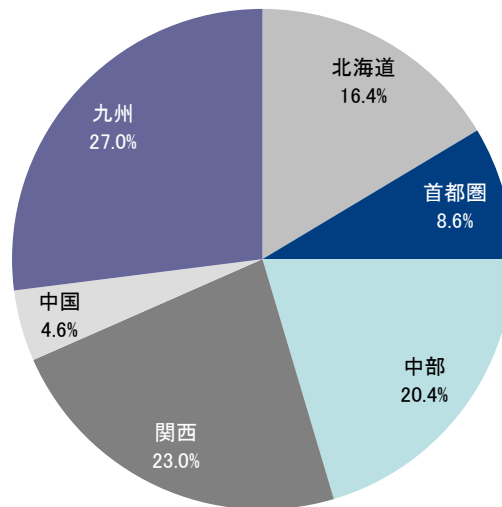
海外における投資及び住宅分譲事業を行っている。2016年にファンドを通じてホーチミンの不動産会社（開発・賃貸事業）へ出資したほか、2020年からはベトナム最大手の不動産デベロッパーである VINHOMES JOINT STOCK COMPANY（以下、VHM）※1と共同で、ハノイ市西部での分譲住宅事業「THE SAKURA プロジェクト」※2を推進している。

※1 VHMは、2008年に創業したベトナム最大の複合企業Vingroup傘下の中核企業であり、ベトナム国内の不動産会社において、売上、利益、時価総額トップを誇っている。

※2 VinHomes Smart Cityの全58棟中4棟（総戸数3,620戸）の分譲住宅事業に参画したものの。

(4) 不動産賃貸事業

マンション、オフィスビル、商業施設の賃貸を行っている。関西圏及び首都圏のほか、福岡、札幌、名古屋等の政令指定都市を中心とした全国各地に152棟（たな卸資産、固定資産）を有するとともに、マンション、オフィスビル、商業施設等、多様な資産に分散投資を行っている。特に、景気変動の影響を受けにくいマンションの比率が高く、リーシングノウハウを生かすことで年平均95%付近の高い稼働率で安定推移している。保有不動産の規模はトータルで約2,081億円（簿価）に上るが、最終的に売却を目的とするたな卸資産（販売用不動産）約1,080億円と、自社保有を目的とする固定資産約910億円に分かれる（2021年11月期末時点）。

2021年11月期 地域別保有資産の割合（延床面積ベース）


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

(5) ホテル賃貸・運営事業

自社開発ホテル10棟を含む、合計18棟の賃貸・運営を行っている（2021年11月期末時点）。上場を準備しているホテルREITの資産拡大とともに、収益の積み上げを目指している。

会社概要

同社が参画するホテル

No	エリア	名称	客室数	備考
1	首都圏	センターホテル東京	108	保有
2	関西	天橋立ホテル(オーベルジュを含む)	86	保有
3	関東	ホテルサンシャイン宇都宮	160	
4	九州	エスペリアホテル長崎	155	
5	関西	GOZAN HOTEL	21	保有
6	九州	エスペリアホテル博多	287	開発
7	首都圏	エスペリアイン日本橋箱崎	114	開発
8	関西	エスペリアイン大阪本町	125	開発
9	関西	エスペリアホテル京都	165	開発・保有
10	中国	ネストホテル広島八丁堀	126	保有
11	中国	ネストホテル広島駅前	84	保有
12	関西	メルキュール京都ステーション	225	開発
13	中部	イビススタイルズ名古屋	284	開発・保有
14	関西	アゴーラ 京都烏丸	140	開発
15	関西	アゴーラ 京都四条	80	開発
16	関西	アロフト大阪堂島	305	保有
17	九州	エスペリアホテル福岡中洲	87	開発・保有
18	関西	オークウッドホテル京都御池	120	開発・保有
合計	18 ホテル		2,672	

注：取得・開発順。2021年11月期末時点

出所：会社リリースよりフィスコ作成

(6) 不動産管理事業

マンション、オフィスビル、商業施設の管理を行っている。具体的には、同社がアセットマネジャーとして不動産の運用及び管理業務等を受託し、手数料収入(アセットマネジメント(AM)フィー)等を獲得するほか、子会社のサムティプロパティマネジメントによって、分譲マンション管理及び建設・リフォームなども行っている。運用資産残高(AUM)はSRR向けが1,184億円、ホテルREIT組成に伴う私募向けが約1,440億円の合計2,624億円(2021年1月末時点)に上る。また、管理受託戸数はSRR向けを中心に17,858戸(2021年11月末時点)となっている。

3. 特長

(1) ビジネスモデルの優位性

同社のビジネスモデルの特長は、仕入・開発、賃貸・運営、販売、管理までをグループ内で一貫通的に完結させることにあり、それぞれの機能が連動することで同社ならではの価値創造(バリューチェーン)を実現している。特に、これまで「不動産賃貸事業」で培ってきたリーシングノウハウ(賃貸付け)の高さが「不動産開発事業」や「不動産ソリューション事業」でも生かされており、収益不動産のバリューアップはもちろん、用地仕入れにおける優位性や販売先との信頼関係及び交渉力においてもプラスの効果を生み出している。

また、SRRを中心としたビジネスモデルにも優位性がある。SRRが安定的な供給先になるとともに、販売後のフィービジネスの拡大(AM業務やプロパティマネジメント(PM)業務の受託)が、将来にわたる安定収益源として期待できる。また、今後はホテルREITが加わることにより、事業基盤がさらに強化・拡充されることになる。

会社概要

(2) 収益構造における強み

同社は、これまでも不動産事業（キャピタルゲインビジネス）による成長加速と不動産賃貸事業（インカムゲインビジネス）による安定収入のバランスを取りながら、事業環境の変化に柔軟に対応してきた。2021 年 11 月期からは、アフターコロナ（新常態）における新たな戦略的取り組みとして、グループ総資産規模の拡大と、賃貸収入及びフィー収益の獲得を強化することにより、インカムゲインの最大化を図り、より安定した収益基盤の構築に取り組んでいる。また、自社で販売部隊を持たず、外部リソースの活用により固定費を低く抑えていることも景気後退時の抵抗力を高めている。これまでの金融危機（バブル経済の崩壊やリーマンショックによる影響等）において、業績の落ち込みが比較的小さかったのは、不動産賃貸事業が業績の下支えになったことと、固定費の軽さが要因である。

(3) 人的資本の状況

2021 年 11 月期末の連結従業員数（臨時社員は除く）は 391 名（前期末比 120 名増）となった。コンスタントに新卒採用を行っているほか、即戦力となるキャリア採用にも積極的であり、事業拡大に向けて大幅な増強を図っている。特に全国への営業拠点の展開が、現地採用やブランド力向上を通じて人材確保にもプラスに働いているようだ。事業別の内訳は、不動産開発事業 49 名、不動産ソリューション事業 30 名、海外事業 13 名、不動産賃貸事業 17 名、ホテル賃貸・運営事業 101 名、不動産管理事業 136 名、全社（共通）45 名となっているが、今後も優良な運用資産の積み上げに向けて、物件の開発・取得を行う「不動産開発事業」及び「不動産ソリューション事業」への採用を強化したうえで、新たな事業展開への人員補強も並行して取り組んでいく方針のようだ。同社は、かねてより“人を大切にする企業の実現”を掲げ、従業員のエンゲージメント向上に注力してきた（後述する「サステナビリティ基本方針」にも改めて明記）。これからも各人のやる気や能力を活かし、定着率の向上や各地域への雇用貢献、各人の仕事への創造性を高めることで、同社の企業価値向上につなげていく考えである。

4. 沿革

同社は、1982 年 12 月に大阪市東淀川区においてサムティ開発株式会社として設立された（2005 年 6 月に現在の商号に変更）。森山茂（もりやましげる）氏（現 会長）と松下一郎（まつしたいちろう）氏、谷口清春（たにぐちきよはる）氏の 3 名を中心に不動産の売買・賃貸・管理を開始した。分譲マンションの販売受託からスタートしたが、その後、投資用マンションの 1 棟販売やファミリーマンションの分譲など着実に実績を積み上げてきた。

2001 年 5 月に投資用分譲ワンルームマンション「サムティ」シリーズの販売を開始すると、2005 年 3 月から不動産ファンド向け賃貸マンション「S-RESIDENCE」シリーズの販売を開始し、事業拡大に拍車をかけた。2007 年 7 月には大阪証券取引所ヘラクレス市場（現 東証 JASDAQ）に上場を果たした。

また、さらなる事業拡大や地域分散を図るため、2011 年 2 月に東京支店、2012 年 6 月に福岡支店、2015 年 5 月に札幌支店、2016 年 3 月に名古屋支店、2019 年 12 月に広島支店を開設し、着実に事業エリアの拡大も進めてきた。

会社概要

事業領域の拡大にも積極的であり、2006年8月にビジネスホテルを保有・運営する(株)サン・トーア(現サムティホテルマネジメント)の株式を取得(ホテル事業へ進出)、2011年12月にサムティ管理(株)(現サムティプロパティマネジメント)を設立(プロパティマネジメント事業へ進出)、2012年11月に燦アセットマネージメント(株)(現サムティアセットマネジメント)を100%子会社化(アセットマネジメント事業に進出)、2015年6月にはSRRを東証J-REIT市場に上場させるなど、今後の成長加速に向けて体制を整えてきた。2015年10月には東証1部へ市場変更(2022年4月からは東証プライム市場への移行が決定)。2019年5月には大和証券グループと資本業務提携を締結し、ホテルREITの組成や海外展開、クラウドファンディングなどで協働を進めている。

業績動向

2021年11月期は「資産保有型」ビジネスへの転換にあたり減収減益となるも、重視する「インカムゲイン」は着実に伸長

1. 2021年11月期決算の概要

2021年11月期の業績は、売上高が前期比10.5%減の90,460百万円、営業利益が同45.5%減の9,461百万円、経常利益が同46.8%減の8,105百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同5.7%減の10,012百万円と、「資産保有型」ビジネスへの転換にあたり減収減益となったが、その点は想定内である。一方、修正予想(2021年9月30日公表)に対しては、投資利益の見直し等により利益面で下回る着地となった。

売上高は、「資産保有型」ビジネスへの転換にあたり、物件売却を意図的に抑えた「不動産開発事業」が大きく減収となった。ただ、販売計画は達成しており、想定内と言える。一方、「不動産開発事業」以外の事業はすべて増収を確保した。特に、重視する「インカムゲイン」(売上高ベース)※は、「ホテル賃貸・運営事業」がコロナ禍の影響により低調に推移しているものの、それを補って前期比14.4%増の14,578百万円(調整前)と着実に伸びている。

※「不動産賃貸事業」「ホテル賃貸・運営事業」「不動産管理事業」の売上高を合計したもの。

損益面では、減収による収益の下押しに加えて、「ホテル賃貸・運営事業」がコロナ禍の影響により減益となった。なお、修正予想(2021年9月30日公表)を下回ったのは、SPCを通じたホテルの取得※に伴う投資利益(負ののれん発生益)の見直しによるものである。したがって、会計上の見積り額の再評価に起因するものであり、足元業績の下振れを示すものではない。再評価後の負ののれん発生益を含む総額は合計4,307百万円となり、特別利益に計上している。

※「アロフト大阪堂島」及び「(仮称)シャングリ・ラホテル 京都二条城計画」。

業績動向

一方、今後の成長につながる仕入れについては、開発用地 61 物件(取得金額 280 億円)^{※1}、収益不動産 49 物件(取得金額 421 億円)^{※2}を取得し、計画を超える成果をあげた。

※1 SPC によるホテル開発用地の取得分(「シックスセンス京都」及び「(仮称) シャングリ・ラ ホテル 京都二条城 計画」)を含めると、取得計画 397 億円を超過している。

※2 SPC を通じて取得した「アロフト大阪堂島」を含むと、取得計画 480 億円を超過している。

財政状態については、「資産保有型」ビジネスへの転換を図る方針により物件売却を抑える一方、開発用地や収益不動産を積極的に取得したことから、総資産は前期末比 39.2% 増の 349,194 百万円と大きく拡大した。一方、自己資本も大和証券グループ本社<8601>による転換社債の転換(100 億円)や内部留保の積み増しにより同 22.4% 増の 94,296 百万円に増えたことから、自己資本比率は若干低下したとは言え、27.0% (前期末は 30.7%) を確保することができた。また、有利子負債も同 41.9% 増の 231,231 百万円に拡大したが、長期借入金の比率が約 71% を占めていることから、資産拡大を図りながらも財務の安定性は維持されていると言える。一方、資本効率を示す ROE は 11.6% (前期末は 14.3%)、ROA も 3.2% (同 7.4%) に低下したものの、2022 年 11 月期以降は改善に向かう見通しである。

2021 年 11 月期決算の概要

(単位：百万円)

	20/11 期		21/11 期		増減	
	実績	構成比	実績	構成比	金額	増減率
売上高	101,120		90,460		-10,660	-10.5%
不動産開発事業	58,269	57.6%	38,863	43.0%	-19,405	-33.3%
不動産ソリューション事業	30,361	30.0%	37,128	41.0%	6,766	22.3%
海外事業	499	0.5%	595	0.7%	95	19.1%
不動産賃貸事業	7,787	7.7%	7,949	8.8%	162	2.1%
ホテル賃貸・運営事業	2,089	2.1%	2,784	3.1%	695	33.3%
不動産管理事業	2,863	2.8%	3,845	4.3%	982	34.3%
調整額	-750	-	-707	-	43	-
売上原価	73,456	72.6%	72,606	80.3%	-850	-1.2%
販管費	10,308	10.2%	8,392	9.3%	-1,916	-18.6%
営業利益	17,355	17.2%	9,461	10.5%	-7,894	-45.5%
不動産開発事業	14,790	25.4%	9,863	25.4%	-4,926	-33.3%
不動産ソリューション事業	3,682	12.1%	3,042	8.2%	-640	-17.4%
海外事業	385	77.2%	298	50.1%	-87	-22.6%
不動産賃貸事業	4,109	52.8%	3,779	47.5%	-329	-8.0%
ホテル賃貸・運営事業	-641	-30.7%	-2,596	-93.2%	-1,955	-
不動産管理事業	308	10.8%	550	14.3%	241	78.6%
調整額	-5,279	-	-5,475	-	-196	-
営業外収益	139	0.1%	2,134	2.4%	1,995	-
営業外費用	2,246	2.2%	3,491	3.9%	1,245	-
経常利益	15,247	15.1%	8,105	9.0%	-7,142	-46.8%
特別利益	203	0.2%	4,307	4.8%	4,104	-
特別損失	108	0.1%	201	0.2%	93	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	10,615	10.5%	10,012	11.1%	-603	-5.7%

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

業績動向

2021年11月期末の財政状態

(単位：百万円)

	20/11 期末	21/11 期末	増減	
			金額	増減率
流動資産	158,608	225,094	66,486	41.9%
現金及び預金	42,511	41,646	-865	-2.0%
販売用不動産	58,265	107,875	49,610	85.1%
仕掛販売用不動産	42,512	71,075	28,562	67.2%
固定資産	92,255	124,048	31,792	34.5%
有形固定資産	71,938	91,306	19,367	26.9%
無形固定資産	143	426	282	197.9%
投資その他の資産	20,173	32,315	12,141	60.2%
資産合計	250,864	349,194	98,330	39.2%
流動負債	39,497	54,618	15,121	38.3%
短期借入金	16,883	12,325	-4,558	-27.0%
1年内返済予定の長期借入金	14,715	32,197	17,481	118.8%
固定負債	133,666	191,547	57,880	43.3%
長期借入金	116,406	165,709	49,303	42.4%
純資産	77,699	103,028	25,328	32.6%
負債純資産合計	250,864	349,194	98,330	39.2%
有利子負債	163,005	231,231	68,226	41.9%
自己資本	77,028	94,296	17,269	22.4%
自己資本比率	30.7%	27.0%	-3.7pt	-

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

各事業の業績は以下のとおりである。

(1) 不動産開発事業

売上高は前期比 33.3% 減の 38,863 百万円、セグメント利益は同 33.3% 減の 9,863 百万円となった。「資産保有型」ビジネスへの転換を図る方針の下、物件売却を抑えたことにより減収減益となったが、想定内である。販売実績はレジデンス 19 棟（そのうち SRR へ 5 棟）、投資分譲 2 棟、ホテルその他 3 棟※の合計 24 棟（前期は合計 28 棟）であった。また、レジデンス開発において 43 棟（2,700 戸）が竣工したが、一定期間保有する戦略により期末保有は 25 棟（前期末は 3 棟）に増え、順調に資産の拡大を図ることができた。また、開発用地 61 物件を新たに取得し、開発パイプラインの積み上げでも成果を残した。

※ ホテル開発については、「アゴーラ京都烏丸」及び「アゴーラ京都四条」の 2 棟を売却した。

(2) 不動産ソリューション事業

売上高は前期比 22.3% 増の 37,128 百万円、セグメント利益は同 17.4% 減の 3,042 百万円と増収減益となった。SRR へ賃貸マンション 21 棟（前期は 17 棟）を供給したほか、オフィスビルを含めて合計 33 物件（前期は 42 物件）を販売した。一方、利益率は低下したものの、想定どおりの着地である。

業績動向

(3) 海外事業

売上高は前期比 19.1% 増の 595 百万円、セグメント利益は同 22.6% 減の 298 百万円となった。前期に引き続き、ファンドを通じて出資しているホーチミンの不動産会社（開発・賃貸事業）への投資案件から償還を受けたものである。なお、「THE SAKURA プロジェクト」については、2022 年 11 月期からの収益計上が予定されているが、先行販売中の V8 棟（684 戸+ショップハウス 19 戸）への申し込みは既に合計 368 戸に上っている（2022 年 1 月末時点）。

(4) 不動産賃貸事業

売上高は前期比 2.1% 増の 7,949 百万円、セグメント利益は同 8.0% 減の 3,779 百万円と増収減益となった。保有資産の拡大により増収を確保したものの、前期末に稼働中の賃貸マンションを多数売却したことの影響を受け、緩やかな増収にとどまるとともに、利益面では減益となった。

(5) ホテル賃貸・運営事業

売上高は前期比 33.3% 増の 2,784 百万円、セグメント損失は 2,596 百万円（前期は 641 百万円の損失）と増収ながら損失幅が拡大した。売上高は、5 棟の新規開業・取得^{※1}により保有・運営ホテルが 18 棟に増えたことに加え、前期よりも稼働率が若干改善したこと^{※2}により増収を確保した。特に緊急事態宣言が解除された 2021 年 10 月～12 月の稼働率はおおむね 60% 以上で推移している。一方、利益面では、連結会計期間の 8 割以上で緊急事態宣言やそれに準ずる行動制限が生じた影響により損失幅が拡大した。

※1 アゴーラ京都烏丸（売却済み）、アゴーラ京都四条（売却済み）、エスペリアホテル福岡中洲、オークウッドホテル京都御池の自社開発物件のほか、SPC を通じて取得したアロフト大阪堂島を含む。

※2 2020 年 11 月期の平均稼働率（月次）はおおむね 10%～50%（平均 30% 程度）で推移した一方、2021 年 11 月期はおおむね 30%～70%（平均 45% 程度）で推移したと見られる。

(6) 不動産管理事業

売上高は前期比 34.3% 増の 3,845 百万円、セグメント利益は同 78.6% 増の 550 百万円と増収増益となった。SRR の資産拡大やホテル REIT 組成に伴う運用資産残高の拡大、PM による管理受託戸数の拡大が業績の伸びに寄与した。AUM（2022 年 1 月末）は 262,402 百万円^{※1}（前年同月末比 58.3% 増）、管理受託戸数（2021 年 11 月末）は 17,858 戸^{※2}（同 28.0% 増）と順調に拡大している。

※1 うち、SRR は 118,417 百万円、私募（サブ AM を含む）は 143,985 百万円となっている。

※2 うち、サムティ資産が 2,572 戸、リート PM8,109 戸、一般オーナー 2,182 戸、分譲管理 4,995 戸となっている。

2. 開発計画（パイプライン）の状況

レジデンス（S-RESIDNCE）の開発については、過去最高となる 43 棟が竣工するとともに、期末保有分として 25 棟を確保するに至った。また、2022 年 11 月期以降の竣工予定分についても、2022 年 11 月期が 59 棟、2023 年 11 月期が 64 棟、2024 年 11 月期が 23 棟[※]、合計 146 棟（10,353 戸）の開発が全国各都市で進行中であり、資産拡大に向けて順調にパイプラインを積み上げることができた。一方、ホテル・オフィスの開発については、既述のとおり、ホテル 4 棟を含む 6 棟（うち、2 棟はオフィス）の開発が進行中である。

※ 2024 年 11 月期以降は仕入れ進行中であり、さらなる積み上げを目指している。

3. 2021 年 11 月期の総括

以上から、中期経営計画初年度となる 2021 年 11 月期を総括すると、事業モデルの転換により決算数値は一旦足踏みする形となったものの、意図した結果であり、業績の後退を示すものではないことに注意が必要である。むしろ、資産拡大により重視するインカムゲインが着実に伸びたところや、戦略的投資もハイペースで進捗しているところに注目すべきであり、戦略面では順調なスタートを切ったと評価しても良いであろう。また、コロナ禍により、ホテル稼働率は厳しい状況が続いている一方、主軸となる全国の賃貸マンションの稼働率は高い水準を維持しており、改めて同社の安定した収益基盤を確認することができた。さらには、ホテル事業における外資オペレーターとの連携や海外（ベトナム）での分譲事業が順調に滑り出しているところも、今後に向けて評価すべき材料と言える。

■ 主な活動実績

中長期的視野により、国内で供給不足が課題となっているラグジュアリーホテルの開発にも着手

1. ホテル REIT の上場に向けた動き

2021 年 11 月にホテル特化型 REIT「サムティ・ジャパンホテル投資法人」の設立及び各種届出を実施（2021 年 12 月下旬に登録完了）し、いよいよ上場に向けて形が整ってきた。コロナ禍の影響を受けてホテル稼働率は厳しい状況が続いており、上場に向けたスケジュールにも遅れが生じていたが、コロナ禍収束とともに、GoTo トラベル再開や訪日外国人の増加等による稼働率の回復も期待できることから、2022 年 11 月期中の上場を目指している。また、同投資法人へのパイプラインサポートが可能な物件として、稼働中 13 物件、開発中 5 物件のほか、資本業務提携を締結した WM 等からの見込み物件（優先交渉権が付与）も含めると、既に約 3,400 億円規模を確保済みである。

2. ラグジュアリーホテルの開発に着手

日本は、海外諸国と比べラグジュアリークラス（豪華な設備と国際基準のホスピタリティを提供する最上級グレード）のホテルが不足しており、政府の掲げる観光立国推進に向けた課題の 1 つとなっている。同社では、地方における上質なホテル供給が富裕層消費の発端となり、ひいては地域経済活性化への原動力に結び付くと考え、外資系ホテルチェーンとの共同事業にも積極的に取り組む方針である。その一環として、IHG ホテル&リゾートの「シックスセンス京都」※1 及び「(仮称) シャングリ・ラ ホテル 京都二条城計画」※2 の開発プロジェクトに着手した。

※1 “インターコンチネンタル”ブランド同様に、IHG のトップカテゴリーに属するホテルの日本初進出案件となった。

※2 2009 年に東京に進出し、五つ星を獲得しているラグジュアリーホテルチェーンの関西初進出案件となった。

3. サステナビリティ基本方針の策定

同社グループのサステナビリティの指針として、ESG 指標と開示事項を合わせた 4 つの重要課題を策定した。これまでも取り組んできた「環境への配慮」「地域との共存」「人を大切に作る企業の実現」「企業倫理の徹底」を改めて基本方針に定めるとともに、サステナビリティ経営の高度化により、事業活動を通じた社会課題の解決に率先して貢献していく考えである。なお、2022 年 1 月に「S-RESIDENCE」(合計 11 物件)が、環境・社会への配慮がなされた不動産を対象とする「DBJ Green Building 認証」※を取得したのも、事業活動を通じた取り組みの成果(外部評価)として捉えることができる。

※ 環境・社会への配慮がなされた不動産(Green Building)の評価を通じ、事業者と金融機関・投資家の架け橋となることを目的に、2011 年 4 月に日本政策投資銀行により創設された制度で、対象物件の環境性能に加えて、防災やコミュニティへの配慮等、ステークホルダーへの様々な対応による総合的な評価に基づき、社会・経済に求められる不動産を評価・認証するものである。

4. 「JPX 日経インデックス 400」への新規採用

2021 年 8 月 31 日より「JPX 日経インデックス 400」※の構成銘柄として新たに適用となった。なお、既に構成銘柄入りしている「JPX 日経中小型株指数」も採用継続中である。

※「投資家にとって投資魅力の高い会社」によって構成される株価指数であり、ROE、営業利益、時価総額及び定性要素のスコアリングによって選定される。

業績見通し

**2022 年 11 月期はすべての事業の伸長により大幅な増収増益を見込む。
「海外事業」の大幅な伸びや
「ホテル賃貸・運営事業」の一定の回復を想定**

1. 2022 年 11 月期の業績予想

2022 年 11 月期の業績予想について同社は、売上高を前期比 54.8% 増の 140,000 百万円、営業利益を同 90.2% 増の 18,000 百万円、経常利益を同 85.1% 増の 15,000 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 1.9% 増の 10,200 百万円と大幅な増収増益を見込んでいる。

業績見通し

売上高はすべての事業が伸長する見通しである。特に、ベトナムでの分譲事業（THE SAKURA プロジェクト）が本格化する「海外事業」の大幅な伸びと、コロナ禍収束を前提とした「ホテル賃貸・運営事業」の一定の回復（巡航稼働時の60%程度）が、売上高全体の伸び率に寄与する想定である。販売計画は「不動産開発事業」で27物件、「不動産ソリューション事業」で24物件を予定しているが、「不動産開発事業」の販売計画の中には上場準備中のホテルREITへの供給も数件含まれているようだ。また、重視するインカムゲイン（売上高ベース）についても、資産規模の拡大や「ホテル賃貸・運営事業」の一定の回復により、前期比54.3%増の22,500百万円と大きく拡大する見通しとなっている。

損益面でも、増収による収益の底上げにより大幅な増益を実現し、経常利益率も10.7%（前期は9.0%）に改善する見通しである。特に「ホテル賃貸・運営事業」については、稼働率の一定の回復により黒字化を見込んでいる。

また、投資計画についても、開発用地に約450億円、収益不動産取得に約495億円を予定しており、グループ資産拡大に向けて戦略的投資を継続していく方針である。

2022年11月期業績予想

（単位：百万円）

	21/11期		22/11期		増減	
	実績	構成比	予想	構成比	金額	増減率
売上高	90,460		140,000		49,540	54.8%
不動産開発事業	38,863	43.0%	47,000	33.6%	8,137	20.9%
不動産ソリューション事業	37,128	41.0%	53,600	38.3%	16,472	44.4%
海外事業	595	0.7%	18,500	13.2%	17,905	3,009%
不動産賃貸事業	7,949	8.8%	9,400	6.7%	1,451	18.3%
ホテル賃貸・運営事業	2,784	3.1%	8,100	5.8%	5,316	190.9%
不動産管理事業	3,845	4.3%	5,000	3.6%	1,155	30.0%
調整額	-707	-	-1,600	-	-893	-
営業利益	9,461	10.5%	18,000	12.9%	8,539	90.2%
不動産開発事業	9,863	25.4%	11,000	23.4%	1,137	11.5%
不動産ソリューション事業	3,042	8.2%	6,000	11.2%	2,958	97.2%
海外事業	298	50.1%	500	2.7%	202	67.8%
不動産賃貸事業	3,779	47.5%	5,000	53.2%	1,221	32.3%
ホテル賃貸・運営事業	-2,596	-93.2%	800	9.9%	3,396	-
不動産管理事業	550	14.3%	1,100	22.0%	550	100.0%
調整額	-5,475	-	-6,400	-	-925	-
経常利益	8,105	9.0%	15,000	10.7%	6,895	85.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益	10,012	11.1%	10,200	7.3%	188	1.9%

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

2. 弊社の見方

弊社でも、コロナ禍の動向やそれに伴うホテル稼働率等への影響については引き続き注意する必要があるものの、投資計画や開発パイプラインの積み上げが順調に進んでおり、前提となる物件売却計画やインカムゲイン（賃貸収入等）の拡大にも合理性があることから、同社の業績予想は十分に達成可能であると見ている。一定の回復を見込んでいる「ホテル賃貸・運営事業」についても、2021 年 10 月～12 月の稼働率の改善状況や GoTo トラベル再開等への期待に照らせば、巡航稼働時の 60% 程度は決して無理な前提とは言えないであろう。もちろん、仮にコロナ禍が収束せず、ホテル稼働率が低調に推移する状態が続き、ホテル REIT の上場も延期されるようなことがあれば、業績の下振れ要因となる可能性は否定できない。ただ、その場合でも、同社の中期的な成長可能性の視点から冷静な判断をすべきである。また、ベトナムでの分譲事業が本格化する「海外事業」の動向や、戦略的投資の進捗にも引き続き注視したい。

■ 中期経営計画（アフターコロナ版）の進捗

「資産保有型」ビジネスへの転換により、安定収益の拡大を目指す方針。計画初年度で投資計画の 3 分の 1 を超える投資を実行

1. 中期経営計画の概略

同社は、コロナ禍による影響や今後の環境変化等を見据え、2021 年 1 月に新たな中期経営計画(5 ヶ年)「サムティ 強靱化計画（アフターコロナ版）」を公表した。基本方針として、1) 「資産保有型」ビジネスへの転換、2) ホテル REIT 上場に向けた取り組み、3) 地方大都市圏における戦略的投資、4) 海外事業での収益基盤の構築、の 4 点を掲げている。特に、これまでとの違いで言えば、1) と 4) にあり、「資産保有型」のデベロッパーとして収益の安定化を図ることや、今後の成長軸として海外事業へ着手することが新たな方向性として打ち出された。

(1) 「資産保有型」ビジネスへの転換

これまで、投資収益の早期回収やキャッシュ・フロー獲得のため、完成物件については速やかに売却する方針で展開してきたが、消費税改正に伴う対応[※]や、賃料単価や売却価格の好調な地合い等も勘案したうえで、原則 3 年間保有することにより、インカムゲイン（賃貸収入等）を最大限享受する方針へと見直した。

[※] 2020 年の消費税における税制改正により、建物の消費税については取得年度の支払消費税に含めることができなくなったが、取得・施工引渡しの期を含めて 3 年以内に売却すると税務上のメリット（支払消費税の一部還付）を受けられることから、完成後 3 年での売却を原則としている。

中期経営計画（アフターコロナ版）の進捗

(2) ホテル REIT 上場に向けた取り組み

観光立国実現のための政策が堅持されるなかで、コロナ禍収束後の需要の戻りや業界再編の動きを取り込むため、引き続き既存ホテルの収益力強化を図るとともに、ホテル REIT（2021年11月設立済み）の上場へ向けた取り組みを継続していく。また、今後の開発案件についても厳選投資を継続し、中長期的な視野で REIT 資産の積み上げに貢献する方針である。

(3) 地方大都市圏における戦略的投資

引き続き、需要を見極めながら全国主要都市での投資を拡大していく方針である。今後は開発ペースを加速させ、完成後は一定期間保有することで、安定的な賃貸収入の拡大を目指す。

(4) 海外事業での収益基盤の構築

ベトナムにおける VHM との共同事業を契機に、同社グループの長年培ったノウハウを活用し、ASEAN 諸国の経済成長や都市人口増加に伴う住宅需要増を取り込んでいく戦略であり、今後の成長ドライバーとして位置付けている。特に、経済成長率が著しいベトナムについては、現地有力デベロッパーとの協業による開発リスクの低減や現地税率によるメリットも享受していく方針である。既述のとおり、足元ではコロナ禍が継続しているものの、プロジェクトの一部の販売を開始すると、申し込み数は着実に伸びており、確かな手応えを得ることができた。

2. 投資計画

5年間（2021年11月期～2025年11月期）の投資計画として約7,500億円を掲げており、その内訳は、レジデンス開発3,000億円、ホテル・オフィス開発1,200億円、収益不動産の取得2,500億円のほか、新たなテーマである海外事業800億円により構成されている。また、「資産保有型」ビジネスへの転換や、SRR及びホテル REIT の成長により、2025年11月期のグループ資産を1兆円（連結資産では5,000億円）に拡大する方針である。なお、計画初年度の投資実績は合計2,887億円（進捗率38.5%）に上り、グループ資産も前期末比1,262億円増の4,955億円と目標額の約半分近くにまで拡大しており、順調なスタートを切った。

投資計画（5年間）と進捗状況

（単位：億円）

投資分野	25/11期までの 投資計画目標額	21/11期時点	
		投資累計額	進捗率
レジデンス開発	3,000	1,039	34.7%
ホテル開発・オフィス開発	1,200	674	56.2%
収益不動産の取得	2,500	823	32.9%
海外事業	800	350	43.8%
合計	7,500	約2,887	38.5%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

中期経営計画（アフターコロナ版）の進捗

3. 業績目標

最終年度である2025年11月期の業績目標として、売上高2,200億円水準（うち、賃貸収入等は450億円）、営業利益350億円以上、ROE15.0%水準、ROA7.0%水準、自己資本比率30.0%以上を目指している。また、収益構造の転換により、営業利益に占めるインカムゲイン（賃貸収入等）の構成比を50%（現在は15%程度）に引き上げるとともに、海外事業の構成比は15%を見込んでいる。すなわち、これまでの国内キャピタルゲイン（開発利益等）中心から、安定収益であるインカムゲイン（賃貸収入等）中心の収益モデルへ移行するとともに、新たな成長ドライバーとして海外でのキャピタルゲインを獲得していく方向性である。

中期経営計画（アフターコロナ版）KPIの進捗状況

	20/11期 実績	21/11期 実績	22/11期 計画	23/11期 数値目標	25/11期 数値目標
売上高	1,011億円	904億円	1,400億円	1,700億円水準	2,200億円水準
（うち、賃貸収入等）	(121億円)	(138億円)	(209億円)	(350億円)	(450億円)
営業利益	173億円	94億円	180億円	200億円以上	350億円以上
ROE	14.3%	11.6%	11.9%	12.0～15.0%水準	15.0%水準
ROA	7.4%	3.2%	4.8%	6.0～7.0%水準	7.0%水準
自己資本比率	30.7%	27.0%	25.2%	27.0～30.0%水準	30.0%以上

注：ROA= 営業利益÷総資産（期首・期末平均）

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

4. 弊社アナリストによる注目点

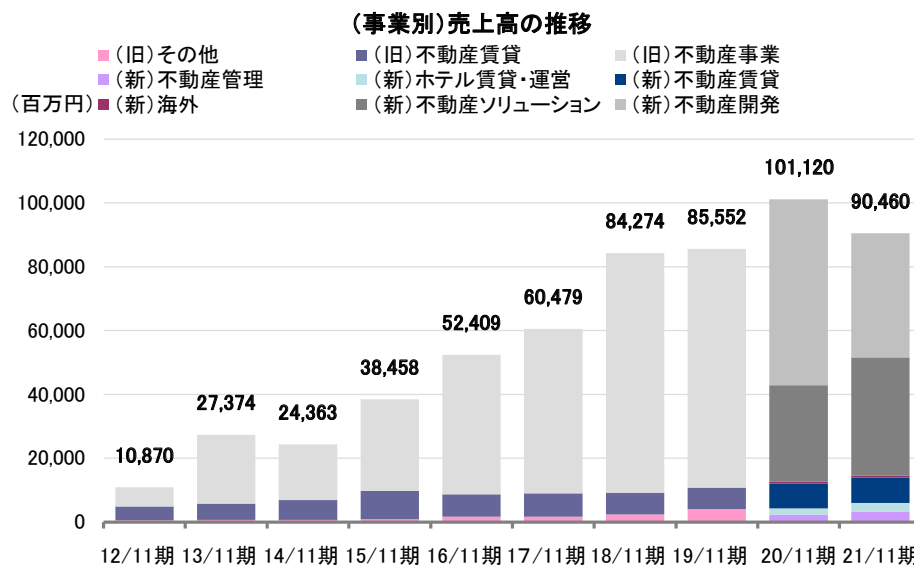
弊社アナリストも、今後さらに事業を拡大し、持続的な成長を実現していくためには、積み上げ型の収益モデルへの転換や海外展開は理にかなった戦略であり、同社はまさに次のステージに向けた変革期にあると捉えている。収益構造の転換を進めるにあたって、当面は保有資産の積み上げを優先する（物件売却を抑える）ことが想定されるため、戦略的な進捗を評価するためには、売上高よりも保有資産の拡大ペースやインカムゲイン（賃貸収入等）の伸びに着目することが妥当であろう。もっとも、原則3年以内の物件売却を予定していることから、最長でも3年後には売上高の伸びも加速していくことが想定される。また、現地の有力デベロッパーとの協業による海外事業（ベトナム）のポテンシャルにも期待したい。今回のプロジェクトを契機として、これまで培ってきたノウハウや迅速な経営判断を生かし、さらなる展開に結び付けていけるかがポイントとなろう。それらを踏まえ、中長期的な視点から、(1) ホテル REIT 上場や他社との連携（外資オペレーター等）を含む、ホテル事業の強化に向けた動きや、(2) 地方都市圏における戦略的投資の進捗、(3) 海外事業（ベトナム）の動向や今後の展開などに注目したい。

業績推移

好調な不動産市況を追い風として、不動産事業が大きく拡大

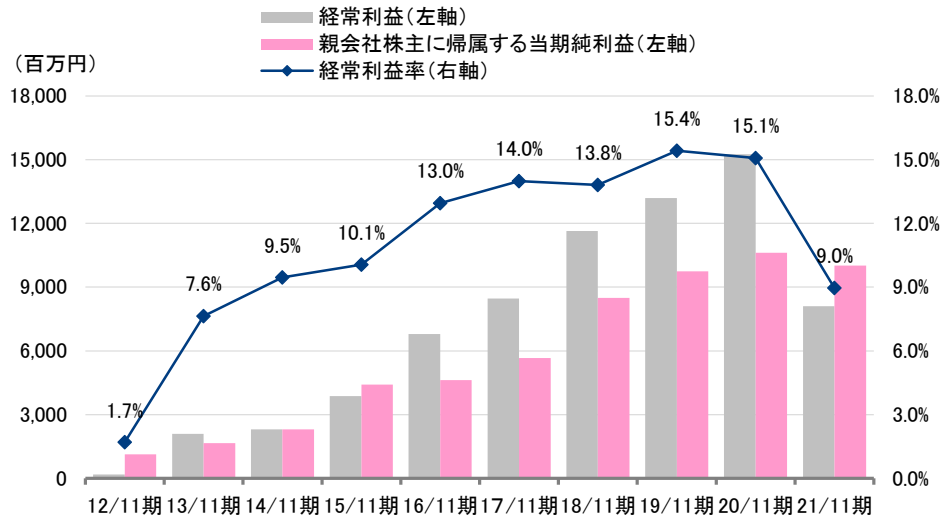
過去の業績を振り返ると、東証ヘラクレス市場（現 東証 JASDAQ）に上場した直後の 2007 年 11 月期にリーマンショックによる影響を受け、しばらくは低調に推移する時期が続いた。特に、金融機関による金融引き締めにより不動産事業が大きく縮小したことが業績の足を引っ張った。ただし、注目すべきは、厳しい業界環境のなかにあっても、不動産賃貸事業は安定的に推移しており、同社の業績を下支えしてきたところである。また、自社で販売部隊を持たずに固定費を低く抑えてきたこともプラスに働いており、減損処理により最終損失となった 2008 年 11 月期を除いて利益を確保してきたことは大いに評価できる。

2013 年 11 月期以降は、国内景気の回復や金融緩和を背景とした金融機関の融資姿勢の変化等により、不動産事業が大きく回復したことで、同社業績も順調に拡大傾向を続けてきた。特に、2015 年 6 月に上場した SRR を中心とするビジネスモデルの確立や海外投資家からの需要拡大も追い風となり、ここ数年間で大幅な事業拡大を実現してきた。2021 年 11 月期は事業モデルの転換に伴って一旦減収となったものの、2022 年 11 月期以降、再び増収基調に回帰する見通しとなっている。損益面についても、利益率の高い開発流動化（不動産開発事業）の進展により経常利益率は年々改善傾向にあった。ただ、2021 年 11 月期はコロナ禍の影響による「ホテル賃貸・運営事業」の損失拡大等により 9.0% に低下した。



業績推移

経常利益及び親会社株主に帰属する当期純利益、経常利益率の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

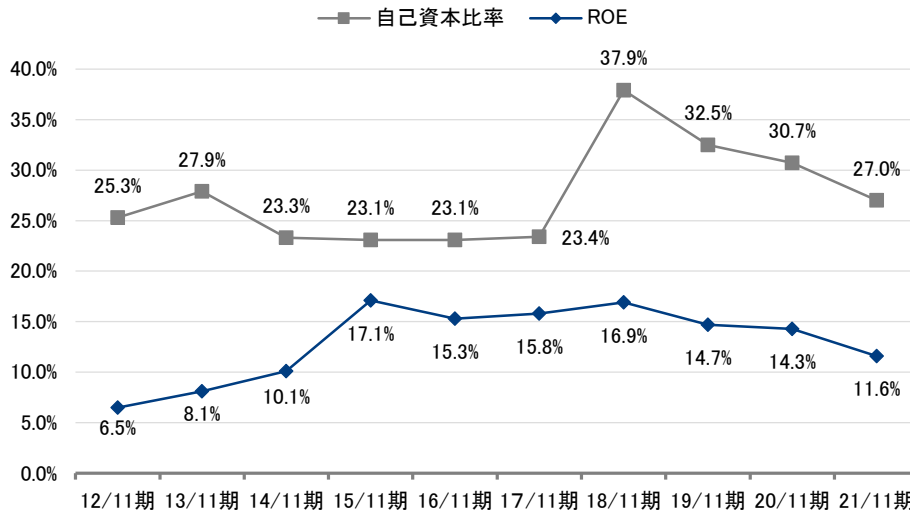
自己資本比率は2013年11月期に公募増資（約20億円）の実施により27.9%に上昇したものの、2014年11月期以降は、積極的な資産の積み上げ等により23%程度の水準で推移してきた。ただ、2018年10月にはライツ・オファリング※による新株発行（約150億円）を実施したほか、2019年5月には大和証券グループとの資本業務提携に伴う自己株式の処分（約27億円）、2021年は大和証券グループによる転換社債の転換（約100億円）により、資産拡大を図りながらも2021年11月期末の自己資本比率は27.0%の水準を確保している。

※ 既存株主に対する上場型新株予約権の無償割当てによる新株発行のこと。

一方、資本効率を示すROEについても、利益率の向上とともに上昇傾向をたどってきた。利益率が低下した2021年11月期も11.6%の水準を確保している。

業績推移

自己資本比率及びROEの推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

業界環境

コロナ禍においてもレジデンスは堅調に推移。 ホテルはアフターコロナを見据えたプレーヤー選別の動きも

1. J-REIT 市場

今後の成長戦略に重要な影響を及ぼす J-REIT 市場に目を向けると、2021 年 12 月末の時価総額は約 16 兆 9,957 億円（前年比 18.0% 増）、銘柄数は 61 となっている。過去を振り返ると、リーマンショック後の金融引き締め等の影響により一旦低迷する局面があったものの、2012 年以降は、国内景気の回復や長期にわたる金融緩和などにより拡大基調をたどってきた。ただ、2020 年に入ってから、コロナ禍による経済全体の停滞懸念等により、ホテルや商業施設などを中心に大きく下落したが、景気変動の影響を受けにくい住宅や物流施設などは堅調に推移している。また、ワクチン接種の進展による経済正常化への期待や低金利環境の継続見通しから、2021 年は総じて回復・拡大基調をたどってきた。

東証 REIT 指数の動向についても、好調な国内不動産市況（賃料相場の上昇等）などからしばらく好調に推移してきた。特に、日銀による金融緩和政策の継続やこれまでの好調なオフィス需要などを背景として、国内外の機関投資家からは利回りを確保でき、キャッシュ・フローが比較的安定している J-REIT に対する投資意欲は根強い。コロナ禍の影響により、2020 年 3 月に一旦大きく落ち込んだものの、2021 年にはコロナ禍前の過去最高水準に戻ってきた。ただ、2022 年に入ってから、米国の利上げ観測、国内でのオミクロン株感染拡大などによりやや軟調に推移している。

業界環境

東証REIT指数の推移



出所：各種資料よりフィスコ作成

2. レジデンス（賃貸マンション）

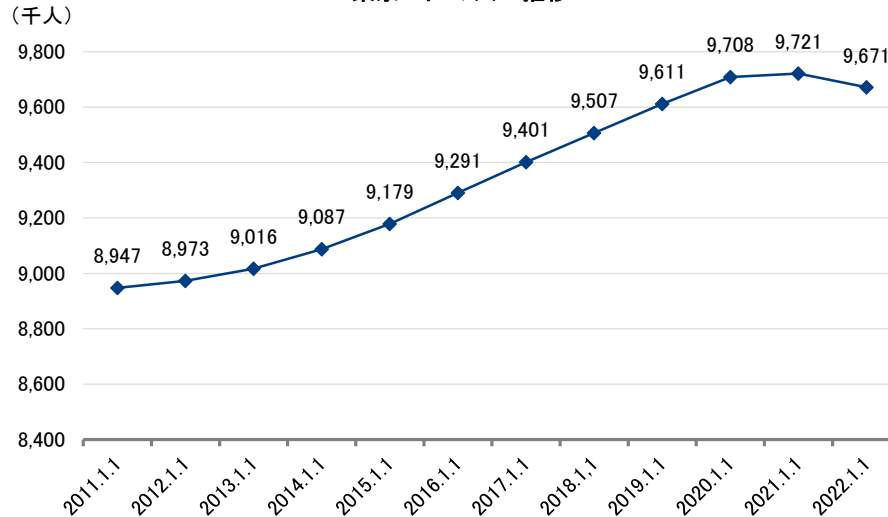
賃貸マンションについては、入居者（利用者）及び投資家双方の旺盛な需要に支えられて好調に推移している。東京都総務局の公表データによると、同社の供給エリアで高い比率を占める東京23区の人口は、東京都への転入超等を背景として増え続けてきた^{※1}。特に、若年層を含め、晩婚化や離婚率の増加などを背景として単身世帯の増加が目立っており、今後もワンルームマンションの賃貸需要を支えていくものと考えられる。この傾向は、大阪や名古屋はもちろん、福岡、札幌など地方大都市圏においても見られており、国内人口が減少する一方で、人口の都市集中化が進んできた。また、最近では在宅勤務に適したコンパクトマンションへの需要も高まる傾向にある。それらを背景として、5大都市平均^{※2}の賃料水準・稼働率は安定的な伸びが続いてきたうえ、コロナ禍においても堅調に推移している。一方、投資家サイドでも、一等地物件などに海外ファンドなどからの1棟買いの引き合いが強い。加えて、将来の年金受給や老後の生活不安を抱えた20～30代の個人投資家や、基礎控除の引き下げによる相続税対策として高齢者からの需要が拡大している。

※1 ただし、コロナ禍が本格化した2020年4月以降、月別の流出入動向では、東京都への移住の見合わせや在宅勤務の増加などにより流出超過へと転じる状況も見られ、その結果、2021年12月末の人口（東京23区）は前年比で減少に転じた。ただ、中長期的に見れば、雇用機会や都市機能などの面で東京都の魅力度は依然として高く、コロナ禍の収束とともに一極集中を避ける動きも落ち着いてくるとの見方ができる。

※2 東京（23区）・大阪市・名古屋市・札幌市・福岡市。

業界環境

東京23区の人口推移



出所：東京都総務局資料よりフィスコ作成

3. ホテル及びオフィス

ホテルに目を向けると、コロナ禍以前はインバウンド需要の拡大等を背景として高い稼働率が続いてきた。足元ではコロナ禍の影響を受け、ホテル稼働率は低迷が続いているが、中長期的に見れば、ワクチン接種が普及するなかで、政府による観光立国政策や構造的な需給バランスにより、回復に向かうものと考えられる。また、アフターコロナを見据えたプレイヤーの選別も既に始まっており、今後は事業機会獲得に向けた機運も高まっていくものと見られる。また、オフィスについても、働き方の変化（リモートワークやサテライトオフィスの普及など）による影響には注意する必要があるものの、同社が展開する地方大都市圏においてオフィス不足は深刻な状況にあり、ビジネス機会は十分にありと捉えることができる。

株主還元

**2021年11月期は前期比8円増配の1株当たり90円を実施。
2022年11月期も前期と同額の年間配当を予定**

同社は、株主に対する利益還元を経営の最重要課題の1つであると認識しており、配当についても、業績を反映させるとともに、今後の事業計画や財政状態を総合的に勘案したうえで実施する方針としている。

2021年11月期の年間配当額については、期初予想（期末配当）を増額修正し、前期比8円増配の1株当たり90円（中間39円、期末51円）を実施した。2022年11月期も前期と同額の年間配当を予定している。同社は配当性向30%を目標水準としているが、弊社では今後の利益成長に伴う増配余地は大きいと見ている。

重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp