



2024年1月31日

各位

会社名 スター・マイカ・ホールディングス株式会社
代表者名 代表取締役社長 水永 政志
(コード 2975 東証プライム)
問合せ先 執行役員 長谷 学
TEL 03-5776-2785
URL <https://www.starmica-holdings.co.jp>

株式会社シェアードリサーチによるアナリストレポート公開のお知らせ

株式会社シェアードリサーチによるアナリストレポート（2023年11月期通期）が公開されましたので、下記のとおりお知らせいたします。本レポートは中立性を重視し、第三者目線での調査、分析に基づいて作成されております。投資家の皆様に当社グループに対するご理解を深めていただき、投資判断のご参考としていただけるものと考えております。

記

公開開始日	2024年1月29日
その他	本レポートは、予告なく公開終了となる場合がございます。 本レポートは、通常年8回以上更新されます。

1. シェアードリサーチについて

株式会社シェアードリサーチは、世界の投資家に企業の本質を伝えるリサーチ会社です。投資判断に必要な情報を「企業の立場」ではなく、「投資家の立場」に立ったレポートを作成しており、作成されたレポートは機関投資家のみでなく個人投資家にも活用されております。

2. 当社グループの2023年11月期決算および中期経営計画について

当社グループは2024年1月12日付にて、「2023年11月期 決算短信〔日本基準〕（連結）」および「中期経営計画策定に関するお知らせ」を公表しております。詳細につきましては、下記をご参照ください。

- ① 2023年11月期 決算短信〔日本基準〕（連結）
<https://www2.jpx.co.jp/disc/29750/140120240111513819.pdf>
- ② 中期経営計画策定に関するお知らせ
<https://www2.jpx.co.jp/disc/29750/140120240112514290.pdf>

以上

2975

スター・マイカ・ホールディングス

当レポートは、掲載企業のご依頼により株式会社シェアードリサーチが作成したものです。投資家用の各企業の『取扱説明書』を提供することを目的としています。正確で客観性・中立性を重視した分析を行うべく、弊社ではあらゆる努力を尽くしています。中立的でない見解の場合は、その見解の出所を常に明示します。例えば、経営側により示された見解は常に企業の見解として、弊社による見解は弊社見解として提示されます。弊社の目的は情報を提供することであり、何かについて説得したり影響を与えたりする意図は持ち合わせておりません。ご意見等がございましたら、sr_inquiries@sharedresearch.jp までメールをお寄せください。



目次

要約	3
主要経営指標の推移	6
直近更新内容	7
業績動向	9
四半期実績推移	9
今期会社予想	16
中長期見通し	18
事業内容	24
ビジネスの概要	24
市場とバリューチェーン	35
マーケット概略	35
同業他社	41
SW (Strengths, Weaknesses) 分析	45
過去の業績と財務諸表	47
過去の業績	47
損益計算書	57
貸借対照表	58
キャッシュフロー計算書	60
その他情報	62
ニュース&トピックス	65
企業概要	66

要約

中古マンションを取得し、賃貸・売却により収益を獲得

スター・マイカ・ホールディングス株式会社（以下、同社）は、中古マンションを1戸単位で取得し、入居者がいる間は賃貸収入を得て、入居者退去後にリノベーションを施して売却することで収益を獲得するビジネスを展開する。同社は、中古マンションの販売額において、業界トップである（同社推定）。同社は、居住の実需がある住居用不動産を扱い、仕入価格と販売価格の差に注目して収益を獲得するため、不動産市況の変化の影響を業界の中で相対的に受けにくく、確実に利益を獲得できる。2023年11月期末時点での販売用不動産は86,584百万円（過去5年間CAGRは9.0%）、販売用不動産の含み益（＝保有物件の時価総額－販売用不動産残高－想定販売コスト）は約25,800百万円（同12.5%）であった（保有物件の時価総額は、外部鑑定結果に基づく）。

中古マンションを1戸単位で取得することは、マンション1棟単位の取得と比較して、不動産業者にとっては業務効率が悪く、事務作業が煩雑になるが、他社との物件の獲得競争が起りにくい。特に、同社の仕入れの約半数（戸数ベース）を占める賃貸中の物件（オーナーチェンジ物件）では、購入者が取得前に部屋の状態を確認できず、取得後すぐの売却もできないため、取得者が限られる。この点は、同社が割安な価格でマンションを取得できる要素となっている。さらに、同社は1戸単位の中古マンション取得によって、様々な地域・築年数の中古マンションを保有している。その結果、それぞれの個別物件で生じるリスク（事故・自然災害、価格変動、退去期間など）を分散できる。

同社によれば、中古マンション取得時の価格査定および決断の迅速さ、資金調達力、過去の取引実績などから、不動産仲介業者などが持つ中古マンションの売却物件情報が、同社に集まりやすくなっている。上述の特徴に加えて、この独自の情報網も、同社の物件取得における差別化要素になっているという。膨大な査定件数、取引件数をミスなく迅速に行う社内の業務遂行体制、取得物件を特定しない短期資金の調達力も同社は差別化要素としてあげている。

賃貸中の中古マンション（**オーナーチェンジ物件**）は、購入者が取得前に部屋の状態を確認できず、取得後すぐに売却することもできない。そのため、取得者が限られ、空室の中古マンションと比較して割安な価格で取引される傾向がある。同社はあえて賃貸中の中古マンションを1戸単位で取得し、入居者がいる間は賃料収入（ストック収入）を得て、入居者退去後はリノベーション（外注）を施して売却することで、確実に売却益（フロー収入）を獲得する。仕入れから売却までの期間は平均3.5～4年である。不動産市場の市況変化の影響により多少の変動はあるが、同社が仕入れ時に想定する売上総利益率は14～16%であるとしている。

売買回転率の向上や、首都圏のみならず地方都市への展開を進めるにあたり、同社は空室の中古マンション（**空室物件**）の仕入れ・販売を強化してきた。空室物件の活用は回転率の向上や事業規模拡大に寄与する一方、家賃収入は発生しないが管理費が発生することに加え、オーナーチェンジ物件と比較して仕入れ時の競合が激しく、オーナーチェンジ物件よりも空室物件の方が相対的に利益率が低い。したがって、同社は空室物件の比率が50%を超えない範囲で、空室物件の仕入れを行う方針としている。同社が仕入れ時に想定する売上総利益率は8～10%であるとしている。

中長期的に、日本においては、住宅の長寿命化により、築20年以上の中古マンションのストックが増加する見通しである。2024年頃から2043年頃までの20年間に、新築マンションの供給は約1.1百万戸に留まり、中古マンションのストックは約8.0百万戸（約1.2倍）となるが見込まれる。うち、築20年以上の中古マンションのストックは約6.9百万戸（約2.2倍）へと拡大する見通し（出所：新築マンション供給戸数の増減率および2023年3月時点のマンション建替の実施状況をもとに同社推計）。

同社の事業セグメントは、リノベーション事業（2023年11月期における売上高構成比98.5%、売上総利益構成比94.3%）、インベストメント事業（同0.0%、売上総損失計上）、アドバイザー事業（同1.5%、同5.8%）の3つである。主力のリノベマンション事業は、リノベマンション事業（賃貸）（同8.6%、同27.7%）およびリノベマンション事業（売買）（同90.0%、同68.9%）から構成される。

リノベマンション事業（賃貸）における売上高（賃貸収入）は、「保有物件数」に「平均賃料収入」を乗じた額となる。居住用賃貸マンションの賃料変動幅は小さく、売上高への影響は相対的に小さいとSR社は理解している。

同事業の費用は、マンション管理費、修繕積立金、固定資産税、賃貸管理費などである。2023年11月期における売上総利益率は55.8%であった。売上総利益率は、2014年11月期以降低下傾向で推移した。これは、同社が保有物件のポートフォリオ分散のため、相対的に売上総利益率が低い地方都市の物件取得を強化したことによる。東京都と比較して地方都市では、賃料が相対的に低いが、管理費、修繕積立金などの固定費は同水準であるため、売上総利益率が低い傾向がある。2018年11月期以降、同社は空室マンションの売買を強化しており、それに伴って賃料収入が無く、管

理費のみが発生するマンションの戸数が増加し、原価率の上昇要因となった。これに加え、2023年11月期より会計方針を変更（長期保有物件について減価償却費の計上開始）したことで、売上総利益率が約3%ポイント低下した。

リノベマンション事業（売買）の売上高は、「販売物件数」に「1戸当たりの販売価格」を乗じた額となる。同事業において保有している中古マンションの一定量が売却されることから、中古マンションの残高（貸借対照表の項目は販売用不動産）が収益の決定要素である。2023年11月期末時点での販売用不動産は86,584百万円（2018年11月期末時点では56,261百万円）、在庫戸数は3,938戸（同2,719戸）となり、増加基調で推移した。販売価格は、中古マンション市場の価格変動影響を受けるが、上述の通り、その変動は緩やかなものとなっている。

同事業における主な費用は、当初物件取得額、不動産仲介業者への仲介手数料、税金、改装費用などであり、リノベマンション事業（売買）の売上総利益率は10～15%程度で推移している。

インベストメント事業では、首都圏を中心に、一棟マンションなどの収益不動産を中心に投資を実施し、賃貸および販売を行う。インベストメント事業においては、2015年11月期以降進めてきた有形固定資産の売却を、2019年11月期に完了した。以降、収益不動産への投資は行っていなかったが、2023年11月期第4四半期に、収益不動産への投資を再開し賃貸収益を計上した。

アドバイザー事業では、不動産の売買・賃貸仲介、賃貸・建物管理および金融・不動産分野におけるコンサルティングなどの手数料ビジネスを行う。リノベマンション事業およびインベストメント事業とは異なり、アドバイザー事業は不動産を取得しない事業（ノンアセットビジネス）であることから、相対的に利益率が高い。

業績動向

2023年11月期通期業績は、売上高48,878百万円（前期比1.4%増）、売上総利益8,422百万円（同13.7%減）、営業利益4,846百万円（同20.5%減）、経常利益3,921百万円（同27.6%減）、親会社株主に帰属する当期純利益2,664百万円（同28.2%減）となった。売上高は、リノベマンション事業（賃貸）、リノベマンション（売買）ともに、増収となった。一方、売上総利益は、主にリノベマンション事業（売買）において、市場の後押しを強く受けた前期との比較で売上総利益率が低下したことで、減益となった。年間配当金は1株当たり20.0円（前期は19.5円、2022年12月実施の1:2の株式分割を加味）、連結配当性向は25.1%（同18.2%）。

2024年11月期通期会社予想は、売上高54,157百万円（前期比10.8%増）、売上総利益8,910百万円（同5.8%増）、営業利益5,028百万円（同3.8%増）、経常利益4,102百万円（同4.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益2,800百万円（同5.1%増）を見込む。既存事業の安定成長に加え、インベストメント事業の再開により、増収増益を見込む。事業環境としては、前期に引き続き、新築マンションの価格上昇や供給減少を背景に、中古マンションに対する需要が底堅く推移することを見込む。そのような中、リノベマンション事業を安定的に成長させることに加え、インベストメント事業を再開することで、増収増益を見込む。年間配当金は1株当たり21.0円、連結配当性向は25.1%を見込む。

2024年1月、同社は**中期経営計画「Find the Value 2026」**（2024年11月期から2026年11月期までの3カ年を対象）を発表した。利益の源泉となるオーナーチェンジ物件の取得を通じた持続的・安定的な成長を通じて、ROEの向上およびWACCの適正水準維持をし、企業価値を最大化する。企業価値向上に関する数値目標として、ROE12.0%以上、WACC2.0%を掲げた。また、事業戦略における数値目標として、営業利益率10.0%以上、EPS5.0%以上、販売事業期間1.5～2カ月短縮、販売用不動産残高100,000百万円以上を掲げた。財務戦略における数値目標として、自己資本比率25.0%以上、総還元性向40.0%を掲げた。事業環境の変化に柔軟に対応するため、同社は売上高・利益などの目標は設定しない考えである。

同社の強みと弱み

SR社は同社の強みに関して以下のように考える。

- ▶ 賃貸中の中古マンションの仕入れにおいて、取引先である不動産仲介業者との関係を構築してきたことで、投資魅力度の高い物件情報が同社に集まりやすくなっていること
- ▶ 同社は居住の実需がある住宅用不動産を扱い、仕入価格と販売価格の差に注目して収益を獲得するため、不動産市場の変化の影響を業界の中で相対的に受けにくいこと
- ▶ 中古マンションの仕入戸数や物件販売額において業界トップであることから、分散投資によるリスク低減やコスト優位性を発揮できること

SR社は同社の弱みに関して以下のように考える。

- ▶ 売買回転率と利益率がトレードオフの関係にあること
- ▶ 同社が主力とするリノベマンション事業はアセットビジネスであり、資産成長率が同社の利益成長率の制約条件になること
- ▶ 利益向上余地が限定的であること

詳細に関しては、後述の「SW (Strengths & Weaknesses) 分析」の項を参照されたい。

主要経営指標の推移

損益計算書 (百万円)	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	22年11月期	23年11月期	24年11月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結会予
売上高	13,901	19,333	20,974	23,075	30,282	32,164	39,568	36,897	48,212	48,878	54,157
前年比	2.6%	39.1%	8.5%	10.0%	31.2%	6.2%	23.0%	-6.8%	30.7%	1.4%	10.8%
売上総利益	3,531	4,600	5,520	6,160	6,924	6,297	5,971	7,451	9,760	8,422	8,910
前年比	9.0%	30.3%	20.0%	11.6%	12.4%	-9.0%	-5.2%	24.8%	31.0%	-13.7%	5.8%
売上総利益率	25.4%	23.8%	26.3%	26.7%	22.9%	19.6%	15.1%	20.2%	20.2%	17.2%	16.5%
営業利益	1,903	2,465	3,259	3,575	3,839	3,627	3,281	4,287	6,098	4,846	5,028
前年比	5.5%	29.5%	32.2%	9.7%	7.4%	-5.5%	-9.5%	30.6%	42.3%	-20.5%	3.8%
営業利益率	13.7%	12.8%	15.5%	15.5%	12.7%	11.3%	8.3%	11.6%	12.6%	9.9%	9.3%
経常利益	1,286	1,797	2,581	2,982	3,245	2,926	2,497	3,688	5,419	3,921	4,102
前年比	4.5%	39.7%	43.6%	15.5%	8.8%	-9.8%	-14.7%	47.7%	46.9%	-27.6%	4.6%
経常利益率	9.3%	9.3%	12.3%	12.9%	10.7%	9.1%	6.3%	10.0%	11.2%	8.0%	7.6%
当期純利益	773	1,114	1,678	2,069	2,155	2,023	1,729	2,402	3,709	2,664	2,800
前年比	3.8%	44.2%	50.6%	23.3%	4.1%	-6.1%	-14.5%	38.9%	54.4%	-28.2%	5.1%
純利益率	5.6%	5.8%	8.0%	9.0%	7.1%	6.3%	4.4%	6.5%	7.7%	5.5%	5.2%
一株当たりデータ (円、株式分割調整後)											
期末発行済株式数(千株)	40,000	40,000	40,000	38,400	36,457	36,457	36,457	36,457	34,000	34,000	
EPS	21.47	30.81	46.36	57.12	59.23	55.50	47.43	65.00	107.21	79.59	83.83
EPS(潜在株式調整後)	20.79	29.82	44.71	54.72	56.71	53.31	45.60	63.58	106.33	78.92	
DPS	4.50	7.25	11.50	20.75	16.00	8.00	16.00	16.50	19.50	20.00	21.00
BPS	319.5	345.2	382.3	426.6	468.8	507.4	538.6	573.6	634.0	693.6	
貸借対照表 (百万円)											
現金・預金・有価証券	2,037	1,934	3,260	2,266	4,075	4,331	7,405	3,112	3,110	4,200	
販売用不動産	31,170	36,890	39,221	44,808	56,261	68,978	66,541	74,309	83,138	86,584	
流動資産合計	33,636	39,316	43,094	47,834	61,193	75,181	75,343	79,281	88,112	92,465	
有形固定資産	10,145	9,068	8,005	6,366	1,781	49	44	39	61	49	
無形固定資産	8	6	4	18	52	60	266	133	151	147	
投資その他の資産	438	404	542	456	508	831	1,105	1,388	2,052	2,321	
固定資産合計	10,591	9,478	8,551	6,841	2,341	940	1,415	1,560	2,265	2,517	
資産合計	44,229	48,803	51,652	54,684	63,537	76,123	76,759	80,844	90,378	94,983	
営業未払金	240	330	196	254	304	491	347	614	733	670	
短期有利負債	3,838	4,171	2,872	3,053	5,748	7,735	7,613	7,444	8,341	10,226	
流動負債合計	5,213	6,094	4,941	5,197	8,032	10,161	10,107	10,591	12,251	12,868	
長期有利負債	27,218	29,994	32,711	33,904	38,307	47,314	46,812	48,983	56,854	58,883	
固定負債合計	27,393	30,154	32,804	33,977	38,340	47,388	46,938	48,992	56,854	58,883	
負債合計	32,607	36,249	37,745	39,173	46,372	57,549	57,045	59,583	69,104	71,751	
自己資本	11,555	12,486	13,847	15,451	17,090	18,498	19,637	21,202	21,214	23,173	
純資産合計	11,622	12,554	13,906	15,510	17,165	18,574	19,713	21,261	21,274	23,231	
有利負債(短期及び長期)	31,056	34,166	35,583	36,957	44,055	55,049	54,425	56,428	65,195	69,109	
キャッシュフロー計算書 (百万円)											
営業活動によるキャッシュフロー	-2,649	-2,191	783	-1,822	-4,709	-10,270	4,766	-4,915	-4,593	-1,761	
投資活動によるキャッシュフロー	-2,850	-852	-630	-2	-59	-69	-378	-312	-310	-63	
財務活動によるキャッシュフロー	5,861	2,940	1,173	829	6,577	10,542	-1,313	934	4,901	2,914	
財務指標											
総資産利益率 (ROA)	3.1%	3.9%	5.1%	5.6%	5.5%	4.2%	3.3%	4.7%	6.3%	4.2%	
自己資本純利益率 (ROE)	6.9%	9.3%	12.7%	14.1%	13.2%	11.4%	9.1%	11.8%	17.5%	12.0%	
純利益率	5.6%	5.8%	8.0%	9.0%	7.1%	6.3%	4.4%	6.5%	7.7%	5.5%	
総資産回転率	0.34	0.42	0.42	0.43	0.51	0.46	0.52	0.47	0.56	0.53	
財務レバレッジ	3.64	3.87	3.81	3.63	3.63	3.92	4.01	3.86	4.04	4.18	
自己資本比率	26.1%	25.6%	26.8%	28.3%	26.9%	24.3%	25.6%	26.2%	23.5%	24.4%	

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

*同社は2012年12月1日付で1対100の株式分割を実施、2017年10月1日付で1対2の株式分割を実施、2022年12月1日付で1対2の株式分割を実施した。上表の一株当たりデータは、これらの株式分割を加味した数値である

*同社は2019年6月に持株会社体制に移行した。2019年11月期の前年比は持株会社体制移行前の数値に対する参考値である

直近更新内容

自己株式取得に係る事項の決定に関して発表

2024年1月19日

スター・マイカ・ホールディングス株式会社は、自己株式取得に係る事項の決定に関して発表した。

(リリース文へのリンクは[こちら](#))

取得に係る事項の内容

- 取得対象株式の種類：普通株式
- 取得し得る株式の総数：180,000株（上限）（発行済株式総数（自己株式を除く）に対する割合0.5%）
- 株式の取得価額の総額：100百万円（上限）
- 取得期間：2024年1月19日～2024年3月31日
- 取得方法：東京証券取引所における市場買付

自己株式取得の理由

同社は、2024年1月に公表した中期経営計画において、財務戦略における数値目標として総還元性向40.0%を掲げた。当該方針に基づき、財務状態および株価水準などを総合的に勘案し、自己株式の取得を行うことを決定した。

中期経営計画「Find the Value 2026」に関して発表

2024年1月12日

スター・マイカ・ホールディングス株式会社は、中期経営計画「Find the Value 2026」に関して発表した。

(リリース文へのリンクは[こちら](#))

中期経営計画「Find the Value 2026」（2024年11月期から2026年11月期までの3カ年）

概要

2024年1月、同社は中期経営計画「Find the Value 2026」（2024年11月期から2026年11月期までの3カ年を対象）を発表した。事業戦略、財務戦略、IR戦略を遂行することで、ROEの向上およびWACCの適正水準維持をし、企業価値を最大化する。企業価値向上に関する数値目標として、ROE12.0%以上、WACC2.0%を掲げた。また、事業戦略における数値目標として、営業利益率10.0%以上、EPS5.0%以上、販売事業期間1.5～2カ月短縮、販売用不動産残高100,000百万円以上を掲げた。財務戦略における数値目標として、自己資本比率25.0%以上、総還元性向40.0%を掲げた。事業環境の変化に柔軟に対応するため、同社は売上高・利益などの目標は設定しない考えである。

事業戦略

同社は、過去5年間（2019年11月期から2023年11月期まで）において、地方都市進出および空室物件購入を推進した。これに対し、2024年11月期以降は、利益の源泉となるオーナーチェンジ物件の取得を通じた持続的・安定的な成長を図る。具体的には、以下の5つの戦略により、収益性および効率性を向上させ、企業価値の向上を図る。

- ▶ オーナーチェンジ物件への回帰（収益性向上に寄与）：物件の仕入れにおいて、オーナーチェンジ物件の比率を引き上げる。オーナーチェンジ購入物件の比率は、2019年11月期（62%）から2023年11月期（48%）にかけて低下傾向となった。2024年11月期は、オーナーチェンジ購入物件の比率を52%に引き上げることを計画する。
- ▶ 都市部シェアの向上（収益性向上に寄与）：リソースの投下を、地方都市の物件ではなく、再び大都市圏の物件に振り向ける。
- ▶ リフォーム構造改革（収益性向上、効率性向上の双方に寄与）：2023年11月期において、1戸当たりリフォーム費用は2020年11月期比で22%の増加、商品化日数（鍵の受領から販売開始までの所要日数）は11日の長期化となった。これに対し、専門部署を設立し、抜本的な見直しを図ることで、QCDの最適化を目指す。

- ▶ 販売事業期間の短縮（効率性向上に寄与）：平均販売日数（売却開始日から売却契約日までの所要日数）は、2022年11月期第1四半期の109日に対し、2023年11月期第4四半期には145日へと長期化した。収益性を維持しながら早期に販売を行う仕組みを構築することで、1~1.5カ月程度の販売日数を短縮し、回転率の改善を図る。これにより、退去後物件および空室購入物件の在庫圧縮効果を見込む。
- ▶ ファンド化の推進（効率性向上に寄与）：多様なスキームおよび収益機会の獲得を検討し、事業育成を目指す。

財務戦略・キャピタルアロケーションポリシー

財務戦略として、活用キャッシュを最大化し、規律ある成長投資と株主還元を実現する。

キャピタルアロケーションに関して、同社は以下の5つの基本ポリシーを掲げる。

- ▶ ROE向上、WACCの適正水準維持により、企業価値の最大化を目指す。
- ▶ 自己資本比率を注視しつつ、低コストでの借入を図る。
- ▶ 新たな価値を創造するため、成長投資を優先する。
- ▶ 成長投資後の余剰資金について、安定配当および増配を継続する。
- ▶ PBR1.0倍割れなど割安と当社が判断した場合、機動的に自己株式の取得を行い、総還元性向40%およびEPSの成長率として5.0%以上を目指す。

業績動向

四半期実績推移

四半期業績推移 (累計)	22年11月期				23年11月期				23年11月期	
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	進捗率	通期会予
売上高	12,313	27,602	37,318	48,212	11,062	24,886	37,108	48,878	97.2%	50,264
前年比	28.5%	27.6%	24.1%	30.7%	-10.2%	-9.8%	-0.6%	1.4%		4.3%
売上総利益	2,847	5,568	7,695	9,760	2,159	4,571	6,639	8,422	94.4%	8,920
前年比	60.6%	47.6%	34.5%	31.0%	-24.2%	-17.9%	-13.7%	-13.7%		-8.6%
売上総利益率	23.1%	20.2%	20.6%	20.2%	19.5%	18.4%	17.9%	17.2%		17.7%
販管費	749	1,795	2,566	3,661	799	1,765	2,576	3,576	96.6%	3,701
前年比	13.7%	16.9%	14.0%	15.7%	6.7%	-1.7%	0.4%	-2.3%		1.1%
売上高販管費比率	6.1%	6.5%	6.9%	7.6%	7.2%	7.1%	6.9%	7.3%		7.4%
営業利益	2,098	3,774	5,129	6,098	1,359	2,806	4,063	4,846	92.9%	5,219
前年比	88.3%	68.7%	47.8%	42.3%	-35.2%	-25.6%	-20.8%	-20.5%		-14.4%
営業利益率	17.0%	13.7%	13.7%	12.6%	12.3%	11.3%	10.9%	9.9%		10.4%
経常利益	1,958	3,453	4,592	5,419	1,148	2,306	3,360	3,921	89.6%	4,375
前年比	102.6%	80.5%	52.3%	46.9%	-41.4%	-33.2%	-26.8%	-27.6%		-19.3%
経常利益率	15.9%	12.5%	12.3%	11.2%	10.4%	9.3%	9.1%	8.0%		8.7%
四半期純利益	1,346	2,383	3,174	3,709	797	1,595	2,326	2,664	88.5%	3,011
前年比	98.7%	78.3%	50.8%	54.4%	-40.8%	-33.1%	-26.7%	-28.2%		-18.8%
四半期純利益率	10.9%	8.6%	8.5%	7.7%	7.2%	6.4%	6.3%	5.5%		6.0%
四半期業績推移 (3カ月)	22年11月期				23年11月期					
(百万円)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
売上高	12,313	15,289	9,716	10,894	11,062	13,824	12,222	11,770		
前年比	28.5%	26.8%	15.0%	59.8%	-10.2%	-9.6%	25.8%	8.0%		
売上総利益	2,847	2,721	2,127	2,064	2,159	2,412	2,068	1,783		
前年比	60.6%	36.0%	9.2%	19.3%	-24.2%	-11.4%	-2.8%	-13.6%		
売上総利益率	23.1%	17.8%	21.9%	18.9%	19.5%	17.4%	16.9%	15.2%		
販管費	749	1,046	772	1,095	799	966	811	1,000		
前年比	13.7%	19.2%	7.9%	19.9%	6.7%	-7.7%	5.2%	-8.7%		
売上高販管費比率	6.1%	6.8%	7.9%	10.1%	7.2%	7.0%	6.6%	8.5%		
営業利益	2,098	1,675	1,355	969	1,359	1,447	1,257	784		
前年比	88.3%	49.2%	10.0%	18.6%	-35.2%	-13.7%	-7.3%	-19.2%		
営業利益率	17.0%	11.0%	13.9%	8.9%	12.3%	10.5%	10.3%	6.7%		
経常利益	1,958	1,495	1,139	827	1,148	1,158	1,054	562		
前年比	102.6%	57.8%	3.4%	23.0%	-41.4%	-22.6%	-7.5%	-32.0%		
経常利益率	15.9%	9.8%	11.7%	7.6%	10.4%	8.4%	8.6%	4.8%		
四半期純利益	1,346	1,037	791	536	797	798	731	339		
前年比	98.7%	57.4%	2.9%	80.1%	-40.8%	-23.1%	-7.6%	-36.8%		
四半期純利益率	10.9%	6.8%	8.1%	4.9%	7.2%	5.8%	6.0%	2.9%		

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

販売費及び一般管理費の内訳

販管費 (累計)	22年11月期				23年11月期				23年11月期	
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	進捗率	通期会予
販売費及び一般管理費	749	1,795	2,566	3,661	799	1,765	2,576	3,576	96.6%	3,701
前年比	13.7%	16.9%	14.0%	15.7%	6.7%	-1.7%	0.4%	-2.3%		1.1%
役員報酬	21	60	94	139	34	67	94			
給料及び賞与	193	535	746	1,097	214	545	768			
租税公課	216	493	672	893	165	356	535			
その他	319	706	1,055	1,532	386	797	1,179			
販管費 (3カ月)	22年11月期				23年11月期					
(百万円)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
販売費及び一般管理費	749	1,046	772	1,095	799	966	811	1,000		
前年比	13.7%	19.2%	7.9%	19.9%	6.7%	-7.7%	5.2%	-8.7%		
役員報酬	21	39	34	45	34	32	27			
給料及び賞与	193	341	211	351	214	331	223			
租税公課	216	277	179	221	165	192	179			
その他	319	388	348	478	386	411	382			

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

セグメント別売上高・売上総利益

セグメント別業績推移 (累計) (百万円)	22年11月期				23年11月期				23年11月期	
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	進捗率	通期会予
売上高	12,313	27,602	37,318	48,212	11,062	24,886	37,108	48,878	97.2%	50,264
前年比	28.5%	27.6%	24.1%	30.7%	-10.2%	-9.8%	-0.6%	1.4%		4.3%
リノベマシヨ事業	12,123	27,224	36,744	47,449	10,884	24,500	36,566	48,155	97.2%	49,530
前年比	29.3%	28.2%	24.4%	31.8%	-10.2%	-10.0%	-0.5%	1.5%		4.4%
インベストメント事業	-	-	-	-	-	-	-	6		-
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-		-
アドバイザー事業	189	378	574	763	178	386	542	716	98.1%	730
前年比	2.8%	2.2%	9.0%	-12.4%	-5.9%	2.1%	-5.6%	-6.1%		-4.3%
売上総利益	2,847	5,568	7,695	9,760	2,159	4,571	6,639	8,422	94.4%	8,920
前年比	60.6%	47.6%	34.5%	31.0%	-24.2%	-17.9%	-13.7%	-13.7%		-8.6%
売上総利益率	23.1%	20.2%	20.6%	20.2%	19.5%	18.4%	17.9%	17.2%		17.7%
リノベマシヨ事業	2,700	5,290	7,280	9,210	2,030	4,290	6,260	7,940	94.6%	8,390
前年比	63.6%	49.4%	34.8%	34.3%	-24.8%	-18.9%	-14.0%	-13.8%		-8.9%
売上総利益率	22.3%	19.4%	19.8%	19.4%	18.7%	17.5%	17.1%	16.5%		16.9%
インベストメント事業	-	-	-	-	-	-	-	-10		-
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-		-
アドバイザー事業	130	270	410	540	120	270	370	490	94.2%	520
前年比	30.0%	35.0%	41.4%	-3.6%	-7.7%	0.0%	-9.8%	-9.3%		-3.7%
売上総利益率	68.7%	71.5%	71.4%	70.8%	67.4%	70.0%	68.3%	68.4%		71.2%
セグメント別業績推移 (3カ月)	22年11月期				23年11月期					
(百万円)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
売上高	12,313	15,289	9,716	10,894	11,062	13,824	12,222	11,770		
前年比	28.5%	26.8%	15.0%	59.8%	-10.2%	-9.6%	25.8%	8.0%		
リノベマシヨ事業	12,123	15,101	9,520	10,705	10,884	13,616	12,066	11,589		
前年比	29.3%	27.2%	14.8%	65.4%	-10.2%	-9.8%	26.7%	8.3%		
インベストメント事業	-	-	-	-	-	-	-	6		
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-		
アドバイザー事業	189	188	196	189	178	208	156	174		
前年比	2.8%	1.5%	25.2%	-45.2%	-5.9%	10.2%	-20.5%	-7.6%		
売上総利益	2,847	2,721	2,127	2,064	2,159	2,412	2,068	1,783		
前年比	60.6%	36.0%	9.2%	19.3%	-24.2%	-11.4%	-2.8%	-13.6%		
売上総利益率	23.1%	17.8%	21.9%	18.9%	19.5%	17.4%	16.9%	15.2%		
リノベマシヨ事業	2,700	2,590	1,990	1,930	2,030	2,260	1,970	1,680		
前年比	63.6%	37.0%	7.0%	32.2%	-24.8%	-12.7%	-1.0%	-13.0%		
売上総利益率	22.3%	17.2%	20.9%	18.0%	18.7%	16.6%	16.3%	14.5%		
インベストメント事業	-	-	-	-	-	-	-	-10		
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-		
アドバイザー事業	130	140	140	130	120	150	100	120		
前年比	30.0%	40.0%	55.6%	-51.9%	-7.7%	7.1%	-28.6%	-7.7%		
売上総利益率	68.7%	74.4%	71.3%	68.8%	67.4%	72.3%	64.0%	68.8%		

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

*セグメント別売上総利益は、同社開示資料では0.1億円表記。上表では、百万円表記とするために末尾に0を加えた数値を記載（例：1.2億円→120百万円）

*セグメント別の数値は、外部顧客への売上高、売上総利益

リノベーション事業の売上高・売上総利益

リノベーション事業 (累計)	22年11月期				23年11月期				23年11月期	
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	進捗率	通期会予
売上高 (百万円)	12,123	27,224	36,744	47,449	10,884	24,500	36,566	48,155	97.2%	49,530
前年比	29.3%	28.2%	24.4%	31.8%	-10.2%	-10.0%	-0.5%	1.5%		
賃貸	996	1,999	2,985	3,996	1,020	2,079	3,126	4,188	103.1%	4,061
前年比	-0.7%	1.0%	2.1%	2.7%	2.5%	4.0%	4.7%	4.8%		1.6%
売買	11,128	25,225	33,759	43,453	9,864	22,422	33,440	43,967	96.7%	45,468
前年比	32.9%	30.9%	26.9%	35.3%	-11.4%	-11.1%	-0.9%	1.2%		4.6%
売上総利益	2,700	5,290	7,280	9,210	2,030	4,290	6,260	7,940	94.6%	8,390
前年比	63.6%	49.4%	34.8%	34.3%	-24.8%	-18.9%	-14.0%	-13.8%		-8.9%
売上総利益率	22.3%	19.4%	19.8%	19.4%	18.7%	17.5%	17.1%	16.5%		16.9%
賃貸	609	1,214	1,794	2,397	568	1,162	1,735	2,337	105.7%	2,210
前年比	-3.3%	-1.9%	-1.2%	-0.6%	-6.8%	-4.3%	-3.3%	-2.5%		-7.8%
売上総利益率	61.2%	60.7%	60.1%	60.0%	55.7%	55.9%	55.5%	55.8%		54.4%
売買	2,103	4,086	5,503	6,866	1,480	3,161	4,581	5,804	92.9%	6,250
前年比	99.4%	73.9%	50.9%	51.6%	-29.6%	-22.6%	-16.7%	-15.5%		-9.0%
売上総利益率	18.9%	16.2%	16.3%	15.8%	15.0%	14.1%	13.7%	13.2%		13.7%
評価損	-4	-4	-4	-48	-9	-26	-47	-211		-70
販売費及び一般管理費	695	1,601	2,283	3,228	688	1,525	2,235	3,075		
前年比	24.8%	24.9%	22.2%	23.7%	-1.0%	-4.8%	-2.1%	-4.7%		
販管費率	5.7%	5.9%	6.2%	6.8%	6.3%	6.2%	6.1%	6.4%		
営業利益	2,005	3,689	4,997	5,982	1,342	2,765	4,025	4,865		
前年比	83.4%	63.3%	41.5%	40.7%	-33.1%	-25.0%	-19.5%	-18.7%		
営業利益率	16.5%	13.6%	13.6%	12.6%	12.3%	11.3%	11.0%	10.1%		

リノベーション事業 (3カ月)	22年11月期				23年11月期			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
売上高 (百万円)	12,123	15,101	9,520	10,705	10,884	13,616	12,066	11,589
前年比	29.3%	27.2%	14.8%	65.4%	-10.2%	-9.8%	26.7%	8.3%
賃貸	996	1,004	986	1,011	1,020	1,058	1,048	1,061
前年比	-0.7%	2.8%	4.4%	4.5%	2.5%	5.5%	6.3%	5.0%
売買	11,128	14,097	8,534	9,694	9,864	12,558	11,018	10,527
前年比	32.9%	29.4%	16.2%	76.1%	-11.4%	-10.9%	29.1%	8.6%
売上総利益	2,700	2,590	1,990	1,930	2,030	2,260	1,970	1,680
前年比	63.6%	37.0%	7.0%	32.2%	-24.8%	-12.7%	-1.0%	-13.0%
売上総利益率	22.3%	17.2%	20.9%	18.0%	18.7%	16.6%	16.3%	14.5%
賃貸	609	604	580	604	568	594	573	602
前年比	-3.3%	-0.5%	0.3%	1.2%	-6.8%	-1.7%	-1.2%	-0.3%
売上総利益率	61.2%	60.2%	58.9%	59.7%	55.7%	56.1%	54.7%	56.7%
売買	2,103	1,983	1,416	1,363	1,480	1,682	1,420	1,222
前年比	99.4%	53.1%	9.3%	54.4%	-29.6%	-15.2%	0.3%	-10.3%
売上総利益率	18.9%	14.1%	16.6%	14.1%	15.0%	13.4%	12.9%	11.6%
評価損	-4	-0	-	-44	-9	-16	-22	-164
販売費及び一般管理費	695	906	682	945	688	837	711	840
前年比	24.8%	25.0%	16.3%	27.5%	-1.0%	-7.7%	4.1%	-11.1%
販管費率	5.7%	6.0%	7.2%	8.8%	6.3%	6.1%	5.9%	7.2%
営業利益	2,005	1,684	1,308	985	1,342	1,423	1,259	840
前年比	83.4%	44.5%	2.7%	37.0%	-33.1%	-15.5%	-3.7%	-14.7%
営業利益率	16.5%	11.2%	13.7%	9.2%	12.3%	10.5%	10.4%	7.3%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

*賃貸・売買の売上総利益は、同社が公表している売上総利益率をもとにSR社算出

リノベーション事業における仕入、販売、在庫戸数の推移

仕入、販売、在庫戸数 (累計)	22年11月期				23年11月期				23年11月期	
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	進捗率	通期会予
仕入戸数 (戸)	435	902	1,256	1,640	334	746	1,057	1,410		
前年比	67.3%	47.1%	33.5%	23.8%	-23.2%	-17.3%	-15.8%	-14.0%		
1戸当たり仕入金額 (百万円)	26.6	26.5	27.3	27.7	28.2	28.4	28.8	29.4		
前年比	1.4%	2.7%	4.0%	3.9%	5.9%	7.0%	5.2%	6.1%		
販売戸数	339	849	1,102	1,395	280	653	976	1,270	96.4%	1,318
前年比	22.8%	22.9%	19.8%	26.8%	-17.4%	-23.1%	-11.4%	-9.0%		-5.5%
1戸当たり販売金額 (百万円)	32.8	29.7	30.6	31.1	35.2	34.3	34.3	34.6		
前年比	8.2%	6.6%	5.9%	6.7%	7.3%	15.6%	11.8%	11.1%		
在庫戸数	3,649	3,606	3,707	3,798	3,852	3,891	3,879	3,938		
前年比	10.2%	11.0%	10.7%	6.9%	5.6%	7.9%	4.6%	3.7%		
1戸当たり在庫金額 (百万円)	21.1	21.4	21.7	21.9	21.9	21.9	21.8	22.0		
前年比	5.6%	6.1%	6.2%	4.7%	3.7%	2.3%	0.7%	0.4%		

仕入、販売、在庫戸数 (3カ月)	22年11月期				23年11月期			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
仕入戸数 (戸)	435	467	354	384	334	412	311	353
前年比	67.3%	32.3%	7.9%	0.0%	-23.2%	-11.8%	-12.1%	-8.1%
1戸当たり仕入金額 (百万円)	26.6	26.4	29.4	28.7	28.2	28.5	29.7	31.1
前年比	1.4%	3.5%	8.3%	4.8%	5.9%	8.0%	1.0%	8.4%
販売戸数	339	510	253	293	280	373	323	294
前年比	22.8%	22.9%	10.5%	62.8%	-17.4%	-26.9%	27.7%	0.3%
1戸当たり販売金額 (百万円)	32.8	27.6	33.7	33.1	35.2	33.7	34.1	35.8
前年比	8.2%	5.3%	5.2%	8.2%	7.3%	21.8%	1.1%	8.2%

出所：会社データよりSR社作成。1戸当たり金額は、以下の通りにSR社算出

*1戸当たり仕入金額 = (期末販売用不動産残高 - 期首販売用不動産残高 + リノベーション事業 (売買) の売上原価 + 評価損) ÷ 仕入戸数

*1戸当たり販売金額 = リノベーション事業 (売買) の売上高 ÷ 販売戸数

*1戸当たり在庫金額 = 期末販売用不動産残高 ÷ 在庫戸数

販売用不動産及び有形固定資産

(百万円)	22年11月期				23年11月期			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
販売用不動産	76,866	77,087	80,392	83,138	84,175	85,064	84,733	86,584
前年比 (金額)	10,787	11,589	12,027	8,829	7,309	7,978	4,341	3,447
前年比 (%)	16.3%	17.7%	17.6%	11.9%	9.5%	10.3%	5.4%	4.1%
前期末比 (金額)	2,557	2,778	6,083	8,829	1,038	1,927	1,595	3,447
購入+リノベーションに伴う簿価増加	11,300	23,400	33,600	44,600	9,200	20,700	29,800	40,900
販売	-8,700	-20,600	-27,600	-35,700	-8,100	-18,800	-28,200	-37,500
前期末比 (%)	3.4%	3.7%	8.2%	11.9%	1.2%	2.3%	1.9%	4.1%
有形固定資産	38	38	37	61	58	56	52	49
前年比 (金額)	-4	-2	-3	23	20	18	15	-12
前年比 (%)	-10.0%	-5.0%	-8.4%	59.1%	54.0%	46.7%	40.1%	-20.0%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

*販売用不動産は、販売中および販売前（賃貸中）の分譲中古マンションなどである

(参考) 首都圏中古マンション市場の動向

	22年11月期				23年11月期			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
成約件数 (件)	8,787	9,376	8,453	8,859	8,656	9,133	8,714	9,378
前年比	-8.5%	-14.4%	-4.8%	-11.7%	-1.5%	-2.6%	3.1%	5.9%
成約平均価格 (百万円)	41.0	42.3	42.9	44.1	43.4	45.0	46.3	47.0
前年比	8.9%	10.6%	11.2%	12.4%	5.9%	6.3%	7.9%	6.7%
成約㎡単価 (千円)	636.2	665.8	676.0	694.0	689.9	703.2	727.6	739.9
前年比	10.5%	13.0%	13.1%	13.4%	8.4%	5.6%	7.6%	6.6%

出所：公益財団法人 東日本不動産流通機構「季报 Market Watch サマリーレポート」よりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

*首都圏は東京都、神奈川県、千葉県、埼玉県

*成約件数は3カ月累計、成約平均単価および㎡単価は3カ月の単純平均

(参考) 首都圏新築マンション市場の動向

	22年11月期				23年11月期			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
新規発売戸数 (件)	10,064	7,384	5,343	7,670	8,288	6,065	5,966	6,349
前年比	-7.9%	-5.0%	-8.4%	-21.9%	-17.6%	-17.9%	11.7%	-17.2%
戸当たり平均価格 (百万円)	63.2	63.0	63.1	64.9	62.8	100.6	79.0	71.8
前年比	6.4%	-5.5%	-6.1%	0.1%	-0.6%	59.7%	25.1%	10.8%
㎡単価 (千円)	949.3	940.0	973.7	968.3	961.3	1,454.7	1,213.0	1,102.7
前年比	7.2%	-5.7%	-5.9%	-0.4%	1.3%	54.8%	24.6%	13.9%

出所：株式会社不動産経済研究所の資料をもとにSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

*首都圏は東京都、神奈川県、千葉県、埼玉県

*新規発売戸数は3カ月累計、戸当たり平均単価および㎡単価は3カ月の単純平均

2023年11月期通期実績

- 売上高：48,878百万円（前期比1.4%増）
- 売上総利益：8,422百万円（同13.7%減）
- 営業利益：4,846百万円（同20.5%減）
- 経常利益：3,921百万円（同27.6%減）
- 親会社株主に帰属する当期純利益：2,664百万円（同28.2%減）

概要

主力の**リノベーション事業（売買）**では、2021年11月期下期から2022年11月期にかけて不動産市況が過熱感を帯びたことにより、同社が扱う物件の仕入価格と販売価格の差が拡大した。これに伴い、同社が物件購入時に想定していた販売利益を上回る状況となり、同期間において売上総利益率は14.1～18.9%と高水準で推移した。一方、2023年11月期においては、不動産市況の過熱感が落ち着いたことを背景に、仕入価格と販売価格の差の縮小が進展した。これに伴い、2023年11月期の売上総利益率は13.2%（前期比2.6ポイント低下）となった。これに対し、2024年11月期以降、同社は仕入れにおいてオーナーチェンジ物件に回帰するとともに、大都市圏の物件の比率を高める。これに伴い、売上総利益率は12%程度を底として、中長期的に回復していく見通し。

リノベマンション事業（賃貸）では、相対的に利益率の低い地方物件比率が中長期的に上昇しており、売上総利益率の低下傾向が続いている。2017年11月期以前は売上総利益率が70.0%前後で推移していたが、2022年11月期には60.0%へと低下した。当第1四半期より、会計基準変更（長期保有物件について減価償却費の計上開始）の影響で売上総利益率が約3%ポイント低下する影響も受け、2023年11月期の売上総利益率は55.8%（前期比4.2ポイント低下）となった。地方物件比率の上昇に伴い、緩やかに売上総利益率の低下傾向は続く見通しではあるが、物件購入の継続による保有物件数の増加に伴い、利益額の拡大を図るとしている。

事業環境

中古マンション業界においては、公益財団法人東日本不動産流通機構によると、2023年11月度の首都圏中古マンションの成約件数は2,900件（前年同月比3.7%増）と6カ月連続、首都圏中古マンションの成約㎡単価平均は749.8千円（同7.6%増）と43カ月連続、成約平均価格は47.3百万円（同7.1%増）と42カ月連続でそれぞれ前年同月を上回った。首都圏中古マンションの在庫件数は2021年6月（33,641件）以降復調傾向にあり、2023年11月は46,993件となった。新型コロナウイルス感染症拡大前の水準（2019年3月から2020年2月までは47,000～48,000件前後で推移）に近づきつつある。

売上高および利益の状況

売上高は、リノベマンション事業において、賃貸、売買ともに増収となり、前期比で増収となった。

営業利益は、売上総利益の減少に伴い、減益となった。営業利益率は9.9%（前期比2.7%ポイント低下）となった。

- ▶ 売上総利益は、リノベマンション事業（売買）において、不動産市況に過熱感のあった前期との比較で売上総利益率が低下したことで、減益となった。売上総利益率は17.2%（同3.0%ポイント低下）となった。
- ▶ 販管費は、仕入戸数の減少により租税公課が減少した。販管費率は7.3%（同0.3%ポイント低下）となった。

会社予想に対する達成率

2023年11月期通期会社予想に対する達成率は、売上高で97.2%、売上総利益で94.4%、営業利益で92.9%、経常利益で89.6%、親会社株主に帰属する当期純利益で88.5%であった。主力のリノベーション事業（売買）における達成率は、売上高で96.7%、売上総利益で92.9%となった。

売上総利益は、2023年11月期通期会社予想に対して、498百万円の下振れとなった。リノベマンション事業（賃貸）で約120百万円の上振れた一方、リノベマンション事業（売買）で約440百万円の下振れとなったことに加え、リノベマンション事業における評価損は同社想定を約140百万円上回った。販売戸数が同社計画を下回ったとともに、一部の長期保有物件について処分に向けて価格を下げて販売した影響を受けた。そのほか、営業投資有価証券の評価損を計上したインベストメント事業と、アドバイザー事業の合計で、約50百万円の下振れとなった。販管費は、同社想定を約130百万円下回った。主に、仕入戸数が同社計画を下回ったことに伴い、租税公課が同社計画を下回った。

リノベマンション事業

- 売上高：48,155百万円（前期比1.5%増）
- 売上総利益：7,940百万円（同13.8%減）

売上高は、賃貸、売買ともに増収となった。一方、売上総利益は、賃貸、売買ともに減益となった。また、今期における売上原価に含まれる販売用不動産評価損は211百万円（前期は48百万円）となった。営業利益は、売上総利益の減少に伴い、減益となった。上述の通り、販管費は、租税公課が減少したが、人件費が増加した。

事業戦略

2017年11月期までは、同事業では賃貸中のマンションを仕入れることを原則とし、入居者の賃貸期間中は家賃収入を得て、入居者退去後にリノベーションを施して販売してきた。2018年11月期以降は、売買回転率上昇による利益拡大のため空室マンションの売買にも注力してきた。

空室マンションは、仕入れ後3～4カ月でリノベーションを実施し、仕入れから約1年で売却する（賃貸中のマンションは仕入れから売却まで3.5～4年）。空室マンションの売買強化による収益面への影響は以下の通り。

- ▶ リノベマンション事業（賃貸）では空室マンションは、家賃収入は発生しないが、管理費などの費用（売上原価）は発生するため、売上総利益率の低下要因となる。
- ▶ リノベマンション事業（売買）：仕入れ時の競合については、オーナーチェンジ物件よりも空室物件の方が激しい傾向にある（オーナーチェンジ物件では、購入者が取得前に部屋の状態を確認できず、取得後すぐの売却もできないため、取得者が限られる）。このような仕入環境の違いは売買利益率の差につながっており、2023年11月期における売上総利益率は、オーナーチェンジ購入物件で18.0%、空室購入物件で7.6%であった。したがって、空室物件の販売比率が高まることは、売上総利益率の低下要因となる。

これに対し、2024年11月期以降は、仕入れにおいて再びオーナーチェンジ物件の比率を引き上げ、中でも大都市圏の物件の仕入れを強化する考えである。仕入物件に対するオーナーチェンジ物件の比率（戸数ベース）は、2023年11月期の48%に対し、2024年11月期は52%、2026年11月期は55%とする計画である。ただし、上述の通り、オーナーチェンジ物件では仕入れから売却まで平均で3.5~4年を要するため、オーナーチェンジ物件の仕入れ強化による収益性の改善は、徐々に寄与していく見通しである。

リノベマンション事業（賃貸）

- 売上高：4,188百万円（前期比4.8%増）
- 売上総利益：2,337百万円（同2.5%減）

売上高においては、物件購入の継続により保有物件数が増加したことで、増収となった。

一方、売上総利益は減益となった。売上総利益率は55.8%（前期比4.2%ポイント低下）となった。売上総利益率の低下の要因は以下の通り。

- ▶ 第1に、今期より会計基準を変更し、長期保有物件について減価償却費を計上した。減価償却費の計上により、売上総利益率は2.9%ポイント低下した（2023年11月期における影響額は約110百万円）。当該影響を除くと、リノベマンション事業（賃貸）の売上総利益は、前期比で約2%の増益となった。
- ▶ 第2に、同社が全国展開を進める中で、相対的に売上総利益率が低い地方都市の物件の構成比が上昇した。地方都市においては、東京都より賃料が相対的に低いが、管理費、修繕積立金などの固定費は同水準であるため、売上総利益率が低い傾向がある。
- ▶ 第3に、空室購入物件の比率の上昇に伴い、空室保有物件の比率が上昇した。空室保有物件は、家賃収入は発生しないが管理費などの費用（売上原価）は発生するため、リノベマンション事業（賃貸）の売上総利益率の低下要因となる。

リノベマンション事業（売買）

- 売上高：43,967百万円（前期比1.2%増）
- 売上総利益：5,804百万円（同15.5%減）

販売の状況

売上高においては、販売戸数が減少したが、1戸当たりの売上高が増加したことで、増収となった。今期における販売戸数は1,270戸（前期比9.0%減）、1戸当たり売上高は34.6百万円（同11.1%増）となった。前期上期における特殊要因（後述）を除いた実力値ベースでは、営業体制の強化を背景に、前期に引き続き販売戸数は増加傾向となった。

- ▶ 四半期別の販売戸数は、前期第1四半期は339戸、前期第2四半期は510戸、前期第3四半期は253戸、前期第4四半期は293戸、当第1四半期は280戸、当第2四半期は373戸、当第3四半期は323戸、当第4四半期は294戸となった。
- ▶ 2021年11月期第4四半期から前期第1四半期（2022年11月期第1四半期）に一部物件の引き渡しが増え、前期第1四半期の販売戸数は2021年11月期第1四半期比22.8%増と高水準になった。当第1四半期は、前期第1四半期における高水準の販売戸数との比較では減少した。この後ずれの影響を除くと、当第1四半期の販売戸数は前期第1四半期を上回ったと同社は述べている。
- ▶ 前期第2四半期（2022年11月期第2四半期）に法人向け販売でまとまった量の物件を販売したことから、前期第2四半期の販売戸数は2021年11月期第2四半期比22.9%増と高水準となった。当第2四半期は、前期第2四半期における高水準の販売戸数との比較では減少した。法人向け販売の影響を除くと、当第2四半期の販売戸数は前期第2四半期を上回ったと同社は述べている。
- ▶ 1戸当たりの売上高は、中古マンション市場の販売価格が前期を上回る水準であったことを背景に、増加した。

利益の状況

利益面では、不動産市況に過熱感があつた前期との比較で、主に空室購入物件の売上総利益率が低下し、売上総利益は減益となった。2023年11月期通期の売上総利益率は13.2%（前期比2.6%ポイント低下）となった。四半期別の売上総利益率は、前期第1四半期は18.9%、前期第2四半期は14.1%、前期第3四半期は16.6%、前期第4四半期は14.1%、当第1四半期は15.0%、当第2四半期は13.4%、当第3四半期は12.9%、当第4四半期は11.6%となった。当第1四半期以降における、利益率低下の要因は以下の通り。

- ▶ 空室購入物件における利益率の低下：上述の通り、首都圏中古マンションの成約㎡単価平均は43カ月連続で上昇を続けた。販売価格は上昇を続けたものの、販売戸数の約60%を占める空室購入物件（仕入れから販売までの期間は約1年）では、仕入価格が上昇局面にあった際に購入した物件を販売したことが売上総利益率の低下に影響した。一方、販売戸数の約40%を占めるオーナーチェンジ購入物件（同3.5～4年）では、成約㎡単価の上昇以前の物件を販売したことで、前期に引き続き、売上総利益率は高水準となった。2023年11月期において、売上総利益率は、オーナーチェンジ購入物件で18.0%、空室購入物件で7.6%となった。
- ▶ 長期保有物件における値引き：不動産市況の過熱感が落ち着いた中、物件の販売において、より売買回転率を意識することとした。不動産市況の上昇局面では、販売期間を長く確保し、より高値で販売することが、利益額の最大化において重要な戦略であった。一方、不動産市況の過熱感が落ち着いた状況においては、1物件当たりの販売利益額が減少しても、販売期間を短縮し売買回転率を上昇させること、物件保有に伴うランニングコストの低減が、利益額の最大化において重要な戦略となりうる。このように不動産市況の変化に応じて販売戦略を調整したことも、利益率の低下要因となった。特に、当第4四半期（2023年9-11月）においては、来期以降の事業戦略として販売事業期間の短縮（規律のある在庫管理）を進めることに先駆け、値引き販売を強化したとしている。
- ▶ リフォームコストの増大：物価上昇や資材価格の上昇に伴い建築費や人件費が上昇傾向となったこと、保有物件の築年数の増加に伴いリノベーションが必要な箇所が増加するなどといった要因により、リフォームコストが増加傾向となった。当該影響については、販売価格の上昇などで一定程度吸収しているものの、利益額が小さい空室購入物件では利益率低下の影響を相対的に大きく受けたと同社は述べている。

販売用不動産の状況

販売用不動産は、金額ベースでは86,584百万円（前期末比3,447百万円増、同4.1%増）となった。販売用不動産は、物件の購入およびリノベーションなどに伴う簿価増加により前期末比約40,900百万円増加し、販売により同約37,500百万円減少した。

戸数ベースでは、2023年11月期末時点での在庫戸数は3,938戸（前期末比140戸増、同3.7%増）となった。仕入戸数は1,410戸（前期比14.0%減）に対し、販売戸数は1,270戸（同9.0%減）となった。

- ▶ 仕入戸数は前年同期を下回ったが、これは物件の仕入れにおいて、仕入戸数と販売戸数のバランスを考慮したり、不動産市況の過熱感が落ち着いた中で販売時の利益率を意識して物件を厳選したりしたためであるとしている。事業環境として、競合事業者の増加や物件価格の上昇により物件の仕入れが困難になる、といった変化は生じていないと同社は認識している。
- ▶ 1戸当たり仕入金額は、29.4百万円（前期比6.1%増）となった。東京を中心に不動産価格が上昇傾向となったほか、戦略的に従来よりも少し高い価格帯の物件を購入した（ただし、高級物件を購入したわけではない）ことで、仕入金額が上昇した。

インベストメント事業

- 売上高：6百万円（前期は計上なし）
- 売上総損失：10百万円（同上）

インベストメント事業では、首都圏を中心に、一棟マンションなどの収益不動産などを中心に投資を実施し、賃貸および販売を行う。

収益不動産への投資再開により、当第4四半期（2023年9-11月）に賃貸収益を収受した。

利益面については、保有する営業投資有価証券について一部評価損を計上したことで、売上総損失となった。また、売上高計上のなかった当第3四半期累計期間においても収益不動産への投資再開など新たな案件の検討に伴う人件費を計上してきたことから、2023年11月期通期において24百万円の営業損失（前期は7百万円の営業損失）を計上した。

アドバイザー事業

- 売上高（外部顧客への売上高）：716百万円（前期比6.1%減）
- 売上総利益：490百万円（同9.3%減）

アドバイザー事業では、不動産の売買・賃貸仲介、賃貸・建物管理および金融・不動産分野におけるコンサルティングなどの手数料ビジネスを行う。リノベマンション事業およびインベストメント事業とは異なり、アドバイザー事業は不動産を取得しない事業（ノンアセットビジネス）であることから、相対的に利益率が高い。

同社が販売するリノベーションマンションの仲介件数が前期比で増加したものの、外部投資家が所有する物件の仲介では一棟物件等の大口案件の取り扱いがなかったことなどにより、仲介手数料収入が減少した。

今期会社予想

今期会社予想

(百万円)	22年11月期			23年11月期			24年11月期		
	上期実績	下期実績	通期実績	上期実績	下期実績	通期実績	上期会予	下期会予	通期会予
売上高	27,602	20,610	48,212	24,886	23,992	48,878	25,974	28,183	54,157
前年比	27.6%	35.0%	30.7%	-9.8%	16.4%	1.4%	4.4%	17.5%	10.8%
売上原価	22,033	16,419	38,452	20,315	20,141	40,456	25,974	19,273	45,247
前年比	23.4%	41.7%	30.6%	-7.8%	22.7%	5.2%	27.9%	-4.3%	11.8%
売上総利益	5,568	4,191	9,760	4,571	3,851	8,422			8,910
前年比	47.6%	14.0%	31.0%	-17.9%	-8.1%	-13.7%			5.8%
売上総利益率	20.2%	20.3%	20.2%	18.4%	16.1%	17.2%			16.5%
販売費及び一般管理費	1,795	1,866	3,661	1,765	1,811	3,576			3,880
前年比	16.9%	14.7%	15.7%	-1.7%	-3.0%	-2.3%			8.5%
売上高販売費比率	6.5%	9.1%	7.6%	7.1%	7.5%	7.3%			7.2%
営業利益	3,774	2,325	6,098	2,806	2,040	4,846	2,520	2,508	5,028
前年比	68.7%	13.4%	42.3%	-25.6%	-12.2%	-20.5%	-10.2%	22.9%	3.8%
営業利益率	13.7%	11.3%	12.6%	11.3%	8.5%	9.9%	9.7%	8.9%	9.3%
経常利益	3,453	1,966	5,419	2,306	1,616	3,921	2,059	2,043	4,102
前年比	80.5%	10.8%	46.9%	-33.2%	-17.8%	-27.6%	-10.7%	26.5%	4.6%
経常利益率	12.5%	9.5%	11.2%	9.3%	6.7%	8.0%	7.9%	7.2%	7.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	2,383	1,326	3,709	1,595	1,069	2,664	1,400	1,400	2,800
前年比	78.3%	24.5%	54.4%	-33.1%	-19.4%	-28.2%	-12.2%	30.9%	5.1%
純利益率	8.6%	6.4%	7.7%	6.4%	4.5%	5.5%	5.4%	5.0%	5.2%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

セグメント別 会社予想

(百万円)	22年11月期			23年11月期			24年11月期	
	上期実績	下期実績	通期実績	上期実績	下期実績	通期実績	通期会予	
売上高	27,602	20,610	48,212	24,886	23,992	48,878	54,157	
前年比	27.6%	35.0%	30.7%	-9.8%	16.4%	1.4%	10.8%	
リノベマンション事業	27,224	20,225	47,449	24,500	23,655	48,155	51,580	
前年比	28.2%	37.0%	31.8%	-10.0%	17.0%	1.5%	7.1%	
インベストメント事業	-	-	-	-	6	6	1,690	
前年比	-	-	-	-	-	-	-	
アドバイザー事業	378	385	763	386	331	716	870	
前年比	2.2%	-23.2%	-12.4%	2.1%	-14.2%	-6.1%	21.5%	
売上総利益	5,568	4,191	9,760	4,571	3,851	8,422	8,910	
前年比	47.6%	14.0%	31.0%	-17.9%	-8.1%	-13.7%	5.8%	
売上総利益率	20.2%	20.3%	20.2%	18.4%	16.1%	17.2%	16.5%	
リノベマンション事業	5,290	3,920	9,210	4,290	3,650	7,940	7,990	
前年比	49.4%	18.1%	34.3%	-18.9%	-6.9%	-13.8%	0.6%	
売上総利益率	19.4%	19.4%	19.4%	17.5%	15.4%	16.5%	15.5%	
インベストメント事業	-	-	-	-	-10	-10	240	
アドバイザー事業	270	270	540	270	220	490	660	

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

リノベマンション事業 会社予想

(百万円)	22年11月期			23年11月期			24年11月期	
	上期実績	下期実績	通期実績	上期実績	下期実績	通期実績	通期会予	
売上総利益	5,290	3,920	9,210	4,290	3,650	7,940	8,910	
前年比	49.4%	18.1%	34.3%	-18.9%	-6.9%	-13.8%	12.2%	
売上総利益率	19.4%	19.4%	19.4%	17.5%	15.4%	16.5%	17.3%	
賃貸	1,214	1,184	2,397	1,162	1,175	2,337	2,390	
前年比	-1.9%	0.7%	-0.6%	-4.3%	-0.8%	-2.5%	2.3%	
売上総利益率	60.7%	59.3%	60.0%	55.9%	55.7%	55.8%		
売買	4,086	2,779	6,866	3,161	2,642	5,804	5,670	
前年比	73.9%	27.6%	51.6%	-22.6%	-4.9%	-15.5%	-2.3%	
売上総利益率	16.2%	15.2%	15.8%	14.1%	12.3%	13.2%		
評価損	-4	-44	-48	-26	-186	-211	-70	

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

概要

2024年11月期通期会社予想は、売上高54,157百万円（前期比10.8%増）、売上総利益8,910百万円（同5.8%増）、営業利益5,028百万円（同3.8%増）、経常利益4,102百万円（同4.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益2,800百万円（同5.1%増）を見込む。事業環境としては、前期に引き続き、新築マンションの価格上昇や供給減少を背景に、中古マンションに対する需要が底堅く推移することを見込む。そのような中、リノベマンション事業を安定的に成長させることに加え、インベストメント事業を再開することで、増収増益を見込む。

2024年1月、同社は中期経営計画「Find the Value 2026」（2024年11月期から2026年11月期までの3カ年を対象）を発表した。同計画では事業戦略として、利益の源泉となるオーナーチェンジ物件、かつ、大都市圏の物件の取得を通じた持続的・安定的な成長を図るとしている。これは、過去5年間（2019年11月期から2023年11月期まで）において、地方都市への進出および空室購入物件の取得により、仕入戸数および販売戸数を拡大させてきたことからの方針転換である。オーナーチェンジ物件および大都市圏の物件の購入に注力することで、中長期的な収益性の向上を図る考えである。詳細は「中期経営計画『Find the Value 2026』」の記述を参照。

セグメント別の見通し

リノベーション事業

- 売上高：51,580百万円（前期比7.1%増）
- 売上総利益：7,990百万円（同0.6%増）（賃貸2,390百万円（同2.3%増）、売買5,670百万円（同2.3%減））

売上高は、賃貸・売買ともに増収を見込む。一方、売上総利益は、賃貸では増益を見込むが、売買では減益を見込む。

上述の通り、同社は2024年11月期より、オーナーチェンジ物件、中でも大都市圏の物件の購入に注力する考えである。仕入物件に対するオーナーチェンジ物件の比率（戸数ベース）は、2023年11月期においては48%であったが、2024年11月期においては52%を計画する。オーナーチェンジ物件、大都市圏の物件の売買強化による収益面への影響は以下の通り。

- ▶ リノベーション事業（賃貸）：オーナーチェンジ物件、空室物件問わず、管理費や修繕積立金などの費用（売上原価）が発生するため、家賃収入が得られるオーナーチェンジ物件の比率が高くなることは、売上総利益率の上昇要因となる。また、管理費や修繕積立金の費用（売上原価）は賃料に関わらずおおむね同水準であるため、相対的に賃料の高い（賃貸売上高が大きい）大都市圏の物件の比率が高くなることは、売上総利益率の上昇要因となる。
- ▶ リノベーション事業（売買）：仕入れ時の競合については、オーナーチェンジ物件よりも空室物件の方が激しい傾向にある（オーナーチェンジ物件では、購入者が取得前に部屋の状態を確認できず、取得後すぐの売却もできないため、取得者が限られる）。このような仕入環境の違いは売買利益率の差につながっており、2023年11月期における売上総利益率は、オーナーチェンジ購入物件で18.0%、空室購入物件で7.6%であった。したがって、オーナーチェンジ物件の販売比率が高まり、セールスマックスが改善することは、売上総利益率の上昇要因となる。

このように、オーナーチェンジ物件、中でも大都市圏の物件の売買を強化することで、中長期的に同事業の利益率は上昇していくことが見込まれる。ただし、オーナーチェンジ物件では仕入れから売却まで平均で3.5～4年を要するため、オーナーチェンジ物件の購入比率上昇による収益性の改善は、徐々に寄与していく見通しである。

リノベーション事業（賃貸）

売上高は、前期に引き続き、物件購入の継続による保有物件の増加に伴い、増収を見込む。

売上高の拡大に伴い、売上総利益は前期比2.3%の増益を見込む。ただし、売上総利益率は、前期比で約1%ポイントの低下を見込む。

売上総利益率の主な低下要因は、2023年11月期より会計基準を変更し、長期保有物件の減価償却を開始したことである。減価償却の対象となる物件は、年に1回見直す。2023年11月期期首時点との比較で、2024年11月期期首時点で減価償却の対象となる物件数が増加し、減価償却費が増加する見通しである。減価償却額は、2023年11月期通期においては約110百万円であったが、2024年11月期通期では約200百万円となることを同社は見込む。

リノベーション事業（売買）

売上高は、販売戸数の増加に伴い、増収を見込む。事業環境の変化への対応のため、同社は売上高や販売戸数の計画を開示していないが、同社開示資料に基づく、2024年11月期の販売戸数は前期比で50～100戸程度増加し、売上高は同7～8%増加することを同社は見込んでいるとSR社は理解する。

売上総利益は、前期比2.3%の減益を見込む。同社開示資料に基づいて算定すると、売上総利益率として12.0%前後を同社は見込んでいるとSR社は理解する。2023年11月期における売上総利益率は、空室購入物件における利益率低下に伴い、前期第1四半期は15.0%、前期第2四半期は13.4%、前期第3四半期は12.9%、前期第4四半期は11.6%となった。2024年11月期においては、前期第3四半期および前期第4四半期の水準が継続することを同社は見込む。

- ▶ オーナーチェンジ物件の利益率は、前期比で低下するとSR社は理解する（2023年11月期の売上総利益率は18.0%）。上述の通り、オーナーチェンジ物件では仕入から売却まで約3.5~4年を要する。オーナーチェンジ物件では、不動産市況が過熱感を帯びた時期（2021年11月期下期から2022年11月期にかけて）以降に購入した物件の販売が増加する見込みであり、仕入価格と販売価格の差が縮小する見通し。
- ▶ 空室物件においては、2024年11月期以降、仕入れにおいて物件の質の向上を図ることが、利益率の上昇要因となる見通し（2023年11月期の売上総利益率は7.6%）。具体的には、各エリアの中心部、駅近の物件購入に注力し、中心部より離れた物件や駅から遠い物件の購入は抑制する考えである。ただし、空室物件において仕入れから約1年で売却することを踏まえると、物件の質の向上に伴う利益率の上昇は、当下期以降、寄与していくとSR社は理解する。

オーナーチェンジ物件と空室物件の販売構成比（セールスマックス）については、前期から大きくは変わらない見通し。物件の仕入れにおいて、2024年11月期より、オーナーチェンジ物件の比率を高めていくとしている。しかし、上述の通り、オーナーチェンジ物件では仕入から売却まで3.5~4年を要することを踏まえると、販売戸数におけるオーナーチェンジ物件の比率は中期的に徐々に上昇していくとSR社は理解する。

インベストメント事業

- 売上高：1,690百万円（前期は6百万円）
- 売上総利益：240百万円（同10百万円の売上総損失）

収益不動産の購入および販売件数を増加させるとともに、成長企業などへの投資機会の模索や投資先のバリューアップに注力する。

アドバイザー事業

- 売上高：870百万円（前期比21.5%増）
- 売上総利益：660百万円（同34.7%増）

前期に引き続き仲介業務の拡大、賃貸管理業務の収益性向上および収益機会の多様化などに取り組む。

仲介件数の増加に伴い、増収増益を見込む。

中長期見通し

中期経営計画「Find the Value 2026」（2024年11月期から2026年11月期までの3カ年）

概要：規模拡大ではなく企業価値の最大化に焦点を当てた計画

2024年1月、同社は中期経営計画「Find the Value 2026」（2024年11月期から2026年11月期までの3カ年を対象）を発表した。同社のコーポレートスローガン「Find the Value」（今あるものに目を向けて眠っていた価値に光を当てる）を体現し、持続的成長に向けた経営基盤を確立するとしている。

同計画では、事業戦略、財務戦略、IR戦略を遂行することで、ROEの向上およびWACCの適正水準維持をし、企業価値の最大化を目指す。企業価値向上に関する数値目標として、ROE12.0%以上（2023年11月期実績は12.0%）、WACC2.0%を掲げた。また、事業戦略における数値目標として、営業利益率10.0%以上（同9.9%）、EPS5.0%以上、販売事業期間1.5~2カ月短縮、販売用不動産残高100,000百万円以上（2023年11月期末時点で86,584百万円）を掲げた。財務戦略における数値目標として、自己資本比率25.0%以上（同24.4%）、総還元性向40.0%を掲げた。事業環境の変化に柔軟に対応するため、同社は売上高・利益などの数値目標は提示しない考えである。

事業戦略に関して、同社は、過去5年間（2019年11月期から2023年11月期まで）において、地方都市進出および空室物件購入を推進し、仕入戸数および販売戸数の拡大に努めた。これに対し、2024年11月期以降は、仕入戸数および販売戸数は引き続き拡大しつつ、拡大のペースは過去5年間との比較で抑制し、利益の源泉となるオーナーチェンジ物件の取得を通じた持続的・安定的な成長を図る方針へと転換する。具体的には、1) オーナーチェンジ物件への回帰、2) 都市部シェアの向上、3) リフォーム構造改革、4) 販売事業期間の短縮、5) ファンド化の推進、の5つの戦略により、収益性のみならず、効率性も向上させ、企業価値の最大化を図る（5つの戦略の詳細は後述）。

売上高や利益の数値目標を提示しなかったことに加え、仕入戸数および販売戸数、売上総利益率の数値目標についても同社は提示しなかった。ただし、2023年11月期の不動産市況が続くことを前提とした場合の見通しは以下の通りであるとSR社は理解する。

- ▶ 仕入戸数・販売戸数：築古マンションのストックの増加率をやや上回る水準で拡大することを同社は目指す。仕入戸数については、2024年1月時点での中古マンションのストック数および物件の質を考慮すると、年間1,500～1,600戸（2023年11月期実績は1,410戸）の水準での仕入れが最適であると同社は考える。販売戸数については、主にオーナーチェンジ物件の販売を拡大し、年間50～100戸の増加を目安とする。
- ▶ 売上総利益率：空室購入物件の質の向上による利益率上昇、相対的に利益率の高いオーナーチェンジ購入物件の販売構成比の上昇に伴い、リノベーション事業（売買）の売上総利益率は上昇していく見通し。

同社の目指す姿、事業環境の認識

日本において築古マンションのストックが増加する中、同社は、物件取得者が限定されている築古マンションを購入し、リノベーションを施し、手頃な価格で住宅を供給することで、住宅の循環を促進させることを同社は目指す。

- ▶ 同社のありたい姿：中古マンション業界No.1
- ▶ 同社のMission：“作る”から“活かす”社会の実現へ

事業環境

人口・世帯：2040年にかけて、都市部における人口減少は緩やか、世帯数はおおむね横ばいで推移する見通し

中長期的に、日本においては、少子高齢化が進行し、人口および世帯数は減少傾向で推移する見通しである。国勢調査および国立社会保障・人口問題研究所にもとづく、2040年において、日本全国の人口は2020年比で12.3%減、世帯数は同8.9%減となる見通し。一方、同社の主要展開エリアのうち都市部（東京23区、横浜市、さいたま市、大阪市、神戸市、札幌市、仙台市、名古屋市、福岡市）では、2040年における人口は同3.7%の減少に留まり、世帯数は同0.5%の減少とおおむね横ばいで推移する見通し。同社は引き続き、底堅いマンション需要が継続することが見込まれる都市部での展開に注力する考えである。

同時に、シニア世帯、単身世帯、DINKs（子どもを持たない共働き世帯）の増加に伴い、ファミリー以外での住宅購入層が増加する見通しである。多様化するニーズに対し、同社は様々な商品ラインナップで応えていく考えである。

中古マンション市場：新築マンションの供給が減少する一方、築古マンションのストックが増加する見通し

中長期的に、日本においては、住宅の長寿命化により、築20年以上の中古マンションのストックが増加する見通しである。2024年頃から2043年頃までの20年間に、新築マンションの供給は約1.1百万戸に留まり、中古マンションのストックは約8.0百万戸（約1.2倍）となるが見込まれる。うち、築20年以上の中古マンションのストックは約6.9百万戸（約2.2倍）へと拡大する見通し（出所：新築マンション供給戸数の増減率および2023年3月時点のマンション建替の実施状況をもとに同社推計）。

築浅マンションに比べ、築古マンションは室内状況が悪く、そのままでは居住しにくい場合が多いため、消費者間の仲介取引での売買が成立しにくい。首都圏では、2022年において、築20年以内マンションにおいては、新規登録件数約57千件に対し、成約件数は約17千件であった。一方、築20年以上マンションにおいては、新規登録件数約110千件に対し、成約件数は約17千件と相対的に成約率が低く、リノベーションによる築古マンションの流通促進が課題となっている。

住宅の長寿命化（「200年住宅」）

2008年、「長期優良住宅の普及の促進に関する法律（長期優良住宅普及促進法）」が制定された。同法では「長期優良住宅」を認定するための手続き、基準などが定められている。

長期優良住宅は「200年住宅」ともいわれ、物理的に長寿命である（数世代にわたって居住可能である）だけでなく、ライフスタイルの変化などへの対応、住環境への配慮など、社会的に長寿命であることが求められる。長期優良住宅に認定されるためには、劣化対策、耐震性、維持管理・更新の容易さ、バリアフリー性などが一定の基準を満たす必要がある。また、認定長期優良住宅の普及のため、税制上の優遇、容積率の制限緩和、超長期住宅ローンなどの措置が講じられている。

事業戦略

上述の通り、事業戦略として、利益の源泉となるオーナーチェンジ物件の取得を通じた持続的・安定的な成長を図る。具体的には、以下の5つの戦略を通じて、収益性および効率性を向上させることで、企業価値の向上を図る。

オーナーチェンジ物件への回帰（収益性向上に寄与）

物件の仕入れにおいて、オーナーチェンジ物件の比率を引き上げる。仕入物件に対するオーナーチェンジ物件（戸数ベース）の比率は、2019年11月期（62%）から2023年11月期（48%）にかけて低下傾向が続いた。これに対し、オーナーチェンジ物件の比率を、2024年11月期は52%、2026年11月期は55%に引き上げることを計画する。オーナーチェンジ物件の売買強化による収益面への影響は以下の通り。

- ▶ リノベマンション事業（賃貸）：オーナーチェンジ物件、空室物件問わず、管理費や修繕積立金などの費用（売上原価）が発生するため、家賃収入が得られるオーナーチェンジ物件の比率が高くなることは、売上総利益率の上昇要因となる。
- ▶ リノベマンション事業（売買）：仕入れ時の競合については、オーナーチェンジ物件よりも空室物件の方が激しい傾向にある（オーナーチェンジ物件では、購入者が取得前に部屋の状態を確認できず、取得後すぐの売却もできないため、取得者が限られる）。このような仕入環境の違いは売買利益率の差につながっており、2023年11月期における売上総利益率は、オーナーチェンジ購入物件で18.0%、空室購入物件で7.6%であった。したがって、オーナーチェンジ物件の販売比率が高まり、セールスマックスが改善することは、売上総利益率の上昇要因となる。

オーナーチェンジ物件への回帰により、上述の通り、収益性は向上していく見通しであるが、仕入から販売までの期間が空室物件よりもオーナーチェンジ物件の方が長いことから、効率性は低下する見通し（空室物件では仕入から売却まで平均約1年である一方、オーナーチェンジ物件では平均3.5～4年かかる）。効率性の低下に対しては、後述の販売事業期間の短縮およびファンド化の推進により、補っていく考えである。

オーナーチェンジ物件の売上総利益率、仕入・販売戸数の見通し

- ▶ 売上総利益率：2023年11月期におけるオーナーチェンジ物件の売上総利益率は18.0%であったが、緩やかに低下もしくは維持する見通し。中計3年間に於いて、オーナーチェンジ物件では不動産市況が過熱感を帯びた時期（2021年11月期下期から2022年11月期にかけて）以降に購入した物件の販売が増加する見込みである。これにより、仕入価格と販売価格の差が縮小することが利益率の低下要因となる見通し。一方、後述の通り、都市部シェアの向上およびリフォーム構造改革といった収益性向上施策が利益率の上昇要因となる見通し。
- ▶ 仕入戸数・販売戸数：上述の通り、2024年11月期以降、同社はオーナーチェンジ物件の仕入れを強化する考えである。仕入戸数の増加に伴い、中期的にオーナーチェンジ物件の販売戸数が増加し、販売構成比が上昇していく見通し。

空室物件の売上総利益率、仕入・販売戸数の見通し

- ▶ 売上総利益率：2023年11月期における空室物件の売上総利益率は7.6%であったが、2026年11月期にかけて上昇していく見通し（約1%ポイントの上昇を目指す）。2024年11月期以降、仕入れにおいて物件の質の向上を図る。具体的には、各エリアの中心部、駅近の物件購入に注力し、中心部より離れた物件や駅から遠い物件の購入は抑制する。
- ▶ 仕入戸数・販売戸数：空室物件においては、上述の通り、物件の質の向上を優先し、仕入戸数は増加しない計画である。これに伴い、空室物件の販売戸数の増加ペースは過去5年間（2019年11月期から2023年11月期にかけて）よりも緩やかになる見通し。

都市部シェアの向上（収益性向上に寄与）

リソースの投下を、地方都市の物件ではなく、再び大都市圏の物件に振り向ける。これにより、同社の主要展開エリアうち都市部（東京23区、横浜市、さいたま市、大阪市、神戸市、札幌市、仙台市、名古屋市、福岡市）でのシェア拡大を図る。

郊外ではなく都市部中心で展開することで、相対的に高単価の物件（ただし高級マンションではない）を扱いつつも、販売戸数を確保することで、同業他社との差別化を図る考えである。全国展開をする中古マンション買取再販事業者において、主要同業他社の販売単価が18～26百万円程度であるのに対し、同社の販売単価は30～35百万円である。このような背景から、同社が扱う物件の主な購入者は世帯年収6～8百万円の層であり、上述のような同業他社の物件の購入者よりも世帯年収が高い層にあたる。したがって、同社が扱う物件においては、金利の上昇局面においても需要が底堅く、経済環境や不動産市況に大きく左右されずに安定的に収益を上げられる見通し。

リフォーム構造改革（収益性向上、効率性向上の双方に寄与）

2023年11月期において、1戸当たりリフォームコストは2020年11月期比で22%の上昇、商品化日数（鍵の受領から販売開始までの所要日数）は同11日長期化し約104日となった。リフォームコストは、外的要因として物価上昇や資材価格上昇に伴い建築費および人件費が上昇したことに加え、内的要因として物件の築年数の増加（リノベーションが必要な箇所増加）などにより、上昇した。商品化日数は、外的要因として職人などの人材確保難により工期が伸長したことに加え、内的要因として築古物件の取り扱いに伴うプランニング難易度の上昇、品質向上のための検査実施や正工事の増加により、長期化した。

これに対し、専門部署を設立し、抜本的な見直しを図ることで、QCD（質、費用、商品化日数）の最適化を目指す考えである。

販売事業期間の短縮（効率性向上に寄与）

平均販売日数（売却開始日から売却契約日までの所要日数）は、2022年11月期第1四半期から2023年11月期第1四半期にかけて109～125日で推移したが、2023年11月期第2四半期から第4四半期にかけては135～142日で推移した。不動産市況の過熱感がみられなくなったことに加え、郊外などの相対的に魅力度の低い物件を中心に、平均販売日数が長期化した。

このような状況に対して、収益性を維持しながら早期に販売を行う仕組みを構築することで、販売日数を1～1.5カ月程度短縮し、回転率の改善を図る。具体的には、過去の売却物件のデータ（販売価格、立地、物件のグレードなどの条件、販売チャンネル、販売日数など）に基づき、仕入物件の厳選や、販売日数と販売価格の組み合わせや販売チャンネルの最適化を推進する。

販売事業短縮による貸借対照表への影響として、退去後物件および空室購入物件の在庫圧縮効果を見込む。販売用不動産は、賃貸中物件および販売在庫（リノベーション工事中物件および販売中物件の合計）から構成されるが、それぞれの見通しは以下の通り。

- ▶ 賃貸中物件：2023年11月期末時点での残高は約68,300百万円であった。2024年11月期以降、オーナーチェンジ物件の仕入れを強化することで、引き続き、販売用不動産残高は拡大していく見通し。
- ▶ 販売在庫：2023年11月期末時点での残高は約18,200百万円であった。2024年11月期以降、上述の取り組みにより販売事業期間を短縮することで、販売戸数が増加する中でも、販売用不動産残高の拡大を抑制する考えである。販売用不動産残高は、販売事業期間を1.5カ月短縮すると約3,000百万円減少し、2カ月短縮すると約4,000百万円減少するとしている。

ファンド化の推進（効率性向上に寄与）

中計3年間で、多様なスキームおよび収益機会の獲得を検討し、事業育成を目指す。ファンド化の利点について、同社は以下のように考える。

- ▶ ファンドタイプ・償還期間を自由に設計できる。同社がこれまで蓄積してきたデータを活用することで、退去確率、デフォルト率、期限前返済率などを推計できる。
- ▶ 幅広い投資家ニーズへ対応できる。不動産関連以外の企業からも出資を受け入れる考えである。
- ▶ 対象不動産を分散できる。同社保有の区分マンション以外の不動産もファンド化の対象とすることで、より分散を図る考えである。
- ▶ 収益獲得機会を拡大できる。同社のアセットを活用することで、総合的な収益拡大を図る考えである。

財務戦略・キャピタルアロケーションポリシー

財務戦略として、活用キャッシュを最大化し、規律ある成長投資と株主還元を実現する。

キャピタルアロケーションに関して、同社は以下の5つの基本ポリシーを明示した。

- ▶ 1) ROE向上、WACCの適正水準維持により、企業価値の最大化を目指す。
- ▶ 2) 自己資本比率を注視しつつ、低コストでの借入を図る。自己資本比率は25.0%以上を目安とする。

- ▶ 3) 新たな価値を創造するため、成長投資を優先する。
- ▶ 4) 成長投資後の余剰資金について、安定配当および増配を継続する。
- ▶ 5) PBR1.0倍割れなど割安と当社が判断した場合、機動的に自己株式の取得を行い、総還元性向40%およびEPSの成長率として5.0%以上を目指す。

参考：2022年11月期通期決算発表時に示した中長期見通し

以下は、2022年11月期通期決算発表時（2023年1月）に当社が示した中長期見通しにもとづく記述である。直近で当社が示した見通しや事業戦略は、上述の「中期経営計画『Find the Value 2026』」に記載した通りだが、参考のため、以下の記述を残しておく。

2023年1月、当社は市況が不透明であるとして、中期経営計画は策定しないとした。ただし、2018年1月に策定した「5ヵ年経営計画」（2021年1月に計数計画取り下げを発表）の定性目標および基本方針を踏襲し、中期的に事業規模の拡大を目指すとした。このほか、リノベーション事業（売買）における売上総利益率や、仕入・販売戸数、資本効率（ROE）の見通しについて提示した。

- ▶ リノベーション事業（売買）の売上総利益率は、2023年11月期は13.8%（前期比2.0%ポイント低下）となることを見込む。過去5年間の推移としては、2018年11月期（13.5%）から2020年11月期（10.2%）にかけて低下したが、2021年11月期は14.1%、2022年11月期は15.8%と上昇した。これは、不動産取引価格が、2021年以降一貫して上昇基調にあったためである。ただし、2023年11月期は、上昇基調にあった不動産取引価格が調整局面を迎える可能性が高いと当社は考える。売上総利益率は中期的には低下基調で推移するものの、リーマンショック時に10～11%、新型コロナウイルス感染症拡大初期の2020年11月期に10.2%であったことを踏まえ、12～13%で底を迎えることを当社は見込む。
- ▶ 売上総利益率の低下幅は、2023年11月期においては、空室物件よりもオーナーチェンジ物件で小さくなる見込みである。オーナーチェンジ物件は空室物件よりも仕入れから売却までの期間が長い。したがって、価格上昇局面から調整局面へと差し掛かる段階では、空室物件よりもオーナーチェンジ物件で、価格が低いときに購入して利益の大きい物件の比率が高くなり、売上総利益率は遅れて低下する傾向にある。
- ▶ 仕入戸数は、2025年11月期に1,800戸以上（2022年11月期は1,640戸）とすることを見込む。市況をみながら、1,800戸を超えて仕入れを行うとしている。購入戦略としては、オーナーチェンジ物件を主軸とし、空室物件の購入比率が50%を超えない範囲で空室物件を購入する方針を継続する。
- ▶ 販売戸数は、2023年11月期に1,318戸（前期比5.5%減）となるが、2024年11月期に2022年11月期の水準に回復し、2025年11月期はさらに増加することを見込む。空室物件の販売は2025年11月期にかけて増加基調で推移することに対し、オーナーチェンジ物件の販売は2023年11月期に減少し、2025年11月期にかけて再び増加基調で推移することを見込む。オーナーチェンジ物件の販売は、2022年11月期に法人向け販売でまとまった量の物件を販売したことの反動減となる見通しである。
- ▶ ROEは、2022年11月期の水準を維持するとした。純利益率は、上述の通りリノベーション事業（売買）で売上総利益率が中期的に低下基調で推移することなどにより、低下することを見込む。一方、総資産回転率は、空室物件の購入を活用して在庫回転率を向上することで、上昇することを見込む。財務レバレッジは維持する方針である。

2018年11月期から2022年11月期の振り返り

5ヵ年計画「Challenge 2022」の策定から計数計画取り下げまでの経緯

当社は、2018年1月、リノベーションマンション業界のリーディングカンパニーとして未来に亘り業界をリードし、顧客への価値を生み続ける存在であることを目指し、5ヵ年経営計画「Challenge 2022」を策定した。同計画では、リノベーション事業、インバーストメント事業、アドバイザー事業の3事業の拡大により、2022年11月期において売上高で50,000百万円、営業利益で8,500百万円を目指すとしていた。2018年11月期から2020年11月期の前半にかけて、積極的な物件購入および販売が奏功し、売上高、利益および販売用不動産残高は、概ね計画通り推移した。

2020年3月以降は、新型コロナウイルス感染症拡大を受け、今後起こりうる事業環境の変化へ備えることを最重要課題とした。自己資本比率や手元現預金残高の維持・向上の観点から、リノベーション事業について、2020年11月期および2021年11月期において、物件購入による販売用不動産残高の積上げよりも購入・販売戸数のバランスを重視する

方針とした。また、インベストメント事業における投資計画の一部を見直し、2022年11月期において、収益不動産の売却は投資計画へ織り込まないこととした。

2021年1月、各地で緊急事態宣言が再発令されるなど、事業環境が不透明となる中、計数計画の達成時期の予測や2022年11月期の計数目標の合理的な見積もりが困難であると判断し、2022年11月期の計数計画を取り下げた。

2018年11月期から2022年11月期までの振り返り

2018年11月期から2022年11月期までの5カ年を振り返ると、2022年11月期の売上高は48,212百万円（2017年11月期比での年平均成長率15.9%）、営業利益6,098百万円（同11.3%）、経常利益5,419百万円（同12.7%）、販売用不動産残高83,138百万円（2017年11月期末は44,408百万円）となった。2022年11月期実績は、2018年1月に掲げた2022年11月期計画には及ばなかったものの、売上高、利益、販売用不動産は2017年11月期比で約1.7~2.1倍まで拡大した。

資本効率としては、ROEは、2017年11月期は14.1%であり、2020年11月期にかけて9.1%まで低下したが、2022年11月期は17.5%まで上昇した。純利益率は低下したものの、総資産回転率および財務レバレッジが上昇した。

- ▶ 相対的に利益率の高いインベストメント事業で2019年11月期に有形固定資産の売却を完了したことで、2017年11月期に9.0%だった純利益率は、2020年11月期に4.4%低下した。上述の通り、不動産取引価格が2021年以降一貫して上昇基調にあり、リノベマンション事業（売買）で売上総利益率が上昇したことを背景に、2022年11月期は7.7%に上昇した。
- ▶ 従前のオーナーチェンジ物件の購入を進めつつも、事業期間の短い空室購入物件の比率を高めることにより、2017年11月期に0.43だった総資産回転率は、2022年11月期に0.56となった。
- ▶ 有利子負債の活用により、2017年11月期に3.63だった財務レバレッジは、2022年11月期に4.04となった。

事業ポートフォリオとしては、インベストメント事業で、2015年11月期以降進めてきた有形固定資産の売却を、2019年11月期に完了した。同社は、売却によって得たキャッシュを主力のリノベマンション事業の拡大（詳細は後述）に向けて再投資するとともに、アドバイザー事業（仲介業務・賃貸管理業務）の拡大に振り向けた。その結果、2022年11月期の事業別の売上高は、リノベマンション事業で47,449百万円（2017年11月期比での年平均成長率21.6%）、アドバイザー事業で763百万円（同11.7%）、インベストメント事業は売上計なし（2017年11月期は4,767百万円）となった。売上総利益は、リノベマンション事業で9,210百万円（2017年11月期比での年平均成長率17.3%）、アドバイザー事業で540百万円（同13.2%）となった。

（参考）5カ年経営計画「Challenge 2022」における2022年11月期の計数計画と実績

5カ年経営計画	計数計画（連結）	17年11月期	22年11月期	22年11月期
(百万円)		実績	計画	実績
売上高		23,075	50,000	48,212
年平均成長率			16.7%	15.9%
営業利益		3,575	8,500	6,098
年平均成長率			18.9%	11.3%
経常利益		2,982	7,500	5,419
年平均成長率			20.3%	12.7%
販売用不動産（リノベマンション事業）残高		44,808	100,000	83,138

出所：会社データよりSR社作成

リノベマンション事業

主力のリノベマンション事業では、営業エリアの拡大、空室購入物件の購入を進めることで、売買戸数が増加した。仕入戸数は、2017年11月期に約800戸であったが、2022年11月期は1,640戸まで増加した。販売戸数は、2017年11月期に約600戸であったが、2022年11月期は1,395戸まで拡大した。これらの結果、賃貸・売買ともに売上高・売上総利益が増加し、2022年11月期の売上総利益は、賃貸で2,397百万円（2017年11月期比での年平均成長率5.1%）、売買で6,866百万円（同24.0%）となった。上述の通り、販売用不動産残高は83,138百万円（同13.2%）となり、販売用不動産残高に対する含み益（＝保有物件の時価総額－販売用不動産残高－想定販売コスト）は25,400百万円（同15.6%）へと拡大した。

地方都市への支店展開を推進した結果、保有物件のポートフォリオ分散が実現した。地域別残高構成は、2017年11月期末時点では首都圏85.3%、関西圏10.6%、その他（福岡県、愛知県、北海道、宮城県など）4.1%であったが、2022年11月期末時点では首都圏58.5%、関西圏23.1%、その他18.4%となった。

事業内容

ビジネスの概要

事業概要

スター・マイカ・ホールディングス株式会社（以下、同社）は、中古マンションを1戸単位で取得し、入居者がいる間は賃貸収入を得て、入居者退去後にリノベーションを施して売却することで収益を獲得するビジネスを展開する。同社は、中古マンションの販売額において、業界トップである（同社推定）。同社は、居住の実需がある住居用不動産を扱い、仕入価格と販売価格の差に注目して収益を獲得するため、不動産市況の変化の影響を業界の中で相対的に受けにくく、確実に利益を獲得できる。2023年11月期末時点での販売用不動産は86,584百万円（過去5年間CAGRは9.0%）、販売用不動産の含み益（＝保有物件の時価総額－販売用不動産残高－想定販売コスト）は約25,800百万円（同12.5%）であった（保有物件の時価総額は、外部鑑定結果に基づく）。

中古マンションを1戸単位で取得することは、マンション1棟単位の取得と比較して、不動産業者にとっては業務効率が悪く、事務作業が煩雑になるが、他社との物件の獲得競争が起こりにくい。特に、同社の仕入れの約半数（戸数ベース）を占める賃貸中の物件（オーナーチェンジ物件）では、購入者が取得前に部屋の状態を確認できず、取得後すぐの売却もできないため、取得者が限られる。この点は、同社が割安な価格でマンションを取得できる要素となっている。さらに、同社は1戸単位の中古マンション取得によって、様々な地域・築年数の中古マンションを保有している。その結果、それぞれの個別物件で生じるリスク（事故・自然災害、価格変動、退去期間など）を分散できる。

同社によれば、中古マンション取得時の価格査定および決断の迅速さ、資金調達力、過去の取引実績などから、不動産仲介業者などが持つ中古マンションの売却物件情報が、同社に集まりやすくなっている。上述の特徴に加えて、この独自の情報網も、同社の物件取得における差別化要素になっているという。膨大な査定件数、取引件数をミスなく迅速に行う社内の業務遂行体制、取得物件を特定しない短期資金の調達力も同社は差別化要素としてあげている。

賃貸中の中古マンション（オーナーチェンジ物件）は、購入者が取得前に部屋の状態を確認できず、取得後すぐに売却することもできない。そのため、取得者が限られ、空室の中古マンションと比較して割安な価格で取引される傾向がある。同社はあえて賃貸中の中古マンションを1戸単位で取得し、入居者がいる間は賃料収入（ストック収入）を得て、入居者退去後はリノベーション（外注）を施して売却することで、確実に売却益（フロー収入）を獲得する。仕入れから売却までの期間は平均3.5～4年である。不動産市場の市況変化の影響により多少の変動はあるが、同社が仕入れ時に想定する売上総利益率は14～16%であるとしている。

売買回転率の向上や、首都圏のみならず地方都市への展開を進めるにあたり、同社は空室の中古マンション（空室物件）の仕入れ・販売を強化してきた。空室物件の活用は回転率の向上や事業規模拡大に寄与する一方、家賃収入は発生しないが管理費が発生することに加え、オーナーチェンジ物件と比較して仕入れ時の競合が激しく、オーナーチェンジ物件よりも空室物件の方が相対的に利益率が低い。したがって、同社は空室物件の比率が50%を超えない範囲で、空室物件の仕入れを行う方針としている。同社が仕入れ時に想定する売上総利益率は8～10%であるとしている。

主要事業

同社の事業セグメントは、リノベーション事業（2023年11月期における売上高構成比98.5%、売上総利益構成比94.3%）、インベストメント事業（同0.0%、売上総損失計上）、アドバイザー事業（同1.5%、同5.8%）の3つである。主力のリノベマンション事業は、リノベマンション事業（賃貸）（同8.6%、同27.7%）およびリノベマンション事業（売買）（同90.0%、同68.9%）から構成される。

事業セグメント	事業の内容
リノベマンション事業	中古マンションの販売および賃貸
インベストメント事業	リノベマンション事業を除く不動産販売および賃貸
アドバイザー事業	不動産仲介、賃貸管理、投資助言

出所：会社資料よりSR社作成

事業セグメント別 売上高・売上総利益の推移

(百万円)	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	22年11月期	23年11月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
売上高	13,901	19,333	20,974	23,075	30,282	32,164	39,568	36,897	48,212	48,878
前年比	2.6%	39.1%	8.5%	10.0%	31.2%	6.2%	23.0%	-6.8%	30.7%	1.4%
リノベマンション事業	12,253	15,497	16,983	17,869	22,143	28,861	38,858	36,006	47,449	48,155
前年比	-1.3%	26.5%	9.6%	5.2%	23.9%	30.3%	34.6%	-7.3%	31.8%	1.5%
売上高構成比	88.1%	80.2%	81.0%	77.4%	73.1%	89.7%	98.2%	97.6%	98.4%	98.5%
インベストメント事業	1,200	3,420	3,547	4,767	7,435	2,412	-	20	-	6
前年比	57.3%	185.0%	3.7%	34.4%	56.0%	-67.6%	-	-	-	-
売上高構成比	8.6%	17.7%	16.9%	20.7%	24.6%	7.5%	-	0.1%	0.0%	0.0%
アドバイザリー事業	448	416	444	440	704	891	710	871	763	716
前年比	21.2%	-7.2%	6.7%	-1.0%	60.0%	26.6%	-20.3%	22.7%	-12.4%	-6.1%
売上高構成比	3.2%	2.2%	2.1%	1.9%	2.3%	2.8%	1.8%	2.4%	1.6%	1.5%
売上総利益	3,531	4,600	5,520	6,160	6,924	6,297	5,971	7,451	9,760	8,422
前年比	9.0%	30.3%	20.0%	11.6%	12.4%	-9.0%	-5.2%	24.8%	31.0%	-13.7%
売上総利益率	25.4%	23.8%	26.3%	26.7%	22.9%	19.6%	15.1%	20.2%	20.2%	17.2%
リノベマンション事業	2,930	3,620	3,850	4,150	4,570	5,300	5,560	6,860	9,210	7,940
前年比	6.0%	23.5%	6.4%	7.8%	10.1%	16.0%	4.9%	23.4%	34.3%	-13.8%
売上総利益率	23.9%	23.4%	22.7%	23.2%	20.6%	18.4%	14.3%	19.1%	19.4%	16.5%
売上総利益構成比	83.0%	78.7%	69.8%	67.4%	66.0%	84.2%	93.1%	92.1%	94.4%	94.3%
インベストメント事業	240	660	1,330	1,710	2,050	550	-	10	-	-10
アドバイザリー事業	350	300	320	290	290	430	400	560	540	490
売上総利益構成比	9.9%	6.5%	5.8%	4.7%	4.2%	6.8%	6.7%	7.5%	5.5%	5.8%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

リノベマンション事業

リノベマンション事業のビジネスモデル

同事業において、同社は、中古マンションを1戸単位で取得し、入居者がいる間は賃貸収入を得て、入居者退去後にリノベーションを施して売却することで収益を獲得する。同社は、居住の実需がある住居用不動産を扱い、仕入価格と販売価格の差に注目して収益を獲得する。取得物件の選別に関しては、売却のしやすさを考慮し、流動性・利便性を特に重視する。同社は不動産仲介会社から毎月3,000戸以上の物件情報を得るが、物件の精査を経て実際に購入する物件数は約120戸であるという。

同社は、物件の取得時に賃貸中の物件（以下、オーナーチェンジ物件）を扱っており、オーナーチェンジ物件が同社の利益の源泉である。オーナーチェンジ物件では、購入者が取得前に部屋の状態を確認できず、取得後すぐの売却もできないため、取得者が限られる。したがって、オーナーチェンジ物件は空室物件よりも取得価格が低い傾向にあり、物件売買時の利益率が相対的に高い。これに加え、オーナーチェンジ物件では、入居者がいる間は、賃貸収入も得られる。2023年11月期において、仕入戸数の約48%、販売戸数の約40%をオーナーチェンジ物件が占めた。

2023年11月期における仕入戸数は1,410戸、販売戸数は1,270戸、2023年11月期末時点での保有戸数は3,938戸（過去5年間CAGRは7.7%）であった。

物件の仕入れから売却までの流れ

物件の仕入れから売却までの流れは、以下の通り。

- ▶ 仕入：同社が、不動産仲介業者などを通して、中古マンションを1戸単位で購入する（2022年11月期および2023年11月期における売主の年齢の中央値は62歳）。主な取り扱い物件はファミリー向け中古マンションであり、築年数は20～40年（2023年11月期末時点の平均築年数は32.0年）、専有面積は65㎡程度である（同平均専有面積は67.4㎡）。同社の主要展開エリアのうち都市部（東京23区、横浜市、さいたま市、大阪市、神戸市、札幌市、仙台市、名古屋市、福岡市）の物件を主な対象とする。平均購入価格は、2023年11月期において、20百万円台であるとSR社は理解する。
- ▶ 保有：オーナーチェンジ物件の場合、取得時の入居者が退去するまで、同社が保有する。入居者の賃貸期間中は、同社が家賃収入を得る。その際、物件取得前の賃貸借契約を引き継ぐ。2023年11月期の同社販売実績に基づく標準的な家賃は、首都圏で月額126千円、関西圏で117千円、地方都市で107千円であった。
- ▶ 改装（リノベーション）：同社は、入居者退去後、当該マンションに改装を施す。全室の壁紙およびフローリングの張替え、ドアの交換、浴室、洗面所、トイレなどの水回り設備の交換などの細部にまで及ぶ。リノベーションの作業は全国の主要都市にある提携施工業者が行う。同社によれば、同社のリノベーションの施工件数は日本一であり、これを背景に施工業者との協力関係が構築できているという。これによって、同社は、同業他社と比較高い品質のリノベーションを相対的に安く施すことが可能であるとしている。リノベーション費用は、2023年11月期において、5百万円程度とSR社は理解する。

- ▶ 売却：リノベーション実施後に空室マンションとして、不動産仲介業者を通じて、主に個人向けに売却する（2022年11月期および2023年11月期における買主の年齢の中央値は44歳）。平均販売価格は、2023年11月期において、30～35万円程度とSR社は理解する。

リノベーションの例

リノベーション前



リノベーション後



出所：同社資料

平均物件データの推移

平均物件データ	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	22年11月期	23年11月期
保有物件数（戸）					2,719	3,384	3,328	3,553	3,798	3,938
前年比					-	24.5%	-1.7%	6.8%	6.9%	3.7%
購入物件数						1,551	1,180	1,325	1,640	1,410
販売物件数						886	1,236	1,100	1,395	1,270
平均専有面積（㎡）	62.0	62.8	64.0	65.1	65.8	66.8	66.7	66.7	67.1	67.4
平均築年数（年）	23.2	23.5	25.0	26.2	27.9	28.9	29.8	30.3	31.0	32.0
平均購入価格（千円）	18,969	19,378	20,049	20,313	19,902	19,544	19,401	20,168	21,094	
前年比	0.8%	2.2%	3.5%	1.3%	-2.0%	-1.8%	-0.7%	4.0%	4.6%	

出所：同社資料よりSR社作成

*2023年11月期の平均購入価格について、同社資料では開示がなかった

中古マンションの残高構成比（地域別、築年時期別）

当社が保有する中古マンションの地域別残高構成は、東京都の物件が36.3%を占める。うち都心5区（渋谷区、新宿区、中央区、千代田区、港区）以外で約70%を占めるとみられる。このほか、東京都以外の首都圏（神奈川県、埼玉県、千葉県）の構成比は22.2%、関西圏（大阪府、兵庫県、京都府、広島県など）23.1%と分散している。

同社保有物件の地域別残高構成の推移に関して、2014年1月に大阪支店の業務を開始したことで、関西圏の構成比は、2014年11月期から2023年11月期にかけて上昇傾向となった。2016年6月にさいたま支店を開設したことで、2017年11月期に埼玉県の構成比が上昇した。2017年8月から2018年7月にかけて、福岡・名古屋・仙台・札幌に営業所を開設したことで、2018年11月期以降、その他（福岡県、愛知県、北海道、宮城県など）の構成比が上昇傾向にある。

地方都市への展開を進めた結果として、2014年11月期から2023年11月期にかけて、東京都の物件の構成比は低下傾向となった。

保有物件の地域別残高構成の推移

地域別残高構成	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	22年11月期	23年11月期
首都圏	93.8%	89.4%	87.4%	85.3%	77.8%	70.2%	65.0%	62.4%	58.5%	36.3%
東京都	67.9%	64.4%	62.0%	58.6%	51.4%	44.2%	41.2%	39.1%	37.0%	36.3%
東京都（都心5区）	13.7%	12.8%	12.6%	10.3%	8.5%	6.8%	6.7%	7.5%	6.8%	
東京都（都心5区除く区内）	40.1%	38.7%	39.7%	38.8%	35.9%	31.7%	29.7%	27.3%	26.5%	
東京都（区外）	14.1%	12.9%	9.7%	9.5%	7.0%	5.7%	4.8%	4.3%	3.7%	
他首都圏	25.9%	25.0%	25.4%	26.7%	26.4%	26.0%	23.8%	23.3%	21.5%	22.2%
神奈川県	17.5%	18.5%	17.6%	17.0%	17.2%	16.9%	14.7%	14.1%	12.3%	
埼玉県	2.5%	2.6%	4.3%	6.1%	6.1%	6.2%	6.2%	6.6%	6.8%	
千葉県	5.9%	3.9%	3.5%	3.6%	3.1%	2.9%	2.9%	2.6%	2.4%	
関西圏	3.1%	7.3%	9.2%	10.6%	14.7%	18.2%	21.1%	20.4%	23.1%	22.4%
その他	3.1%	3.3%	3.4%	4.1%	7.6%	11.7%	13.9%	17.2%	18.4%	19.2%

出所：同社資料よりSR社作成

*関西圏は、大阪府、兵庫県、京都府、広島県など。その他は、福岡県、愛知県、北海道、宮城県など

*地域別残高構成は、各期末時点の購入価格比による

保有物件の築年時期別構成の推移

築年時期別残高構成	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	22年11月期	23年11月期
1998年以降	30.7%	34.3%	33.2%	34.2%	31.6%	31.7%	31.6%	35.1%	37.0%	35.6%
2008年以降								8.3%	9.2%	13.5%
1998～2007年								26.8%	27.8%	22.1%
1989年～1997年	38.8%	35.7%	34.1%	30.5%	29.9%	30.2%	30.4%	29.1%	27.5%	28.2%
1981年～1988年	21.8%	21.2%	22.0%	22.8%	24.0%	23.6%	22.8%	21.6%	21.7%	27.4%
1980年以前	8.7%	8.7%	10.8%	12.6%	14.4%	14.5%	15.2%	14.2%	13.7%	8.8%

出所：同社資料よりSR社作成

*築年時期別残高構成は、各期末時点の購入価格比による

賃貸中の中古マンションと空室の中古マンションとの価格差

同社が中古マンションの売却利益を得るうえでの重要な要素として、「賃貸中」の中古マンションと「空室」の中古マンションの価格差があげられる。「賃貸中」の物件は「空室」の物件よりも30%程度低価格で取引されるのが一般的であるという。同社によれば、当該価格差が生じる理由は、賃貸中の中古マンションがもつ以下の特長による。

- ▶ 流動性の制約：居住目的でなく投資目的であるため、買い手が限定される。
- ▶ 投資回収期間の不確実性：入居者が退去するまでは売却することができない。借地借家法のもとでは賃貸人からの解除は事実上できないため、入居者が退去までの期間は長期化する可能性もある。
- ▶ コストの不確実性：入居者がいるためにマンション購入前に内覧ができず、室内の状態を把握できない。よって、退去後のリフォーム費用がどの程度必要かなどの予測が困難である。

賃貸中の中古マンションの取引では、物件毎に流動性と不確実性が大きく異なる。そのため、投資者の投資物件数が少ない場合、各物件の個別要因が保有物件全体の価値および収益に大きな影響を及ぼす。同社では2023年11月末時点で3,938戸（過去5年間CAGRは7.7%）を保有することから、分散投資効果により個別物件のリスクを低減させることができている。

価格変動リスクに関して、投資目的のワンルームマンション、新築のファミリー向け分譲マンション、都心の高額マンションなどは、不動産市況などの影響で物件価格が大きく変動する傾向がある。それに対し、同社の主要投資対象であるファミリー向け中古マンションは、価格変動幅が小さいという特徴がある。

同社によれば、ファミリー向け中古マンションの価格は、賃貸住宅居住者の実需（居住目的での住替え購入意欲）に支えられ、下方硬直的であるという。ファミリー向け中古マンションでは、物件の価格が下落した場合、当該物件を購入する際の住宅ローン返済月額が下落し、同等の賃貸マンションにおいて入居者が支払っている賃料との差が縮小する。その結果、賃貸マンション居住者が中古マンションを購入する意欲を持つようになり、ファミリー向け中古マンションの価格は、住宅ローンの返済月額が同等のマンションの賃料を大きく下回らない水準に下支えされる。

2023年11月期実績にもとづく、同社が販売する中古マンションを賃貸する場合の月額賃料は、首都圏で126千円、関西圏で117千円、地方都市で107千円である。一方、住宅ローンにより取得する場合（借入金額30,000千円、35年元利均等返済、金利0.5%の月々のローン）の返済額は、それぞれ104千円、86千円、73千円と試算されるという。2023年11月現在、入居者にとって、マンションを賃貸するより、中古マンションを住宅ローンにより購入する方が、月々の住居に関する支出額は低くなっている。

中古マンションの平均販売価格、ローン返済額と賃貸マンションの標準家賃の推移

	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
平均販売価格（千円）	27,302	30,770	30,400	29,980	31,830	30,770	30,710	29,470	30,000	30,000
前年比	4.6%	12.7%	-1.2%	-1.4%	6.2%	-3.3%	-0.2%	-4.0%	1.8%	0.0%
平均専有面積（㎡）	63.9	70.8	67.3	67.7	67.5	66.1	67.5	68.3	71.5	68.5
標準的な家賃（千円）	152	152	148	145	143	137	133	123	121	125
前年比	3.4%	0.0%	-2.6%	-2.0%	-1.4%	-4.2%	-2.9%	-7.5%	-1.6%	3.3%
月々のローン返済額（千円）	90	85	85	85	85	84	84	81	84	84
前年比	0.0%	-5.6%	0.0%	0.0%	0.0%	-1.2%	0.0%	-3.6%	3.7%	0.0%

出所：同社資料よりSR社作成

*「標準的な家賃」は、首都圏の数値

*2022年11月期以降、上記データに関する同社の開示はない

販売物件の価格帯別構成比推移

	19年11月期	20年11月期	21年11月期	22年11月期
40百万円以上	15.3%	16.9%	16.3%	21.9%
30～40百万円	25.7%	26.2%	25.3%	28.5%
20～30百万円	37.8%	35.7%	36.1%	29.5%
～20百万円	21.2%	21.1%	22.3%	20.1%

出所：同社資料よりSR社作成

*構成比は戸数ベース

*2023年11月期において、上記データに関する同社の開示はなかった

差別化要素

同社では価格査定および決断の迅速さ、資金調達力、過去の取引実績などから、不動産仲介業者などが持つ中古マンションの売却物件情報が集まりやすくなっており、それが中古マンションの取得における差別化要素になっているという。

価格査定に関して、同社では過去に取引した中古マンションに加え、取得を検討したマンションの詳細な情報を蓄積し、独自のデータベースとしている。同社では、そのデータベースを活用し、取引事例比較法（近隣のマンションなどの取引相場や売出事例から価格を算出する方法）により、適正かつ迅速に価格査定ができる体制が整っているという。

中古マンション取得における迅速な決断の重要性に関して、不動産仲介業者は、物件の売却者と購入者の双方から仲介手数料を受け取る「両手仲介」を成立させることによって収益を最大化できる。そのため、物件情報はできる限り自社で抱える傾向がある。一方、宅地建物取引業法では、物件売却の仲介を依頼された不動産仲介業者は媒介契約締結の翌日から5日以内に指定流通機構（REINS、不動産流通標準情報システム）へ登録し、他の不動産仲介業者と情報を共有することを義務付けている。SR社の理解では、不動産仲介業者は、登録義務発生以前に取引を成立させれば、他の不動産仲介業者に物件情報を知らせずに、「両手仲介」を成立させることできる。そのため、不動産仲介業者にとって、購入者が迅速に決断することは重要な要素となり、そのような購入者は良い物件情報を最初に取得できる。

資金調達力も不動産仲介業者が安心して同社に物件を紹介できる理由となっており、その結果、同社に最初に情報が入る仕組みとなっている。

参入障壁

SR社では、実績と統計に基づく分散投資、中古マンションを大量に購入できる資金力、1戸単位で中古マンションを取得する業務の煩雑さ、中古マンションの改装方法などに同社のノウハウが蓄積されていることが、新規事業者の参入障壁になっていると理解している。

個々の賃貸中の中古マンションは、入居者の退去時期が不明瞭であり、売却収益を実現可能な時期は予測できない。また、入居中であるため、物件取得前の内覧ができず、事前に欠陥の有無を把握できない。このように流動性と部屋の状態に不確実性があるため、マンション取得希望者でも、賃貸中の中古マンションは取得実績がない場合には手を出しにくい。また、中古マンションを少数単位で取得した場合には、個別物件の良し悪しの影響を受けやすくなる。同社では、賃貸中の中古マンションを大量に取得した場合、個々のばらつきが、全体としては統計的な平均値に収束し、一定の収益を確保できるという実績を持っている。その結果、賃貸中の中古マンションの売買を、再現可能な事業として確立させている。

商品・サービスのラインナップ

同社ではリノベーションによる中古マンションの価値の向上を目指している。消費者の多様化するニーズに対応するために女性目線のリノベーション、リユース家具付きリノベーションなどを提供している。また、2017年6月に、顧客が自分でリノベーションプランを選択するセルフリノベーションサービス「じぶんReno」の提供を開始した。

女性目線、リユース家具付きリノベーション

女性目線のリノベーションでは、社内に女性社員を中心とした商品企画組織「しあわせリノベ研究所」を発足させ、女性目線で暮らしやすさを追求し、収納や動線にこだわった商品を提供している。

しあわせリノベ研究所によるリノベーションの具体例



✔ 豊富な収納スペース ✔ 玄関→キッチンへの動線

✔ 掃除のしやすいシンク ✔ パントリー（キッチン収納）



出所：同社資料

セルフリノベーションサービス「じぶんReno」

同社は2017年6月に、顧客が自分でリノベーションプランを選択するセルフリノベーションサービス「じぶんReno」の提供を開始した。「じぶんReno」は、中古マンションを買って、自分の思いどおりにリノベーションをしたい顧客に、物件の紹介、定額リノベーションプラン、VR体験、コンシェルジュサービスをまとめて提供する。SR社では、「じぶんReno」は、同社の商品ラインナップの拡充につながると理解している。

具体的なサービスの内容は以下の通りである。

- ▶ 未公開物件紹介サービス：同社は、マンション在庫から、タイムリーにリノベーションに適した物件、退去して間もない物件の紹介が可能である。
- ▶ 定額制リノベーションプラン/VR体験サービス：間取りや設備などを定額でリノベーションプランを作成することができ、完成後の間取りや内装カラーイメージなどを、設計図面をもとに作成したVRで体験することができる。
- ▶ コンシェルジュサービス：物件購入の際に必要な作業（ローン、保険、引っ越し）を同社の専任担当者がサポートする。

その他取り組み

「マンションリースバック」の提供

2017年12月、販売用不動産の積み上げの施策として「マンションリースバック（2021年に「あんしんリースバック」から名称変更）」の提供を開始した。同社は原則として賃貸中のマンションを購入するが、同商品では、所有者が自宅として居住しているマンションを購入する。所有者は、売却後は賃料を同社に支払うことで居住し続けることが可能であるほか、自宅を売却し、資金化することができ、相続、資産整理、事業資金確保などの資金ニーズに対応できるという。2022年7月時点で、累計契約件数は300件に達した。

借上げ保証サービス「レントクリップ」の提供

2018年1月、販売強化のための施策として、中古マンションに借上げ保証を付保する「レントクリップ」の提供を開始した。同商品では、同社の顧客が中古マンション購入時に、将来の借上げ保証を行使できるオプションを付加する。中古マンション購入者が手数料を支払い「レントクリップ」の申込を行うことで、購入直後に限らず保証期間内であれば、購入時に決定する保証賃料で同社が対象マンションの借上げを行う。中古マンション購入者の転勤や家族構成の変化など、住替えの可能性がある場合でも、マンションの購入を検討可能になるという。

株式会社ツクルバ（東証GRT 2978）との共同事業「SELEC」

2019年12月、同社子会社であるスター・マイカ株式会社およびスター・マイカ・レジデンス株式会社は、ツクルバとの間で、リノベマンション販売事業に関する業務提携契約を締結した。2020年5月、ツクルバ社の日本最大級リノベ物件特化メディア「cowcamo（カウカモ）」を通じて、購入者がリノベーションのデザインパターンを選択できる「SELEC」の提供を開始した。「SELEC」掲載物件では売り出しから契約までの期間が平均約2カ月であり、東京都における中古マンション平均売却期間に対して約半分に短縮した。2021年5月、同社およびツクルバ社は「SELEC」において年間50戸前後の販売を目指すとした。

スター・マイカ・ホールディングス 2975

ツクルバ社は、会員登録ユーザー数300千人超（2021年10月時点）のcowcamoユーザーの市場データを活用し、消費者の嗜好性を踏まえたデザインパターンを開発する。購入検討者は当社が所有するリノベーション前の売却対象物件に対して、複数のデザインパターンから好みのリノベーションを選択することができる。中長期的には販売の仕組みを外部業者に開放し、不動産業界でのリノベーションマンションの流通促進を図ることも検討する。

コネヒト株式会社（KDDI株式会社（東証PRM 9433）の連結子会社）との取り組み

2019年1月、同社は、女性向け情報アプリ「ママリ」を提供しているコネヒト株式会社と、住まいコミュニティの共同開発・サービス提供について基本合意した。「ママリ」は、妊娠中から2歳0カ月の子供を持つ女性向け情報アプリで、2020年1月時点において、2018年に出産をした女性の3人に1人が使用しているという。同社は、住宅一次取得タイミングに合致する妊娠、出産、子育て期のユーザーを有するコネヒトとの協業により、住宅購入への悩みや不安を解消し、住宅の購入にあたってのリノベーションマンションという選択肢の普及を目指す。コネヒトとの協業では、ママリのアプリ内に「住まい」カテゴリーを新設し、住まい、リノベーションに関するユーザーの悩みや疑問に当社が専門家の立場として回答する。

リノベマンション事業の売上高および売上総利益の内訳

同社はリノベマンション事業の売上高と売上総利益について、リノベマンション事業（賃貸）とリノベマンション事業（売買）に分けた数値を公表している。

リノベマンション事業の賃貸と売買の内訳

(百万円)	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	22年11月期	23年11月期
	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績
売上高	12,253	15,497	16,983	17,869	22,143	28,861	38,858	36,006	47,449	48,155
前年比	-1.3%	26.5%	9.6%	5.2%	23.9%	30.3%	34.6%	-7.3%	31.8%	1.5%
賃貸	2,120	2,363	2,530	2,687	3,106	3,629	4,058	3,891	3,996	4,188
前年比	14.6%	11.5%	7.1%	6.2%	15.6%	16.8%	11.8%	-4.1%	2.7%	4.8%
売上高構成比	15.3%	12.2%	12.1%	11.6%	10.3%	11.3%	10.3%	10.5%	8.3%	8.6%
売買	10,130	13,134	14,452	15,182	19,037	25,232	34,800	32,115	43,453	43,967
前年比	-4.0%	29.7%	10.0%	5.0%	25.4%	32.5%	37.9%	-7.7%	35.3%	1.2%
売上高構成比	72.9%	67.9%	68.9%	65.8%	62.9%	78.4%	88.0%	87.0%	90.1%	90.0%
売上総利益	2,930	3,620	3,850	4,150	4,570	5,300	5,560	6,860	9,210	7,940
前年比	6.0%	23.5%	6.4%	7.8%	10.1%	16.0%	4.9%	23.4%	34.3%	-13.8%
売上総利益率	23.9%	23.4%	22.7%	23.3%	20.7%	18.4%	14.3%	19.1%	19.4%	16.5%
賃貸	1,550	1,719	1,797	1,873	2,069	2,323	2,516	2,412	2,397	2,337
前年比	14.1%	10.9%	4.5%	4.2%	10.5%	12.3%	8.3%	-4.1%	-0.6%	-2.5%
売上総利益率	73.1%	72.7%	71.0%	69.7%	66.6%	64.0%	62.0%	62.0%	60.0%	55.8%
売上総利益構成比	43.9%	37.4%	32.6%	30.4%	29.9%	36.9%	42.1%	32.4%	24.6%	27.7%
売買	1,380	1,947	2,204	2,338	2,570	3,078	3,550	4,528	6,866	5,804
前年比	-3.8%	41.1%	13.2%	6.1%	9.9%	19.8%	15.3%	27.6%	51.6%	-15.5%
売上総利益率	13.6%	14.8%	15.3%	15.4%	13.5%	12.2%	10.2%	14.1%	15.8%	13.2%
売上総利益構成比	39.1%	42.3%	39.9%	38.0%	37.1%	48.9%	59.4%	60.8%	70.3%	68.9%
評価損	-10	-40	-144	-48	-67	-110	-504	-81	-48	-211
販売費及び一般管理費	1,147	1,430	1,609	1,920	2,291	2,060	2,240	2,609	3,228	3,075
前年比	24.8%	24.7%	12.5%	19.4%	19.3%	-10.1%	8.8%	16.5%	23.7%	-4.7%
販管费率	9.4%	9.2%	9.5%	10.7%	10.3%	7.1%	5.8%	7.2%	6.8%	6.4%
営業利益	1,783	2,190	2,241	2,230	2,279	3,240	3,320	4,251	5,982	4,865
前年比	-3.4%	22.8%	2.4%	-0.5%	2.2%	42.2%	2.5%	28.1%	40.7%	-18.7%
営業利益率	14.5%	14.1%	13.2%	12.5%	10.3%	11.2%	8.5%	11.8%	12.6%	10.1%

出所：同社資料よりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

*販売費及び一般管理費はリノベマンション事業の売上総利益と営業利益（セグメント利益）の差額

リノベマンション事業（賃貸）

賃貸中物件（オーナーチェンジ物件）について、同社の物件取得後に、当該マンションの前所有者と入居者が締結している賃貸契約を引き継ぎ、入居者が当該マンションを退去するまで、賃借料収入を得る。

同社によれば、物件取得以降の入居者の平均継続入居年数は2.5～3年程度である。2023年11月末時点での同社の保有物件数は3,798戸（過去5年間CAGRは7.7%）である。

リノベマンション事業（賃貸）の状況

	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	22年11月期	23年11月期
	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績
売上高（百万円）	2,120	2,363	2,530	2,687	3,106	3,629	4,058	3,891	3,996	4,188
前年比	14.8%	11.5%	7.1%	6.2%	15.6%	16.8%	11.8%	-4.1%	2.7%	4.8%
売上総利益（百万円）	1,550	1,719	1,797	1,873	2,069	2,323	2,516	2,412	2,397	2,337
前年比	14.1%	10.9%	4.5%	4.2%	10.5%	12.3%	8.3%	-4.1%	-0.6%	-2.5%
売上総利益率	73.1%	72.7%	71.0%	69.7%	66.6%	64.0%	62.0%	62.0%	60.0%	55.8%
販売用不動産（百万円）	31,170	36,890	39,221	44,808	56,261	68,978	66,541	74,309	83,138	86,584
前年比	15.5%	18.4%	6.3%	14.2%	25.6%	22.6%	-3.5%	11.7%	11.9%	4.1%
1戸当たり販売用不動産（千円）					20,692	20,384	19,994	20,914	21,890	21,987
保有物件数（戸）					2,719	3,384	3,328	3,553	3,798	3,938
前年比					-	24.5%	-1.7%	6.8%	6.9%	3.7%

出所：同社資料よりSR社作成

*販売用不動産には、賃貸中物件に加え、販売在庫（リノベーション工事中物件および販売中物件）も含まれることに留意

*1戸当たり販売用不動産は、販売用不動産÷保有物件数として算出

*保有物件数は、2018年11月期より同社は開示している。保有物件数には、賃貸中物件のみならず、空室物件も含まれることに留意

売上高および費用

リノベマンション事業（賃貸）における売上高（賃貸収入）は、賃貸保有物件数に平均賃料収入を乗じた額となる。よって、中古マンションの残高（販売用不動産）が同事業の収益を決定づける重要な要素となっている。居住用賃貸マンションの賃料変動幅は小さく、売上高への影響は相対的に低いとSR社は理解している。2023年11月期末時点で、同社の販売用不動産残高は86,584百万円（過去5年間で53.9%増加、過去5年間CAGRは9.0%）となった。うち、賃貸中物件の残高は約68,300百万円であった。

リノベーション事業（賃貸）における費用は、マンション管理費、修繕積立金、固定資産税、賃貸管理費などである。2023年11月期における売上総利益率は55.8%であった。売上総利益率は、2014年11月期以降低下傾向で推移した。売上総利益率低下の要因は以下の通り。

- ▶ 第1に、同社が全国展開を進める中で、相対的に売上総利益率が低い地方都市の物件の構成比が上昇した。東京都との比較で、地方都市においては、賃料（賃貸売上高）が相対的に低いが、管理費、修繕積立金などの固定費は同水準であるため、売上総利益率が低い傾向がある。
- ▶ 第2に、2018年11月期以降、空室物件の購入を強化したことに伴い、空室保有物件の比率が上昇した。空室保有物件は、家賃収入は発生しないが管理費などの費用（売上原価）は発生するため、売上総利益率の低下要因となる。
- ▶ 第3に、2023年11月期より会計基準を変更し、長期保有物件について減価償却費を計上した。減価償却費の計上により、2023年11月期においては、売上総利益率が約3%ポイント低下する影響があった。減価償却の対象となる物件は年に1回見直す、長期保有物件の構成比が上昇すると売上総利益率の低下幅が拡大するとSR社は理解する。

リノベマンション事業（売買）

リノベマンション事業（売買）では、同社が保有していた中古マンションの入居者が退去した後に、リノベーションを施し、売却する。2023年11月期における販売戸数は1,270戸であった。

リノベマンション事業（売買）の状況

	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	22年11月期	23年11月期
	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績
売上高（百万円）	10,130	13,134	14,452	15,182	19,037	25,232	34,800	32,115	43,453	43,967
前年比	-4.0%	29.7%	10.0%	5.0%	25.4%	32.5%	37.9%	-7.7%	35.3%	1.2%
売上総利益（百万円）	1,380	1,947	2,204	2,338	2,570	3,078	3,550	4,528	6,866	5,804
前年比	-3.8%	41.1%	13.2%	6.1%	9.9%	19.8%	15.3%	27.6%	51.6%	-15.5%
売上総利益率	13.6%	14.8%	15.3%	15.4%	13.5%	12.2%	10.2%	14.1%	15.8%	13.2%
平均販売価格（千円）	30,400	29,980	31,830	30,770	30,710	29,470	30,000	30,000	31,149	34,620
販売物件数（戸）	333	438	454	493	620	886	1,236	1,100	1,395	1,270
販売用不動産の状況（百万円）	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	22年11月期	23年11月期
販売用不動産保有残高	31,170	36,890	39,221	44,808	56,261	68,978	66,541	74,309	83,138	86,584
販売用不動産残高に対する含み益	7,800	9,800	11,300	12,300	14,300	16,900	15,000	20,700	25,400	25,800
平均購入価格（千円）	18,969	19,378	20,049	20,313	19,902	19,544	19,401	20,168	21,094	-
1戸当たり販売用不動産（千円）					20,692	20,384	19,994	20,914	21,890	21,987
保有物件数（戸）					2,719	3,384	3,328	3,553	3,798	3,938
販売物件数/平均保有物件数						0.29	0.37	0.32	0.38	0.33
平均保有期間（年）						3.4	2.7	3.1	2.6	3.0

出所：同社資料よりSR社作成

*平均販売価格は、2021年11月期までは同社公表値。2022年11月期のリノベマンション事業（売買）の売上高÷販売物件数として算出

*販売物件数は、2018年11月期までは、リノベマンション事業（売買）の売上高÷平均販売価格として算出。2019年11月期以降は同社公表値

*平均保有期間＝期首期末平均保有物件数÷販売物件数

売上高および費用

リノベマンション事業（売買）の売上高は、「販売物件数」に「1戸当たりの販売価格」を乗じた額となる。前述の通り、同社が中古マンションを取得してから入居者が退去するまでの平均入居年数が2.5～3年であることから、1年間に同社保有物件数の30～40%が売却される計算となる。同事業において保有している中古マンションの一定量が売却されることから、中古マンションの残高（貸借対照表の項目は販売用不動産）が収益の決定要素となっている。

売却価格は、中古マンション市場の価格変動影響を受けるが、前述の通り、その変動は緩やかなものとなっている。

リノベマンション事業（売買）における主な費用は、当初物件取得額、不動産仲介業者への仲介手数料、税金、改装費用などであり、リノベマンション事業（売買）の売上総利益率は10～15%程度で推移している。

オーナーチェンジ物件と空室物件

同社は2018年11月期以降、収益機会拡大のため空室物件の売買にも注力してきた。空室物件の比率は、仕入戸数に対して約40～50%、販売戸数に対して約60～70%とする方針である（2023年11月期における空室物件の比率は、仕入戸数に対して52%、販売戸数に対して約60%であった）。

空室マンションにおいて、仕入れから売却までの期間は約1年である（賃貸中のマンションは、仕入れから売却まで3.5～4年）。仕入れ時の競合については、オーナーチェンジ物件よりも空室物件の方が激しい傾向にある（オーナーチェンジ物件では、購入者が取得前に部屋の状態を確認できず、取得後すぐの売却もできないため、取得者が限られる）。このような仕入環境の違いは売買利益率の差につながっており、同社が仕入れ時に想定する売上総利益率は、オーナーチェンジ購入物件で14～16%（2023年11月期実績は18.0%）、空室購入物件で8～10%（同7.6%）である。

	19年11月期	20年11月期	21年11月期	22年11月期	23年11月期
オーナーチェンジ購入物件（戸）	960	720	680	840	680
前年比	-	-25.0%	-5.6%	23.5%	-19.0%
構成比	62.0%	61.0%	51.0%	51.0%	48.0%
空室購入物件（戸）	590	460	650	800	730
前年比	-	-22.0%	41.3%	23.1%	-8.8%
構成比	38.0%	39.0%	49.0%	49.0%	52.0%
仕入戸数（戸）	1,551	1,180	1,325	1,640	1,410
前年比	-	-23.9%	12.3%	23.8%	-14.0%

出所：同社資料よりSR社作成

*オーナーチェンジ購入物件および空室購入物件の戸数は、同社開示の構成比をもとにSR社算出

売上総利益率の推移

- ▶ 2018年11月期以降は、上述の通り相対的に売上総利益率の低い空室マンションの販売を強化したことで、売上総利益率が低下傾向で推移した。
- ▶ 2020年11月期においては、新型コロナウイルス感染症拡大が続き市場の動向が見通せない状況下において、同社は手元資金を確保するため一部の物件価格を値下げするなどの販売促進を行った結果、売上総利益率が低下した。
- ▶ 2021年11月期および2022年11月期においては、売上総利益率が新型コロナウイルス感染症拡大前の2019年11月期を上回った。不動産市況に過熱感がみられたことによる追い風を受け、売上総利益率が上昇した。
- ▶ 2023年11月期においては、不動産市況に過熱感がなくなり、販売環境が通常の状態に戻りつつあることを背景に、2021年11月期および2022年11月期との比較で売上総利益率が低下した。特に、仕入から売却までの期間が相対的に短い空室購入物件の売上総利益率が低下した。

リノベマンション事業の販売費及び一般管理費

リノベマンション事業は同社の連結子会社であるスター・マイカ株式会社を中心に行っている事業であり、同事業の販売費及び一般管理費は、スター・マイカの販売費及び一般管理費に近い水準である。同社は2019年11月期において持株会社体制に移行したが、それ以前はスター・マイカ単体の販売費及び一般管理費の内訳を開示していた。2018年11月期以前において、スター・マイカの販売費及び一般管理費は、人件費、事務所費用などであり、固定費中心の構造であった。

リノベーション事業セグメントおよび同社単体の販売費及び一般管理費の推移

販売費及び一般管理費 (百万円)	11年11月期 実績	12年11月期 実績	13年11月期 実績	14年11月期 実績	15年11月期 実績	16年11月期 実績	17年11月期 実績	18年11月期 実績
販売費及び一般管理費 (リノベーション事業)	755	796	919	1,147	1,430	1,609	1,920	2,291
売上高販売費比率	6.4%	6.8%	7.4%	9.4%	9.2%	9.5%	10.7%	10.3%
販売費及び一般管理費 (単体)	979	1,001	1,128	1,366	1,799	1,908	2,239	2,762
売上高販売費比率	7.8%	8.0%	8.5%	10.1%	9.5%	9.3%	9.9%	9.3%
リノベーション事業セグメントとの差額	224	205	209	219	369	299	319	472
人件費	395	440	459	534	658	768	840	986
販売費構成比	40.4%	43.9%	40.7%	39.1%	36.6%	40.3%	37.5%	35.7%
租税公課	294	288	360	484	697	618	796	1,015
販売費構成比	30.1%	28.8%	31.9%	35.4%	38.7%	32.4%	35.6%	36.8%
その他	290	273	309	348	445	522	603	761
販売費構成比	29.6%	27.3%	27.4%	25.5%	24.7%	27.3%	27.0%	27.5%
従業員数 (人)	43	40	43	50	55	70	101	133
一人当たり人件費 (百万円)	9.2	11.0	10.7	10.7	12.0	11.0	8.3	7.4

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

インベストメント事業

インベストメント事業では、首都圏を中心に、一棟マンションなどの収益不動産などを中心に投資を実施し、賃貸および販売を行う。

- ▶ 同社は2012年11月期から2014年11月期まで有形固定資産の取得を進め、有形固定資産は2011年11月期の2,804百万円から2014年11月期には10,145百万円に増加した。
- ▶ 2015年11月期からは不動産市況の上昇を有形固定資産の売却機会と捉え、有形固定資産の売却を進めており、物件売却益を計上した。
- ▶ 2019年11月期上期において有形固定資産の売却を完了し、2019年11月期末の有形固定資産は49百万円となった。
- ▶ 2020年11月期から2022年11月期においては、新たな案件の検討を継続しつつも、収益不動産への投資は行わなかった。
- ▶ 2023年11月期第4四半期に、収益不動産への投資を再開し、賃貸収益を計上した。

インベストメント事業の業績推移

インベストメント事業 (百万円)	14年11月期 実績	15年11月期 実績	16年11月期 実績	17年11月期 実績	18年11月期 実績	19年11月期 実績	20年11月期 実績	21年11月期 実績	22年11月期 実績	23年11月期 実績
売上高	1,200	3,420	3,547	4,767	7,435	2,412	-	20	-	6
前年比	57.3%	185.0%	3.7%	34.4%	56.0%	-67.6%	-	-	-	-
営業利益	79	298	1,056	1,467	1,782	496	-7	14	-7	-24
前年比	65.1%	275.7%	255.1%	38.9%	21.5%	-72.2%	-	-	-	-
営業利益率	6.6%	8.7%	29.8%	30.8%	24.0%	20.6%	-	68.4%	-	-
有形固定資産	10,145	9,068	8,005	6,366	1,781	49	44	39	61	49
前年比	25.7%	-10.6%	-11.7%	-20.5%	-72.0%	-97.2%	-11.9%	-11.4%	59.1%	-20.0%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

アドバイザリー事業

アドバイザリー事業では、不動産の売買・賃貸仲介、賃貸・建物管理及び金融・不動産分野におけるコンサルティングなどの手数料ビジネスを行う。リノベーション事業およびインベストメント事業とは異なり、アドバイザリー事業は不動産を取得しない事業（ノンアセット事業）であることから、相対的に利益率が高い。

スター・マイカ・アセットマネジメント株式会社、SMAiT株式会社、スター・マイカ・アセット・パートナーズ株式会社（いずれも同社連結子会社）においては、富裕層・投資家向けにビジネスを展開する。

同事業では、同社グループが販売する物件と、外部投資家が所有する物件の双方を扱う。外部投資家が所有する物件から得られる仲介手数料は、外部顧客への売上高に含まれる。同社グループが販売する物件においては、売り手（同社グループ）からの仲介手数料は内部売上高に含まれ、買い手からの仲介手数料は外部顧客への売上高に含まれる。

SMAiT株式会社

2016年12月設立の同社の100%子会社。不動産オーナーに対し、資産運用の要素を加味した賃貸管理を行う。具体的には以下の通りである。

- ▶ 投資用物件の選定と購入サポート：不動産オーナーが既に保有している収益物件の立地やリスクの分析を行った上での物件紹介を行う。
- ▶ 保有物件の運用計画策定：物件ごとおよび物件のポートフォリオ全体での運用計画書の作成、予実管理を行う。
- ▶ 物件バリューアップサポート：リノベーション、修繕工事を提供する。
- ▶ 出口戦略の策定と売却サポート：不動産オーナーの状況と投資環境を踏まえて、物件売却のタイミングの判断をサポートする。売却活動にあたっては、同社グループの販売リソースを活用する。

アドバイザー事業の業績推移

アドバイザー事業 (百万円)	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	22年11月期	23年11月期
	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績
売上高 (セグメント間売上高含む)	791	832	911	868	1,107	1,290	1,118	1,216	1,264	1,224
前年比	14.0%	5.2%	9.4%	-4.7%	27.5%	16.5%	-13.3%	8.8%	3.9%	-3.2%
売上高 (外部顧客への売上高)	448	416	444	440	704	891	710	871	763	716
前年比	21.2%	-7.2%	6.7%	-1.0%	60.0%	26.6%	-20.3%	22.7%	-12.4%	-6.1%
営業利益	435	385	442	372	370	496	503	591	704	620
前年比	47.5%	-11.5%	14.8%	-15.8%	-0.5%	33.9%	1.5%	17.5%	19.0%	-11.8%
営業利益率	97.1%	92.6%	99.5%	84.7%	52.6%	55.7%	70.9%	67.9%	92.2%	86.6%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

*営業利益率は、外部顧客への売上高に対する営業利益の比率

市場とバリューチェーン

マーケット概略

日本の住宅購入者の中心は30歳代および40歳代であり、これらの世代が住宅購入者の70～80%を占める。日本において中古住宅市場の流通シェアは欧米諸国と比較して低水準に留まるが、緩やかな上昇基調にある。その背景には、新築住宅に対するこだわりの低下、リノベーションマンションの認知度の向上があると考えられる。

同社が主な取引対象とする中古マンションは、新築マンションと比較すると、不具合に対する不安、瑕疵担保責任（売買の対象物に隠れた瑕疵がある場合、売主が買主に対してその責任を負うこと）の対象期間が短い、税制面の優遇が劣るなどのデメリットがある。その一方、首都圏の中古マンションは新築マンションと比較して、30～40%程度低い価格で取引されており、中古住宅取得に対する意識の変化を背景に、市場規模は拡大基調にある。

国土交通省は、中古住宅の流通促進に対して、情報提供の拡充、品質の確保、瑕疵保険（住宅に欠陥があった場合に住宅メーカーが負担する保証責任をカバーする保険）の充実などに取り組んでいる。

中長期的に、日本においては、少子高齢化が進行し、人口および世帯数は減少傾向で推移する見通しである。国勢調査および国立社会保障・人口問題研究所にもとづく、2040年において、日本全国の人口は2020年比で12.3%減、世帯数は同8.9%減となる見通し。一方、同社の主要展開エリアである都市部（東京23区、横浜市、さいたま市、大阪市、神戸市、札幌市、仙台市、名古屋市、福岡市）では、2040年における人口は同3.7%の減少に留まり、世帯数は同0.5%の減少とおおむね横ばいで推移する見通し。

日本の住宅購入者

住宅の購入者は30歳代および40歳代が中心で、全体の60～80%を占める

住宅一次取得者（住宅取得が初めての世帯）の年齢は、注文住宅、分譲住宅、中古住宅のいずれも、30歳代および40歳代が中心であり、購入者全体の60～80%を占める。（出所：国土交通省「令和4年度住宅市場動向調査報告書」）

- ▶ 30歳代の占める割合は、注文住宅の購入者全体の45.1%（「令和3年度住宅市場動向調査報告書」では46.5%）、分譲戸建住宅で50.4%（同50.0%）、分譲マンションで45.2%（同50.5%）、中古戸建住宅で32.7%（同27.8%）、中古マンションで32.1%（同31.7%）を占める。
- ▶ 40歳代の占める割合は注文住宅で21.6%（同23.3%）、分譲戸建住宅で25.2%（同26.6%）、分譲マンションで28.1%（同30.0%）、中古戸建住宅で32.7%（同31.7%）、中古マンションで32.1%（38.8%）である。

中古住宅の購入資金は新築住宅と比較して30～40%安い

住宅の建築、購入に要した資金総額の平均は、注文住宅（土地を購入した新築）で54.4百万円（「令和3年度住宅市場動向調査報告書」では51.1百万円）、分譲戸建住宅で42.1百万円（同42.5百万円）、分譲マンションで52.8百万円（同49.3百万円）、中古戸建住宅で33.4百万円（同29.6百万円）、中古マンションで29.4百万円（同29.9百万円）であった。中古住宅（中古戸建住宅および中古マンション）は新築住宅と比較して30～40%安い水準であった。

中古マンション購入者の選択理由は「住宅の立地環境が良かったから」、「価格が適切だったから」

中古マンション購入者の選択理由として、「価格が適切だったから」とした回答者は63.1%（「令和3年度住宅市場動向調査報告書」では64.4%）、「住宅の立地環境が良かったから」とした回答者は中古マンション取得世帯で52.2%（同66.2%）であった。次いで「マンションだったから」、「交通の利便性が良かったから」、「住宅のデザイン・広さ・設備等が良かったから」などが続いている。

なお、中古戸建住宅の選択理由として、「一戸建てだったから」とした回答者は62.4%（同57.6%）、「価格が適切だったから」とした回答者は57.9%（同61.7%）、「住宅の立地環境が良かったから」とした回答者は46.9%（同46.9%）であった。

その反面、新築取得者が中古住宅を選択しなかった理由として、「新築の方が気持ち良いから」、「耐震性や断熱性など品質が低そう」、「リフォーム費用などで割高になる」、「隠れた不具合が心配だった」といった回答が多い。中古住宅は割安であると認識されている反面、不具合に対する不安が、選択を妨げていることがわかる。

一方、各種調査により、新築住宅購入に対する意欲は薄れる傾向にあり、また、若年層ほど住宅購入に際し、新築住宅に対するこだわりが薄れ、中古住宅を検討する割合が増加する傾向にあることがわかる。

約50%の人が中古住宅を選択肢として考えている

全国宅地建物取引業協会連合会、全国宅地建物取引業保証協会による「住居の居住志向及び購買等に関する意識調査」（2022年実施、23,091人対象）によれば、既存住宅（中古住宅）への抵抗感について、「全く抵抗がない」と回答した人は13.7%、「きれいであれば抵抗はない」が35.8%、「売買金額と状態のバランスを見て判断する」が32.3%、「どんな状態であろうと抵抗がある」が18.1%であった。

中古住宅市場

国土交通省によれば、日本の全住宅流通量（中古流通＋新築着工）に占める中古住宅の流通シェアは16.0%（2018年）であり、欧米諸国と比べると、米国81.0%（2018年）、英国85.9%（2018年）、フランス69.8%（2018年）であるのに対し、相対的に低い水準にある。

中古住宅流通シェアの推移

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
既存住宅流通（万戸）	16.5	16.7	15.5	16.9	15.6	15.4	15.8	14.8	16.0
新築着工戸数（万戸）	81.3	83.4	88.3	98.0	89.2	90.9	96.7	96.5	94.2
合計（万戸）	97.8	100.1	103.8	114.9	104.8	106.3	112.5	111.3	110.2
既存住宅流通割合	16.9%	16.7%	14.9%	14.7%	14.9%	14.5%	14.0%	13.3%	14.5%

出所：総務省「住宅・土地統計調査」および国土交通省「住宅着工統計」をもとにSR社作成

日本の中古住宅の全住宅流通量に占める流通シェアは、欧米諸外国と比較して低水準とはいえ、緩やかな上昇傾向にある。このような中古住宅市場の拡大は、2013年以降増加傾向に転じたとはいえ、2000年代に住宅購入者層（30歳代および40歳代の勤労者世帯）の収入および貯蓄の減少が継続したことも、中古住宅に対する意識の変化に影響していると考えられる。

住宅購入者層の年収および貯蓄

総務省「家計調査年報（貯蓄・負債編）」によれば、勤労者世帯の30歳代および40歳代の年間収入、貯蓄、負債の推移をみると、年間収入は、2002年から2012年の間に減少が続いたが、2013年以降は増加傾向にある。

一方、貯蓄と負債の差額については、負債の超過額が拡大傾向にある。負債の90%超は住宅・土地のための負債が占めており、住宅ローン減税などの住宅購入促進策に加え、金利の低下を背景に、住宅ローンの借入によって住宅を購入する傾向が強まっているとSR社は考える。

勤労者世帯の年齢階級別年間収入（百万円）

(百万円)	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
30歳から39歳	5.89	6.01	6.18	6.31	6.09	6.30	6.48	6.74	6.66	6.96
前年比	3.5%	2.0%	2.8%	2.1%	-3.5%	3.4%	2.9%	4.0%	-1.2%	4.5%
40歳から49歳	7.52	7.27	7.44	7.36	7.65	7.54	7.68	7.81	7.59	7.93
前年比	4.9%	-3.3%	2.3%	-1.1%	3.9%	-1.4%	1.9%	1.7%	-2.8%	4.5%

出所：総務省「家計調査年報（貯蓄・負債編）」よりSR社作成

勤労者世帯の年齢階級別貯蓄および負債（百万円）

貯蓄（百万円）	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
30歳から39歳	6.14	6.01	6.70	6.13	6.34	6.28	7.21	7.50	7.72	8.64
前年比	7.9%	-2.1%	11.5%	-8.5%	3.4%	-0.9%	14.8%	4.0%	2.9%	11.9%
40歳から49歳	10.33	10.35	10.26	10.40	10.74	9.83	10.57	10.71	11.34	11.56
前年比	4.6%	0.2%	-0.9%	1.4%	3.3%	-8.5%	7.5%	1.3%	5.9%	1.9%
負債（百万円）	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
30歳から39歳	10.16	9.99	10.46	12.33	12.32	13.63	14.17	13.37	14.64	15.75
前年比	9.4%	-1.7%	4.7%	17.9%	-0.1%	10.6%	4.0%	-5.6%	9.5%	7.6%
うち、住宅・土地のための負債	9.67	9.58	10.04	11.79	11.66	12.97	13.65	12.66	13.87	14.96
前年比	9.0%	-0.9%	4.8%	17.4%	-1.1%	11.2%	5.2%	-7.3%	9.6%	7.9%
負債に占める比率	95.2%	95.9%	96.0%	95.6%	94.6%	95.2%	96.3%	94.7%	94.7%	95.0%
40歳から49歳	10.11	10.48	10.84	10.43	10.79	10.92	11.20	12.00	11.79	12.46
前年比	0.9%	3.7%	3.4%	-3.8%	3.5%	1.2%	2.6%	7.1%	-1.8%	5.7%
うち、住宅・土地のための負債	9.58	9.94	10.22	9.72	10.19	10.25	10.53	11.32	10.92	11.75
前年比	1.2%	3.8%	2.8%	-4.9%	4.8%	0.6%	2.7%	7.5%	-3.5%	7.6%
負債に占める比率	94.8%	94.8%	94.3%	93.2%	94.4%	93.9%	94.0%	94.3%	92.6%	94.3%
貯蓄と負債の差額（百万円）	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
30歳から39歳	-4.02	-3.98	-3.76	-6.20	-5.98	-7.35	-6.96	-5.87	-6.92	-7.11
40歳から49歳	0.22	-0.13	-0.58	-0.03	-0.05	-1.09	-0.63	-1.29	-0.45	-0.90

出所：総務省「家計調査年報（貯蓄・負債編）」よりSR社作成

中古住宅市場の活性化策

中古住宅の普及促進策の推進は、2012年より国土交通省を中心に行われている。同省は、2012年2月から「中古住宅・リフォームトータルプラン検討会」を設置・開催し、中古住宅および住宅リフォームの各市場を整備するための具体的施策の立案に着手した。

同検討会は、従来の新築重視の住宅政策からストック重視の住宅政策への転換を促進するため、建物検査・保証、住宅履歴情報の普及促進等の市場環境整備を盛り込んだ「中古・リフォームトータルプラン」を策定し、2012年3月に公表した。

これを受け、同省は2013年3月に「中古住宅の流通促進・活用に関する研究会」を立ち上げた。同研究会では、リフォーム・中古住宅買取再販業者、不動産鑑定関係会社、金融機関、不動産流通関連団体などに幅広くヒアリングを行い、2013年6月には報告書を公表した。同報告書では、中古住宅の評価の適正化、中古住宅の質に対する不安の解消、中古住宅流通上の障害状況を課題とし、その後の取り組みをあげている。

2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」の日本産業再興プランにおいては、「中古住宅の適切な建物評価手法についての指針策定」、「既存住宅インスペクション（住宅診断）・ガイドラインの策定及び講習の実施等による普及」などが盛り込まれた。

これを受け同省は、2013年6月に「既存住宅インスペクション・ガイドライン」をとりまとめた。同ガイドラインは、中古住宅売買時の利用を前提とした既存住宅の現況検査について、検査項目、検査方法、サービス提供に際しての留意事項等について指針を示したものである。

同ガイドラインは、事業者による適正な業務実施を通じて、既存住宅インスペクションに対する消費者等の信頼の確保と円滑な普及を図ることを目的とする。既存住宅インスペクションの普及により、中古住宅の購入検討者が、客観的な検査・調査に基づいた結果に基づき物件の状態や品質を把握できるようになれば、中古住宅普及の妨げとなっている不具合に対する不安の解消に役立つと可能性がある。

また、2018年4月には改正宅地建物取引業法の施行によって、不動産取引業者は、重要事項説明として買主に対し、インスペクションの実施の有無と、実施している場合の建物状況調査の結果の概要の説明が義務付けられた。

中古住宅流通に関する登録免許税および不動産取得税の軽減措置

2014年度税制改正では、中古住宅流通に関する登録免許税が軽減

税制面でも中古住宅流通に対する後押しが図られている。国土交通省は、2014年度税制改正に対し、「買取再販において住宅性能の一定の向上が図られた中古住宅を販売する際の特例措置の創設」として、登録免許税（不動産購入の際の登記にかかる税金）および不動産取得税（不動産取得にかかる税金）を非課税とする要望を提出した。これは、中古住宅の買取再販において、取得および販売時の2回事業者が負担する必要がある税のうち、1回を非課税とすることで、中古住宅流通の税負担を軽減し、買取再販を促進することを目的としていた。

これに対し、2014年度税制改正では、新たな中古住宅の買取再販に対する住宅優遇税制として、住宅性能の一定の向上を図る改修工事を行い再販売する場合、所有権移転登記の登録免許税率を本則の2.0%に対して、0.3%から0.1%に軽減することとした。期間は2014年4月1日から2022年3月31日である。

2015年度税制改正では、中古住宅流通の建物に関する不動産取得税が軽減

国土交通省は、2015年度税制改正においても、買取再販事業者に課される不動産取得税を非課税扱いとする特例措置の創設をあげた。その結果、2015年度税制改正において、買取再販事業者が、中古住宅を買い取り、その取得後2年以内に、住宅性能の一定の向上を図るための改修工事を行ったあと、個人に販売した場合には、その事業者が課される不動産取得税を減免する措置が取られることとなった。控除額は中古住宅の築年数に応じ1～12百万円である。適用期間はその後の税制改正で延長され、2021年度の税制改正において期限は2024年3月31日までとなった。

2018年度税制改正では、不動産取得税の軽減措置を一定要件のもと敷地部分へ拡充

2018年度税制改正においては、買取再販事業者の不動産取得税の減額措置の対象を、対象住宅が既存住宅売買瑕疵担保責任保険に加入する場合または「安心R住宅」である場合に、敷地部分に拡充した。敷地部分の減額内容は45,000円か、土地1㎡当たり評価額の半分に住宅の床面積の2倍を乗じた金額の3%のいずれか多い金額が減額となる。適用期限はその後の税制改正で延長され、2021年度の税制改正において期限は2024年3月31日までとなった。

既存住宅売買瑕疵保険：中古住宅を販売した事業者が基本構造部分の瑕疵について買主に対して負う瑕疵担保責任を履行するために加入する保険である。保険に加入するにあたって、建築士資格を持った住宅瑕疵担保責任保険法人の検査員が中古住宅の検査を行う。

安心R住宅（特定既存住宅情報提供事業者団体登録制度）：耐震性があり、インスペクション（建物状況調査等）が行われた住宅であって、リフォーム等について情報提供が行われる既存住宅に対し、国の関与のもとで事業者団体が標章（「安心R住宅」）を付与する制度。2018年4月に「安心R住宅」の標章の使用が開始された。

中古住宅における住宅ローン減税、贈与税の非課税枠

2014年4月に実施された5%から8%への消費税引き上げに対して、中古住宅のみではなく、新築住宅を含めた住宅需要全般の縮小を留める政策として、住宅ローン減税の適用額が拡大されるとともに、国土交通省の「すまい給付金」が導入された（すまい給付金の受付は2021年に終了）。2019年10月に実施された8%から10%への消費税引き上げに対しては、住宅ローン減税の適用期間の延長、次世代住宅ポイント制度の新設、住宅資金贈与の非課税枠の拡大が行われた（次世代住宅ポイント制度の受付は2020年に終了）。住宅資金贈与の非課税措置は2021年末で終了予定だったが、2021年12月の「令和4年度 税制改正大綱」により2023年末まで延長された。当該税制改正により、非課税限度額は従前の15百万円から10百万円へと縮小するとともに、中古住宅における築年数要件は、従前の「耐火住宅25年以内、非耐火住宅20年以内」から「1982年以降に建築された住宅」へと緩和された。

住宅ローン減税

住宅ローン減税制度は、住宅ローンを借入れて住宅を取得する場合に、取得者の金利負担の軽減を図るための制度である。毎年末の住宅ローン残高の0.7%が、中古住宅の場合は10年間にわたり所得税の額から控除される（ただし、年間に控除できる限度額あり）。所得税からは控除しきれない場合には、住民税からも一部控除される。住宅ローン減税制度は、2014年4月からの消費税率の引き上げにあわせて、最大控除額が従来の2百万円（0.2百万円×10年間）から4百万円（0.4百万円×10年間）に引き上げられた。

贈与税の非課税枠

住宅資金贈与の非課税措置は、祖父母や両親などの直系尊属から、住宅の新築または取得、増改築のための費用を贈与された場合で、一定の金額について贈与税が非課税になる制度である。1982年以降に建築された住宅（新耐震基準適合住宅）に対して適用できる。非課税限度額は、耐震・省エネまたはバリアフリー住宅の場合、最大で10百万円である。

新築マンションと中古マンションの比較

中古マンションのメリット

中古マンションの特徴としては、新築マンションと比較して、価格が安いことがあげられる。住宅は立地条件などが異なり、同一条件での比較は容易ではないが、㎡単価で単純比較すると、首都圏で2022年に成約した中古マンションの平均㎡単価は672千円（出所：東日本不動産流通機構）であった。一方、同年に分譲した新築マンションの平均㎡単価は951千円（出所：不動産経済研究所）であった。このように、同年における中古マンションの㎡単価は新築マンションの70%程度であり、過去10年間にわたり60～70%前後で推移してきた。

首都圏 中古マンションの状況

中古マンション	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
成約件数（件）	36,432	33,798	34,776	37,189	37,329	37,217	38,109	35,825	39,812	35,429
前年比	16.0%	-7.2%	2.9%	6.9%	0.4%	-0.3%	2.4%	-6.0%	11.1%	-11.0%
価格（千円）	25,890	27,270	28,920	30,490	31,950	33,330	34,420	35,990	38,690	42,760
前年比	3.6%	5.3%	6.1%	5.4%	4.8%	4.3%	3.3%	4.6%	7.5%	10.5%
㎡単価（千円）	400	425	453	479	500	516	535	552	598	672
前年比	4.6%	6.4%	6.5%	5.9%	4.3%	3.2%	3.6%	3.2%	8.4%	12.4%
築年数（年）	19.3	19.6	20.1	20.3	20.7	21.0	21.6	22.0	22.7	23.3
面積（㎡）	64.8	64.2	63.9	63.6	63.9	64.6	64.4	65.2	64.7	63.6

出所：東日本不動産流通機構のデータをもとにSR社作成

*首都圏は東京都、千葉県、埼玉県、神奈川県

首都圏 新築マンションの状況

新築分譲マンション	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
新規供給戸数(戸)	56,478	44,913	40,449	35,772	35,898	37,132	31,238	27,228	33,636	29,569
前年比	23.8%	-20.5%	-9.9%	-11.6%	0.4%	3.4%	-15.9%	-12.8%	23.5%	-12.1%
価格(千円)	49,290	50,600	55,180	54,900	59,080	58,710	59,800	60,840	62,600	62,880
前年比	8.6%	2.7%	9.1%	-0.5%	7.6%	-0.6%	1.9%	1.7%	2.9%	0.4%
m単価(千円)	697	711	779	793	859	869	879	926	936	951
前年比	8.1%	2.0%	9.6%	1.8%	8.3%	1.2%	1.2%	5.3%	1.1%	1.6%

出所：不動産経済研究所のデータをもとにSR社作成

*首都圏は東京都、千葉県、埼玉県、神奈川県

また、中古マンションは物件数が豊富で、選択肢が多いことが利点の一つである。新築マンションの取得は、限られた供給の中から選択することになり、購入者が住みたい地域で供給があるとは限らない。中古マンションは、新築マンションと比較して流通量が豊富であり、新築マンションの供給がない地域でも、既に建っている中古マンションの中から物件を選択することができる。

実際に物件を確認してから購入できる点も、中古マンションの利点である。眺望、騒音などの状況に加え、周囲の住民なども購入前に確認できる。新築マンション取得の場合には、内装をモデルルームで確認するのみで、購入前に物件を確認できない場合が一般的であり、購入後に物件が思い描いていた印象と異なることもあり得る。

中古マンションのデメリット

これらの利点の反面、中古マンションは、建物や設備の性能が劣化しているリスクがあり、瑕疵担保責任の期間が短い、新築に比べ税制面での優遇が劣る、仲介手数料がかかるといったデメリットがある。

一方、新築マンションは、仲介で中古マンションを購入する場合と違い、仲介手数料がかからない、最新設備が採用されている、税制面の優遇措置を受けやすいといった利点がある。

新築住宅には「新築住宅に係る固定資産税の減額措置」が適用されるが、中古住宅には同様の措置が適用されない（新築の一戸建ては3年間、マンションは5年間、固定資産税が半額になる）。ローンを利用して住宅購入をした際の税制優遇「住宅ローン減税制度」は、新築でも中古でも適用可能だが、中古物件の場合は築年数の制限がある（新築の一戸建てで築20年以内、マンションは築25年以内が適用条件）。購入時にかかる「不動産取得税」については、中古物件の場合は建築後の年数が経過しているほど控除額が少なくなる。

物件購入世帯の平均年収

主に価格の違いを背景として、中古マンションの購入世帯の平均年収は新築マンションの購入世帯と比較し低い。国土交通省が公表している「令和3年度住宅市場動向調査報告書」によれば、中古マンション購入世帯の平均年収は7.45百万円であるのに対し、新築マンション購入世帯の平均年収は9.12百万円であった。また、全世帯の平均年収との比較では、中古マンション購入世帯、新築マンション購入世帯とも全世帯の平均年収を上回るが、中古マンション購入世帯と全世帯の平均年収は相対的に乖離が小さい。

平均世帯年収の推移

(百万円)	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
新築マンション購入世帯	6.47	6.89	6.94	7.51	8.35	7.98	8.40	7.98	8.79	9.12
前年比	-0.5%	6.5%	0.7%	8.2%	11.2%	-4.4%	5.3%	-5.0%	10.2%	3.8%
中古マンション購入世帯	5.88	6.13	6.44	6.64	6.50	6.32	7.15	6.94	6.87	7.45
前年比	6.9%	4.3%	5.1%	3.1%	-2.1%	-2.8%	13.1%	-2.9%	-1.0%	8.4%
全世帯平均	5.37	5.28	5.41	5.45	5.60	5.52	5.52			
前年比	-2.0%	-1.7%	2.5%	0.7%	2.8%	-1.5%	0.1%			

出所：国土交通省「住宅市場動向調査」、厚生労働省「国民生活基礎調査」をもとにSR社作成

*厚生労働省は、新型コロナウイルス感染症の拡大を背景に「2020年国民生活基礎調査」を中止しており、2019年の全世帯平均の年収の数値はない

マンションの耐用年数

税務上、マンションの耐用年数は47年と決められているが、実際は、マンションの耐用年数は、構造や設備・仕様、また管理の状態によって大きく異なる。

マンションの劣化は、コンクリートの中酸化によって進行する。中性化とは、大気中の二酸化炭素がコンクリート内に侵入し、炭酸化反応を引き起こすことにより、中性になることをいう。コンクリートは中性化しても強度が弱まるわけではなく、空気や水が浸透しやすくなることで劣化する。これが鉄筋にまで到達すると錆を生じさせることで鉄筋が膨張し、コンクリートのひび割れ・剥離を引き起こし、耐荷力など建造物の性能低下が生じる。また、ひび割れが発生したコンクリートはさらに二酸化炭素の侵入を促すため、中性化によるコンクリート建造物の劣化、雨水等の浸入による鉄筋の腐食を加速させる。

耐用年数の目安として、コンクリートは、空気中の炭酸ガスを吸収して年に0.5mmずつ中性化する。建築基準法で定めている鉄筋のかぶり厚（鉄筋を覆っているコンクリートの厚さ）は3cm（施行令第76条）であるため、外壁塗装が施されていないければ、理論上、約60年でコンクリートの中酸化が鉄筋にまで到達する。実際には、外壁塗装によるコンクリートの保護、外壁補修により耐用年数は長期化する。

マンションの寿命に関する説は様々であり、減耗度調査に基づき、物理的寿命を117年と推定するもの（飯塚裕/1979年/「建築の維持管理」鹿島出版会）、中性化速度を基に120年から150年と算定したもの（大蔵省主税局/1951年/「固定資産の耐用年数の算定方式」）、固定資産台帳の減失データを基に68年と推計したもの（小松幸夫/2013年/「建物の平均寿命実態調査」）などがある。

首都圏の中古マンション市場

日本の中古住宅流通・リフォーム市場の規模は未だ欧米諸国に比べて小さいが、首都圏の中古マンションの取引量が新築マンションを上回るようになるなど、中古住宅の流通は次第に拡大しつつある。中古住宅の流通シェアは1990年の5.5%から2008年に13.5%と上昇しており、2009年には、首都圏の中古マンションの流通量が新築を上回るなど、次第に中古住宅のウェイトが高まりつつあると考えられる。

中古マンションの成約件数が増加している背景として、中古マンション新規登録件数が増加していることがあげられる。国土交通省の資料によれば、1950年代からマンション供給が始まったが、1998年度以降に供給された分譲マンション戸数だけでも3,000千戸を上回り、2022年末時点の全国のマンションストック戸数は6,943千戸と推計される。

分譲マンションストック戸数および新規供給戸数（千戸）

分譲マンション	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
ストック戸数（千戸）	3,861	4,058	4,272	4,468	4,656	4,848	5,055	5,280	5,449	5,617
前年比	4.7%	5.1%	5.3%	4.6%	4.2%	4.1%	4.3%	4.5%	3.2%	3.1%
増減数（千戸）	174	197	214	196	188	192	207	225	169	168
新規供給戸数（千戸）	175	197	214	197	189	192	209	226	170	168
前年比	3.6%	12.6%	8.6%	-7.9%	-4.1%	1.6%	8.9%	8.1%	-24.8%	-1.2%

分譲マンション	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
ストック戸数（千戸）	5,709	5,787	5,889	6,003	6,123	6,224	6,327	6,431	6,538	6,646
前年比	1.6%	1.4%	1.8%	1.9%	2.0%	1.6%	1.7%	1.6%	1.7%	1.7%
増減数（千戸）	92	78	102	114	120	101	103	104	107	108
新規供給戸数（千戸）	92	78	102	115	122	102	104	105	108	109
前年比	-45.2%	-15.2%	30.8%	12.7%	6.1%	-16.4%	2.0%	1.0%	2.9%	0.9%

分譲マンション	2020年	2021年	2022年
ストック戸数（千戸）	6,745	6,850	6,943
前年比	1.5%	1.6%	1.4%
増減数（千戸）	99	105	93
新規供給戸数（千戸）	102	106	94
前年比	-6.4%	3.9%	-11.3%

出所：国土交通省データよりSR社作成

*ストックとは、過去に建築され、現在も存在している物件のこと

首都圏の人口と世帯数

首都圏の人口は2015年から2040年の間に4.1%減少

国立社会保障・人口問題研究所の推計によれば、日本全国の人口は、2010年以降減少が続き、2040年には2015年比で12.7%減少することが予想されている。ただし、首都圏の人口減少は日本全国における人口減少と比較し、緩やかに進行し、同期間で4.1%減少する見込みである。進学、就職による首都圏への人口流入に加え、高齢化社会の進展により、交通機関、病院などの社会インフラが充実していることが、その背景にあると考えられる。

首都圏の将来人口推計（千人）

	2015年	2020年	2025年	2030年	2035年	2040年	2045年
埼玉県	7,267	7,273	7,203	7,076	6,909	6,721	6,525
増減率	1.0%	0.1%	-1.0%	-1.8%	-2.4%	-2.7%	-2.9%
千葉県	6,223	6,205	6,118	5,986	5,823	5,646	5,463
増減率	0.1%	-0.3%	-1.4%	-2.2%	-2.7%	-3.0%	-3.2%
東京都	13,515	13,733	13,846	13,883	13,852	13,759	13,607
増減率	2.7%	1.6%	0.8%	0.3%	-0.2%	-0.7%	-1.1%
神奈川県	9,126	9,141	9,070	8,933	8,751	8,541	8,313
増減率	0.9%	0.2%	-0.8%	-1.5%	-2.0%	-2.4%	-2.7%
首都圏合計	36,131	36,352	36,237	35,878	35,335	34,667	33,907
増減率	1.4%	0.6%	-0.3%	-1.0%	-1.5%	-1.9%	-2.2%
(参考) 全国	127,095	125,325	122,544	119,125	115,216	110,919	106,421
増減率	-0.8%	-1.4%	-2.2%	-2.8%	-3.3%	-3.7%	-4.1%

出所：国立社会保障・人口問題研究所のデータをもとにSR社作成
首都圏は東京都、千葉県、埼玉県、神奈川県

首都圏の世帯数は2015年から2040年の間に4.8%減少

世帯数に関しては、2020年までは日本全国の世帯数は増加し、2040年は2015年比で4.8%の減少に留まることが予想されている。一世帯当たりの世帯人員は、長寿命化や晩婚化・非婚化により減少傾向にある。また、単独世帯が年々増加している。一方、首都圏では、2030年まで世帯数が増加し、同期間では1.8%減少する見込みである。2020年まで首都圏の人口増加が見込まれることに加え、世帯人員の減少が続くことが、その背景にある。

首都圏の世帯数の推移（千世帯）

	2015年	2020年	2025年	2030年	2035年	2040年
埼玉県	2,968	3,055	3,093	3,085	3,042	2,981
増減率	4.6%	2.9%	1.2%	-0.2%	-1.4%	-2.0%
千葉県	2,605	2,669	2,688	2,669	2,620	2,559
増減率	3.7%	2.4%	0.7%	-0.7%	-1.8%	-2.3%
東京都	6,691	6,922	7,054	7,107	7,097	7,019
増減率	4.8%	3.5%	1.9%	0.8%	-0.1%	-1.1%
神奈川県	3,965	4,077	4,125	4,113	4,051	3,956
増減率	3.5%	2.8%	1.2%	-0.3%	-1.5%	-2.3%
首都圏合計	16,229	16,723	16,960	16,974	16,810	16,516
増減率	4.3%	3.0%	1.4%	0.1%	-1.0%	-1.7%
(参考) 全国	53,332	54,107	54,116	53,484	52,315	50,757
増減率	2.9%	1.5%	0.0%	-1.2%	-2.2%	-3.0%

出所：国立社会保障・人口問題研究所のデータをもとにSR社作成
首都圏は、東京都、千葉県、埼玉県、神奈川県

賃貸住宅の期待利回りは、2009年以降低下傾向で推移

東京都（城南（目黒区・世田谷区）エリア）のファミリータイプの期待利回りは、2009年4月から2010年4月をピークに低下傾向で推移している。2015年4月には、ファンドバブルの2007年から2008年の水準（5.0%）を下回った。それ以降、期待利回りは5.0%を下回って推移し、2023年10月には3.8%となった。

ファンドバブル：日本ではバブル崩壊（1991～1993年頃）以降、地価の低迷が続いていたが、リーマンショック前の2007年から2008年にかけて、国内外の不動産投資ファンドなどによる不動産取得によって、都市部における地価が上昇した。

同業他社

同業他社として、中古マンションを取得しリノベーション後に販売するという点では、株式会社インテリックス（東証STD 8940）、株式会社イーグランド（東証STD 3294）、株式会社ムゲンエステート（東証STD 3299）があげられる。

ただし、同社が賃貸中の中古マンションを中心に取引するのに対し、インテリックス社、イーグランド社、ムゲンエステート社は空室物件を中心に取引する。中古住宅の販売価格帯としては、同業他社は同社と比較して低価格な物件を中心とする。これらの点から、同社は、同業他社と異なるビジネスモデルを展開している。

同業他社比較

業績推移 (百万円)	スター・マイカ・ホールディングス (東証PRM 2975)		インテリックス (東証STD 8940)		イーグランド (東証STD 3294)		ムゲンエステート (東証STD 3299)	
	22年11月期	23年11月期	22年5月期	23年5月期	22年3月期	23年3月期	21年12月期	22年12月期
売上高	48,212	48,878	36,140	41,237	23,352	25,786	33,956	31,242
前年比	30.7%	1.4%	-12.0%	14.1%	15.2%	10.4%	-2.6%	-8.0%
売上総利益	9,760	8,422	6,109	6,113	4,875	5,056	5,788	7,150
前年比	31.0%	-13.7%	-12.6%	0.1%	39.1%	3.7%	-1.3%	23.5%
売上総利益率	20.2%	17.2%	16.9%	14.8%	20.9%	19.6%	17.0%	22.9%
販管費	3,661	3,576	4,745	5,403	2,307	2,412	3,445	4,173
前年比	15.7%	-2.3%	-1.6%	13.9%	13.6%	4.5%	1.4%	21.1%
販管費率	7.6%	7.3%	13.1%	13.1%	9.9%	9.4%	10.1%	13.4%
営業利益	6,098	4,846	1,364	710	2,568	2,644	2,342	2,976
前年比	42.3%	-20.5%	-37.2%	-47.9%	74.4%	3.0%	-5.0%	27.1%
営業利益率	12.6%	9.9%	3.8%	1.7%	11.0%	10.3%	6.9%	9.5%
在庫 (百万円)								
販売用不動産	83,138	86,584	19,770	25,751	15,416	19,489	36,093	51,633
中古物件販売								
中古物件販売額 (百万円)	43,453	43,967	26,238	30,286	20,773	20,980	9,375	10,856
前年比	35.3%	1.2%	-16.2%	15.4%	17.7%	1.0%	61.4%	15.8%
中古物件販売件数	1,395	1,270	1,129	1,152	925	865	201	289
1件当たり売上高 (百万円)	31.1	34.6	23.2	26.3	22.5	24.3	46.6	37.6

出所：各社の資料よりSR社作成

*中古物件販売額は、同社はリノベマンション事業（売買）、インテリックス社はリノベクスマンションの販売額、イーグランド社は中古住宅再生事業（居住用）、ムゲンエステート社は不動産売買事業居住用不動産

*同社、イーグランド社、ムゲンエステート社の1件当たり売上高は、販売額÷販売件数で計算

*各社の主な取得物件としては、同社は賃貸中の中古マンションを取得する。インテリックス社およびムゲンエステート社は空室の中古マンションを取得する。イーグランド社は不動産競売から空室の中古マンションを取得する

株式会社インテリックス（東証STD 8940）

1995年設立、中古マンションを1室単位で取得し、内装を施して、「リノヴェクスマンション」として、アフターサービス保証（最長10年）付きで販売する事業を行っている。

2023年5月期のリノヴェクスマンションの販売件数は年間1,152件（前期比2.0%増）、平均築年数約34.3年（2022年5月期は33.3年）、平均販売価格26.3百万円（同23.2百万円）であった。販売地域の構成比は、東京都および神奈川県、地方都市の構成比が高い。インテリックス社は首都圏においては都道府県別にエリア管理を行い、その他の地域では支店別に管理している。エリア別の構成比で10%超の地域は、東京都（販売構成比27.3%）、神奈川県（同13.1%）、札幌エリア（同10.9%）、大阪エリア（同17.1%）であった。

同社とインテリックス社の営業利益率を比較すると、過去5年間に於いて、同社は8.3~12.7%、インテリックス社は1.7~5.3%で推移した。インテリックス社よりも同社の方が利益率が高い理由は、インテリックス社は空室物件を中心に取得する一方、同社は相対的に安い価格で仕入れることのできる賃貸中物件を主軸としていること、インテリックス社よりも同社の方が取り扱っている物件の価格帯が相対的に高いことによるとSR社は理解する。

一方、中古マンションの仕入れから販売決済までの期間は3~4カ月であり、同社の保有期間（オーナーチェンジ購入物件で3.5~4年、空室購入物件で約1年）と比較して短い。その結果、過去5年間に於いて、インテリックス社の販売用不動産の残高は、同社の20~30%程度で推移した。

インテリックス社の概況

業績推移 (百万円)	19年5月期	20年5月期	21年5月期	22年5月期	23年5月期
売上高	36,981	37,863	41,074	36,140	41,237
前年比	-15.0%	2.4%	8.5%	-12.0%	14.1%
売上総利益	6,051	5,558	6,992	6,109	6,113
前年比	6.5%	-8.2%	25.8%	-12.6%	0.1%
売上総利益率	16.4%	14.7%	17.0%	16.9%	14.8%
販管費	4,378	4,449	4,821	4,745	5,403
前年比	6.2%	1.6%	8.4%	-1.6%	13.9%
販管費率	11.8%	11.7%	11.7%	13.1%	13.1%
営業利益	1,673	1,109	2,171	1,364	710
前年比	7.2%	-33.7%	95.8%	-37.2%	-47.9%
営業利益率	4.5%	2.9%	5.3%	3.8%	1.7%
在庫 (百万円)					
販売用不動産	18,648	22,919	13,643	19,770	25,751
リノヴェクスマンションの売上高、販売件数					
物件販売の売上高 (百万円)	28,160	30,570	31,299	26,238	30,286
前年比	-18.1%	8.6%	2.4%	-16.2%	15.4%
販売件数 (件)	1,187	1,336	1,420	1,129	1,152
1件当たり売上高 (百万円)	23.7	22.9	22.0	23.2	26.3

出所：インテリックス社資料よりSR社作成

株式会社イーグランド（東証STD 3294）

1989年設立、不動産競売市場や一般の中古住宅流通市場から仕入れた中古住宅（中古マンション・中古戸建）をリフォームし、中古再生住宅として販売している。

2023年3月期において、中古住宅再生事業（居住用）の販売件数は865件（前期比6.5%減）、売上高は20,980百万円（同1.0%増）であった。

取扱物件は、主として一次取得者層（若年のファミリーなど、初めて住宅を購入する層）を主要対象としたマンションや戸建などの居住用物件を中心とする。販売価格が10百万円台の物件が37.0%、20百万円台の物件が44.4%、30百万円以上の物件が18.5%を占める（2023年3月期）。裁判所が実施する不動産競売による仕入れを行うほか、一般の中古住宅流通市場からの仕入れを強化している。物件は1戸単位で、地理的に分散して仕入れる方針としている。

東京都・神奈川県・埼玉県・千葉県の一都三県の首都圏エリアを中核エリア（中古住宅事業の販売額の約75%を占める）とするが、関西支店、名古屋支店を拠点として、首都圏エリア以外への事業エリア拡大も図っている。

イーグランド社の概況

業績推移（百万円）	19年3月期	20年3月期	21年3月期	22年3月期	23年3月期
売上高	18,181	20,464	20,269	23,352	25,786
前年比	-11.5%	12.6%	-1.0%	15.2%	10.4%
売上総利益	2,779	3,500	3,504	4,875	5,056
前年比	-15.6%	25.9%	0.1%	39.1%	3.7%
売上総利益率	15.3%	17.1%	17.3%	20.9%	19.6%
販管費	1,875	2,049	2,032	2,307	2,412
前年比	-0.3%	9.3%	-0.8%	13.6%	4.5%
販管費率	10.3%	10.0%	10.0%	9.9%	9.4%
営業利益	904	1,451	1,473	2,568	2,644
前年比	-36.0%	60.5%	1.5%	74.4%	3.0%
営業利益率	5.0%	7.1%	7.3%	11.0%	10.3%
在庫（百万円）					
販売用不動産および仕掛販売用不動産	12,185	12,522	11,626	15,416	19,489
販売用不動産	8,365	8,794	7,971	9,552	12,334
仕掛販売用不動産	3,819	3,728	3,655	5,865	7,155
中古住宅再生事業（居住用）の売上高、販売件数					
売上高（百万円）	16,721	18,495	17,648	20,773	20,980
前年比	-9.8%	10.6%	-4.6%	17.7%	1.0%
販売件数（件）	846	931	862	925	865
1件当たり売上高（百万円）	19.8	19.9	20.5	22.5	24.3

出所：イーグランド社資料よりSR社作成

株式会社ムゲンエステート（東証STD 3299）

1990年設立、首都圏1都3県（東京、神奈川、埼玉、千葉）を中心に中古不動産（区分所有マンション・投資用不動産・戸建など）を買い取り、それぞれの築年数、専有面積、間取り、立地および管理状態などに応じたバリューアップ（内外装工事および建物の管理状況の改善・経年劣化に伴う修繕工事・空室の賃貸・滞納賃料の解消などの実施による不動産投資利回りの向上）を連結子会社である株式会社フジホームで施し、「再生不動産」として、主に一次取得者層（初めて住宅を取得する層）・個人投資家・中小企業などに販売している。

不動産売買事業（2022年12月期売上高構成比92.8%）と賃貸その他事業（同7.1%）を主たる事業とする。不動産売買事業は、買取再販事業（居住用不動産）（2022年12月期不動産売買事業売上高構成比37.4%）と買取再販事業（投資用不動産）（同58.4%）、不動産開発事業、不動産特定共同事業から構成される。

居住用物件は、主にファミリータイプのマンションを1室単位から買い取り、リフォーム工事を施したうえで、一次取得者向けに再販する。リフォームは、連結子会社であるフジホーム社が行う。2022年12月期の居住用物件の売上件数は289件（2021年12月期は201件）、売上高は10,856百万円（同9,375百万円）、1件当たり売上高は37.6百万円（同46.6百万円）であった。

投資用物件は、賃貸マンション、アパート、ビルなどを買い取り、バリューアップ（内外装リフォーム工事、リーシング業務）を行ったうえで、個人投資家や中小企業向けに再販する。

ムゲンエステートの概況

業績推移 (百万円)	18年12月期	19年12月期	20年12月期	21年12月期	22年12月期
売上高	53,931	39,677	34,858	33,956	31,242
前年比	-15.2%	-26.4%	-12.1%	-2.6%	-8.0%
売上総利益	9,847	6,475	5,864	5,788	7,150
前年比	-10.2%	-34.2%	-9.4%	-1.3%	23.5%
売上総利益率	18.3%	16.3%	16.8%	17.0%	22.9%
販管費	3,862	3,317	3,398	3,445	4,173
前年比	-6.3%	-14.1%	2.4%	1.4%	21.1%
販管费率	7.2%	8.4%	9.7%	10.1%	13.4%
営業利益	5,985	3,157	2,465	2,342	2,976
前年比	-16.0%	-47.3%	-21.9%	-5.0%	27.1%
営業利益率	11.1%	8.0%	7.1%	6.9%	9.5%
在庫 (百万円)					
販売用不動産および仕掛販売用不動産	51,722	50,034	41,620	36,093	51,633
販売用不動産	51,635	49,887	41,337	35,463	51,116
仕掛販売用不動産	87	147	283	630	517
不動産売買事業の居住用不動産売上高、販売件数					
居住用不動産売上高	9,141	5,291	5,810	9,375	10,856
前年比	2.3%	-42.1%	9.8%	61.4%	15.8%
居住用不動産販売件数	291	157	148	201	289
1件当たり売上高	31.4	33.7	39.3	46.6	37.6

出所：ムゲンエステート社資料よりSR社作成

SW (Strengths, Weaknesses) 分析

強み (Strengths)

賃貸中の中古マンションの仕入れにおいて、取引先である不動産仲介業者との関係を構築してきたことで、投資魅力度の高い物件情報が同社に集まりやすくなっていること

同社は、中古マンションを1戸単位で仕入れ、賃貸および売却によって収益を獲得するリノベマンション事業を主力とする。賃貸および売却による収益の源泉となるという意味から、リノベマンション事業において物件の仕入れは重要であるとSR社は理解している。

中古マンションを1戸単位で取得することは、マンション1棟単位での取得と比較して、不動産業者にとっては業務効率が悪く、事務作業が煩雑になるが、他社との物件の獲得競争が起こりにくい。特に、同社の仕入の約半数（戸数ベース）を占める賃貸中の物件（オーナーチェンジ物件）では、購入者が取得前に部屋の状態を確認できず、取得後すぐの売却もできないため、取得者が限られる。

同社は、賃貸中の中古マンションを1戸単位で売買する業務の煩雑さや売却前の改装方法に関して蓄積してきたノウハウ、中古マンションを大量に購入できる資金力を生かして、賃貸中の中古マンションを購入し続けてきた。さらに、同社は一度取引をした不動産仲介業者との関係を継続し、中古マンションに関する物件情報網を構築した。これらのことから、同社は価格査定および決断の迅速さがあり、早期の物件売却意欲が強い不動産仲介業者にとって同社は重要な取引先とみなされており、投資魅力度の高い物件情報が、同社に最初に集まりやすくなっているとSR社は認識している。

同社は居住の実需がある住宅用不動産を扱い、仕入価格と販売価格の差に注目して収益を獲得するため、不動産市況の変化の影響を業界の中で相対的に受けにくいこと

同社のリノベマンション事業は、市況予測に基づいて商品の値上がり益を追求するのではなく、賃貸中の中古マンションがもつ、賃貸中物件と空室物件の価格差に注目して収益を獲得することを基本としている。また、同社が扱う物件は、景気変動の影響を受けやすいオフィスビルなどの商業用不動産ではなく、居住の実需がある住居用不動産であることから、不動産価格に下方硬直性があるとSR社は理解している。これらの要因から、同社は不動産業界の中では不動産市況の変化の影響を相対的に受けにくく、同社の利益の変動も小さく安定的であり、リーマンショック後の不況時においても最終黒字を維持した。

保有不動産の価値として、同社は、期末に外部鑑定結果に基づく中古マンションの売却利益の見通し（含み益）を開示している。2022年11月期末時点での販売用不動産は86,584百万円（過去5年間CAGRは9.0%）、販売用不動産の含み益（＝保有物件の時価総額－販売用不動産残高－想定販売コスト）は25,800百万円（同12.5%）であった。販売用不動産およびその含み益は、同社の事業規模拡大に伴い、継続的に増加してきた。

中古マンションの仕入戸数や物件販売額において業界トップであることから、分散投資によるリスク低減やコスト優位性を発揮できること

同社は、中古マンションの仕入戸数および販売額において、業界トップである（同社推定）。これにより、同社はリスクの低減やスケールメリットを享受しているとSR社は考える。

仕入戸数の多さから、「大数の法則」（物件数が多いほど、平均に収束する）が働き、それぞれの個別物件で生じるリスク（事故・自然災害、価格変動、退去期間など）を分散し、リスクを低減できる。これに加え、同社は2017年11月期ごろから地方都市での物件取得を強化しており、地理的なリスクの分散を実現している。保有物件の地域別残高構成は、2017年11月期末時点では首都圏85.3%、関西圏10.6%、その他（福岡県、愛知県、北海道、宮城県など）4.1%であったが、2022年11月期末時点では首都圏58.5%、関西圏23.1%、その他18.4%となった。

取扱物件数が多いことは、リノベーション（外注）のコスト低減にも寄与するとSR社は考える。同社は、リノベーションを担う外注先に対して、まとまった数の案件を安定的に発注することや、内装のパターン化により外注先における部材調達や施工作業の効率化を促進することを通じて、リノベーション費用を抑制している。これにより、オーダーメイドでのリノベーションと比較すると、同社は1件当たり約半分の価格でのリノベーションを実現しているとのことである。

弱み (Weaknesses)

売買回転率と利益率がトレードオフの関係にあること

同社のリノベマンション事業では、物件取得から売却まで、オーナーチェンジ購入物件では平均3.5~4年、空室購入物件では約1年を要する。資産を効率的に活用するためには、1) 空室物件の購入比率を高める、2) 販売に要する期間を短縮する、ことが有効であるとSR社は考える。しかし、以下で説明する通り、このいずれもがリノベーション事業における利益率の低下要因となる。

空室購入物件は、オーナーチェンジ購入物件よりも物件取得から売却までの期間が短いため、空室物件の購入比率を高めることは売買回転率の上昇要因となる。同社は地方都市への展開を強化するタイミングで、空室購入物件の購入比率も戦略的に高めており、仕入戸数の約50%、販売戸数の約70%を空室購入物件が占めた(2022年11月期)。一方、空室購入物件では、家賃収入は発生しないが管理費が発生することに加え、オーナーチェンジ購入物件と比較して仕入れ時の競合が激しく、オーナーチェンジ購入物件よりも空室購入物件の方が相対的に利益率が低くなる。実際に、2022年11月期において、オーナーチェンジ購入物件に帰属する売上総利益は約6,400百万円(うち賃貸利益が約2,390百万円、販売利益が約4,010百万円)、空室購入物件の販売による売上総利益は約2,840百万円であった。

物件の販売に要する期間は、不動産の市況の影響も受けるが、販売期間の短縮に対して同社が取りうる手段のひとつとして、物件の販売価格の低下がある。しかし、物件の販売価格の低下は、利益率の低下に直結する。

利益率を低下させずに売買回転率の上昇を図る方法としては、1) オーナーチェンジ物件における入居者の退去促進、2) リノベーション期間の短縮、があるとSR社は考える。ただし、借地借家法により、賃貸人からの解約申し入れに制限が設けられているため、オーナーチェンジ物件で入居者の退去を促すことは難しい。リノベーション期間の短縮については、リノベーションプランのパターン化により、外注先であるリノベーション会社の業務効率の推進を通じて、期間の短縮が見込まれるが、この効果は限定的であるとSR社は考える。

同社が主力とするリノベマンション事業はアセットビジネスであり、資産成長率が同社の利益成長率の制約条件になること

同社は、リノベマンション事業、インベストメント事業、アドバイザー事業から構成されるが、2022年11月期において、リノベマンション事業の売上高構成比は98.4%、売上総利益構成比は94.4%となった。リノベマンション事業は、物件を仕入れ、同社が在庫(販売用不動産)として保有したうえで、賃貸および売却により収益を獲得する「アセットビジネス」である。同社の主力であるリノベマンション事業が成長し続けるためには、資産規模を拡大し続ける必要があり、借入れなどによる資金調達を継続する必要がある。

資金調達のために借入れを拡大すると、自己資本比率が低下し、財務健全性が低下する。同社としては、健全な自己資本比率の下限を22~23%と認識しており、2022年11月期末時点での自己資本比率は23.5%であった。したがって、2022年11月期末時点の水準以上に、同社が借入比率を拡大することは考えづらいとSR社は考える。よって、同社が財務健全性を維持しつつ事業規模を拡大するにあたり、資産成長率の上限はサステナブル成長率(=ROE×(1-配当性向))となり、これが同社の利益成長率を決定する要素となる。

同社は引き続き、「アセットビジネス」であるリノベマンション事業を主軸としつつも、資産効率向上に向けて、リノベマンション事業の周辺領域で「ノンアセットビジネス」の展開を進めていくとしている。同社のアドバイザー事業は、不動産の売買・賃貸仲介、賃貸・建物管理および金融・不動産分野におけるコンサルティングなどの手数料ビジネスであり、不動産を取得しないノンアセットビジネスである。しかし、2022年11月期における売上高構成比は1.6%、売上総利益構成比は5.5%と、利益貢献は限定的であった。

利益率向上余地が限定的であること

リノベマンション事業の利益率は、物件の取得と売却の価格差、賃料、賃貸管理費、不動産仲介業者の手数料、改装費用などで決まる。売上高利益率向上には商品付加価値の向上またはコスト削減が重要な要素となるとSR社は考える。

中古マンションの仕入価格と販売価格の差に注目して収益を獲得する同社のリノベマンション事業には、不動産市況の変化の影響を受けにくく、安定的な利益獲得を実現するというメリットがある。しかし、商業用不動産などとは異なり、中古マンションは商品自体の差別化要素が乏しく、価値の付加や高価格化を図ることは難しい。コスト削減に関しても、賃貸管理費、不動産仲介手数料に低減余地は小さく、利益率向上策としては、賃貸管理や売却仲介の自社グループ内比率向上や、改装による付加価値向上などに限られる。

過去の業績と財務諸表

過去の業績

2023年11月期第3四半期累計期間実績

- 売上高：37,108百万円（前年同期比0.6%減）
- 売上総利益：6,639百万円（同13.7%減）
- 営業利益：4,063百万円（同20.8%減）
- 経常利益：3,360百万円（同26.8%減）
- 親会社株主に帰属する四半期純利益：2,326百万円（同26.7%減）

概要

主力のリノベーション事業（売買）では、2021年11月期下期から2022年11月期にかけて不動産市況が過熱感を帯びたことにより、同社が扱う物件の仕入価格と販売価格の差が拡大した。これに伴い、同社が物件購入時に想定していた販売利益を上回る状況となり、同期間において売上総利益率は14.1～18.9%と高水準で推移した。一方、2023年11月期においては、不動産市況の過熱感が落ち着いたことを背景に、仕入価格と販売価格の差の縮小が進展した。これに伴い、売上総利益率は当第1四半期は15.0%、当第2四半期は13.4%、当第3四半期は12.9%と低下傾向となった。不動産市況が低下局面にならない限り、売上総利益率は12～13%を底として回復していくことを同社は想定している。

リノベマンション事業（賃貸）では、相対的に利益率の低い地方物件比率が中長期的に上昇しており、売上総利益率の低下傾向が続いている。2017年11月期以前は売上総利益率が70.0%前後で推移していたが、2022年11月期には60.0%へと低下した。当第1四半期より、会計基準変更（長期保有物件について減価償却費の計上開始）の影響で売上総利益率が約3%ポイント低下する影響も受けている。地方物件比率の上昇に伴い、緩やかに売上総利益率の低下傾向は続く見通しではあるが、物件購入の継続による保有物件数の増加に伴い、利益額の拡大を図っている。

事業環境

日本の中古マンション業界においては、公益財団法人東日本不動産流通機構によると、2023年8月度の首都圏中古マンションの成約件数は2,367件（前年同月比0.9%増）と3カ月連続、首都圏中古マンションの成約㎡単価平均は740.8千円（同10.1%増）と40カ月連続、成約平均価格は47.0百万円（同9.9%増）と39カ月連続でそれぞれ前年同月を上回った。首都圏中古マンションの在庫件数は2021年6月（33,641件）以降復調傾向にあり、2023年8月は45,961件となった。新型コロナウイルス感染症拡大前の水準（2019年3月から2020年2月までは47,000～48,000件前後で推移）に近づきつつある。

世界的には、米国などで金利の上昇が続いているほか、中国では不動産市況が悪化するなど不透明な市場環境となっているが、同社の事業活動への影響は軽微であると同社は認識している。同社が扱う物件の購入者の多くは、居住を目的とした日本在住者であり、投資用不動産とは異なり実需の裏付けがあるためである。

売上高および利益の状況

売上高は、販売戸数の減少に伴うリノベマンション事業（売買）の減収により、前年同期比で減収となった。ただし、前期上期において特殊要因により販売戸数が増加する影響があり、当該影響を除くと当第3四半期累計期間の販売戸数は前年同期を上回った。

営業利益は、売上総利益の減少に伴い、減益となった。営業利益率は10.9%（前年同期比2.8%ポイント低下）となった。

- ▶ 売上総利益は、リノベマンション事業（売買）での減収に加え、不動産市況に過熱感のあった前年同期と比べて売上総利益率が低下したことで、減益となった。売上総利益率は17.9%（同2.9%ポイント低下）となった。
- ▶ 販管費は、仕入戸数の減少により租税公課が減少したが、採用活動が順調に進捗したことによる人員増により人件費が増加した。販管費率は6.9%（前年同期と同じ）となった。

会社予想に対する進捗率

当第3四半期累計期間実績の2023年11月期通期会社予想に対する進捗率は、売上高で73.8%（前年同期の前期実績に対する進捗率は77.4%）、営業利益で77.8%（同84.1%）、経常利益で76.8%（同84.7%）、親会社株主に帰属する当期純利益で77.2%（同85.6%）であった。販管費の進捗率は69.6%（同70.1%）となった。仕入戸数が同社計画を下回ったことに伴い、租税公課が同社計画を下回って進捗したとSR社は理解する。主力のリノベーション事業（売買）における進捗率は、売上高で73.5%（同77.7%）、売上総利益で73.3%（同80.1%）となった。おおむね同社計画通りの販売戸数および販売利益率で推移したとしている。

同社の2023年11月期通期会社予想は、今期より人材の採用と育成に注力し営業体制を強化することで、当上期よりも当下期に販売戸数および売上高を増加させる計画であるとしている。当下期の事業の方針としては、当上期に引き続き、オーナーチェンジ物件および空室物件をバランスよく仕入れて販売用不動産残高を積み上げるとともに、販売活動を強化する。当下期において、主力のリノベマンション事業（売買）では、不動産市況に過熱感がみられた前年同期との比較において売上総利益率が低下するものの、販売戸数の増加により売上総利益の増加を目指す。資本効率面では、オーナーチェンジ購入物件と空室購入物件の在庫バランスを意識して在庫回転率の向上に注力することで、利益率の低下に伴うROEの低下を抑制する考えである。

セグメント別の状況

リノベマンション事業

- 売上高：36,566百万円（前年同期比0.5%減）
- 売上総利益：6,260百万円（同14.0%減）

賃貸売上高が増加したものの、販売戸数の減少に伴い売買売上高が減少し、リノベマンション事業の売上高は前年同期比で減少した。売上総利益は、リノベマンション事業（賃貸）は会計基準変更の影響により減益となり、リノベマンション事業（売買）は販売戸数の減少および売上総利益率の低下により、減益となった。営業利益は、売上総利益の減少に伴い、減益となった。上述の通り、販管費は、租税公課が減少したが、人件費が増加した。

2017年11月期までは、同事業では賃貸中のマンションを仕入れることを原則とし、入居者の賃貸期間中は家賃収入を得て、入居者退去後にリノベーションを施して販売してきた。2018年11月期以降は、売買回転率上昇による利益拡大のため空室マンションの売買にも注力してきた。仕入物件に対する空室物件の比率（戸数ベース）は、当第3四半期累計期間において50%程度となった。

空室マンションは、仕入れ後3~4カ月でリノベーションを実施し、仕入れから約1年で売却する（賃貸中のマンションは仕入れから売却まで3.5~4年）。空室マンションの売買強化による収益面の影響について、リノベマンション事業（賃貸）では空室マンションは、家賃収入は発生しないが管理費などは発生する。リノベマンション事業（売買）では、空室購入物件は仕入れ時に賃貸中であった物件のマンション（オーナーチェンジ購入物件）と比較して仕入れ時の競合が激しく、同社が仕入れ時に想定する売上総利益率は、オーナーチェンジ購入物件で14-16%であるのに対し、空室購入物件で8-10%であるという（同社資料から判断し、2022年11月期の売上総利益率は、オーナーチェンジ購入物件で20%弱、空室購入物件で12%程度であったとSR社は認識している）。

リノベマンション事業（賃貸）

- 売上高：3,126百万円（前年同期比4.7%増）
- 売上総利益：1,735百万円（同3.3%減）

物件購入の継続により保有物件数が増加したことで、賃貸売上高は増加した。

利益面では、売上高は増加したものの、売上総利益率が低下し、売上総利益は減益となった。売上総利益率は55.5%（前年同期比4.6%ポイント低下）となった。売上総利益率の低下の要因は以下の通り。

- ▶ 第1に、今期より会計基準を変更し、長期保有物件について減価償却費を計上した。減価償却費の計上により、売上総利益率は約3.0%ポイント低下した（当第3四半期累計期間における影響額は約90百万円）。
- ▶ 第2に、同社が全国展開を進める中で、相対的に売上総利益率が低い地方都市の物件の構成比が上昇した。地方都市においては、東京都より賃料が相対的に低いが、管理費、修繕積立金などの固定費は同水準であるため、売上総利益率が低い傾向がある。

リノベーション事業（売買）

- 売上高：33,440百万円（前年同期比0.9%減）
- 売上総利益：4,581百万円（同16.7%減）

1戸当たりの売上高は増加したものの、販売戸数が減少したことによって、売買取上高は減少した。当第3四半期累計期間における販売戸数は976戸（前年同期比11.4%減）、1戸当たり売上高は34.3百万円（同11.8%増）となった。前期上期における特殊要因（後述）を除いた実力値ベースでは、営業体制の強化を背景に、前期に引き続き販売戸数は増加傾向となった。

- ▶ 四半期別の販売戸数は、前期第1四半期は339戸、前期第2四半期は510戸、前期第3四半期は253戸、前期第4四半期は293戸、当第1四半期は280戸、当第2四半期は373戸、当第3四半期は323戸となった。
 - ▶ 2021年11月期第4四半期から前期第1四半期（2022年11月期第1四半期）に一部物件の引き渡しが遅れしたこと、前期第1四半期の販売戸数は2021年11月期第1四半期比22.8%増と高水準になった。当第1四半期は、前期第1四半期における高水準の販売戸数との比較では減少した。この後ずれの影響を除くと、当第1四半期の販売戸数は前期第1四半期を上回ったと同社は述べている。
 - ▶ 前期第2四半期（2022年11月期第2四半期）に法人向け販売でまとまった量の物件を販売したことから、前期第2四半期の販売戸数は2021年11月期第2四半期比22.9%増と高水準となった。当第2四半期は、前期第2四半期における高水準の販売戸数との比較では減少した。法人向け販売の影響を除くと、当第2四半期の販売戸数は前期第2四半期を上回ったと同社は述べている。
- ▶ 1戸当たりの売上高は、中古マンション市場の販売価格が前年同期を上回る水準であったことを背景に、増加した。

利益面では、売上高の減少に加え、売上総利益率の低下により、売上総利益は減益となった。四半期別の売上総利益率は、前期第1四半期は18.9%、前期第2四半期は14.1%、前期第3四半期は16.6%、前期第4四半期は14.1%、当第1四半期は15.0%、当第2四半期は13.4%、当第3四半期は12.9%となった。当第1四半期以降における、利益率低下の要因は以下の通り。

- ▶ 上述の通り、首都圏中古マンションの成約㎡単価平均は40カ月連続で上昇を続けた。販売価格は上昇を続けたものの、販売戸数の60～70%を占める空室購入物件（仕入れから販売までの期間は約1年）では、仕入れ価格が上昇局面にあった在庫を販売したことが売上総利益率の低下に影響した。一方、販売戸数の30～40%を占めるオーナーチェンジ購入物件（同3.5～4年）では、成約㎡単価の上昇以前の物件を販売したことで、売上総利益率は好調に推移した。
- ▶ 不動産市況の過熱感が落ち着いた中、物件の販売において、より売買取上率を意識することとした。不動産市況の上昇局面では、販売期間を長く確保し、より高値で販売することが、利益額の最大化において重要な戦略であった。一方、不動産市況の過熱感が落ち着いた状況においては、1物件当たりの販売利益額が減少しても、販売期間を短縮し売買取上率を上昇させることが、利益額の最大化において重要な戦略となりうる。このように不動産市況の変化に応じて販売戦略を調整したことも、利益率の低下要因となった。

当第3四半期累計期間における売上原価に含まれる販売用不動産評価損は47百万円（前年同期は4百万円）となった。

販売用不動産の状況

販売用不動産は、金額ベースでは84,733百万円（前期末比1,595百万円増、同1.9%増）となった。販売用不動産は、物件の購入およびリノベーションなどに伴う簿価増加により前期末比約29,800百万円増加し、販売により同約28,200百万円減少した。戸数ベースでは、当第3四半期末時点での在庫戸数は3,879戸（前期末比81戸増、同2.1%増）となった。仕入戸数は1,057戸（前年同期比15.8%減）に対し、販売戸数は976戸（同11.4%減）となった。

仕入戸数は前年同期を下回ったが、これは物件の仕入れにおいて、仕入戸数と販売戸数のバランスを考慮したり、不動産市況の過熱感が落ち着いた中で販売時の利益率を意識して物件を厳選したりしたためであるとしている。事業環境として、競合事業者の増加や物件価格の上昇により物件の仕入れが困難になる、といった変化は生じていないと同社は認識している。

1戸当たり仕入金額は、28.8百万円（前年同期比5.2%増）となった。東京を中心に不動産価格が上昇傾向となったほか、戦略的に従来よりも少し高い価格帯の物件を購入した（ただし、高級物件を購入したわけではない）ことで、仕入金額が上昇した。

インベストメント事業

- 売上高：計上なし（前年同期は計上なし）
- 売上総利益：計上なし（同上）

インベストメント事業では、首都圏を中心に、一棟マンションなどの収益不動産などを中心に投資を実施し、賃貸および販売を行う。

事業会社への出資は前期に引き続き実施している。利益面については、収益不動産への投資再開など、新たな案件の検討に伴う人件費計上などにより、5百万円の営業損失（前年同期は5百万円の営業損失）となった。

アドバイザー事業

- 売上高（外部顧客への売上高）：542百万円（前年同期比5.6%減）
- 売上総利益：370百万円（同9.8%減）

アドバイザー事業では、不動産の売買・賃貸仲介、賃貸・建物管理および金融・不動産分野におけるコンサルティングなどの手数料ビジネスを行う。リノベマンション事業およびインベストメント事業とは異なり、アドバイザー事業は不動産を取得しない事業（ノンアセットビジネス）であることから、相対的に利益率が高い。

仲介件数は、同社が販売する物件、外部投資家が所有する物件ともに、前年同期比で増加した。ただし、外部投資家が所有する物件の仲介において一棟物件等の大口案件の取り扱いがなかったことなどにより仲介手数料収入が減少し、減収減益となった。

2023年11月期第2四半期累計期間実績

- 売上高：24,886百万円（前年同期比9.8%減）
- 売上総利益：4,571百万円（同17.9%減）
- 営業利益：2,806百万円（同25.6%減）
- 経常利益：2,306百万円（同33.2%減）
- 親会社株主に帰属する四半期純利益：1,595百万円（同33.1%減）

事業環境

中古マンション業界においては、公益財団法人東日本不動産流通機構によると、2023年5月度の首都圏中古マンションの成約件数は2,737件（前年同月比4.9%減）と前年同月比で減少した。一方、首都圏中古マンションの成約㎡単価平均は709.5千円（同8.1%増）と37カ月連続、成約平均価格は45.7百万円（同9.5%増）と36カ月連続でそれぞれ前年同月を上回った。首都圏中古マンションの在庫件数は2021年6月（33,641件）以降復調傾向にあり、2023年5月は45,779件となった。新型コロナウイルス感染症拡大前の水準（2019年3月から2020年2月までは47,000～48,000件前後で推移）に近づきつつある。

同社の取り組み

同社は、リノベマンション事業に注力し、営業エリアの深耕や子会社仲介機能の拡充を通して、積極的な物件購入および安定的な販売物件供給に努めた。また、財務基盤の強化および人材の採用・育成に注力し、経営基盤の強化に取り組んだ。

業績概要

売上高は、販売戸数の減少に伴うリノベマンション事業（売買）の減収により、前年同期比で減収となった。売上総利益は、リノベマンション事業（売買）での減収に加え、不動産市況に過熱感のあった前年同期と比べて売上総利益率が低下し、減益となった。営業利益は、売上総利益の減少に伴い、減益となった。販管費は、仕入戸数の減少により租税公課が減少したが、採用活動が順調に進捗したことで人員が増加し、人件費が増加した。経常利益は、営業減益となったことに加え、前年同期に50百万円計上したデリバティブ評価益の計上がなかったことで、減益となった。

会社予想に対する進捗率と当下期の見通し

当第2四半期累計期間（上期）実績の当上期会社予想に対する達成率は、売上高で100.6%、営業利益で107.3%、経常利益で105.0%、親会社株主に帰属する当期純利益で106.0%であった。

当上期実績の2023年11月期通期会社予想に対する進捗率は、売上高で49.5%、営業利益で53.8%、経常利益で52.7%、親会社株主に帰属する当期純利益で53.0%であった。主力のリノベーション事業（売買）における進捗率は、売上高で49.6%、売上総利益で50.6%となった。物件の仕入戸数および販売戸数、売上総利益率は、同社計画に対して順調に推移したと社は述べている。

同社の2023年11月期通期会社予想は、今期より人材の採用と育成に注力し営業体制を強化することで、当上期よりも当下期に販売戸数および売上高を増加させる計画であるとしている。当下期の事業の方針としては、当上期に引き続き、オーナーチェンジ物件および空室物件をバランスよく仕入れて販売用不動産残高を積み上げるとともに、販売活動を強化する。当下期において、主力のリノベーション事業（売買）では、不動産市況に過熱感がみられた前年同期との比較において売上総利益率が低下するものの、販売戸数の増加により売上総利益の増加を目指す。資本効率面では、オーナーチェンジ購入物件と空室購入物件の在庫バランスを意識して在庫回転率の向上に注力することで、利益率の低下に伴うROEの低下を抑制する考えである。

セグメント別の状況

リノベーション事業

- 売上高：24,500百万円（前年同期比10.0%減）
- 売上総利益：4,290百万円（同18.9%減）
- 営業利益：2,765百万円（同25.0%減）

賃貸売上高が増加したものの、販売戸数の減少に伴い売買売上高が減少し、リノベーション事業の売上高は前年同期比で減少した。売上総利益は、リノベーション事業（賃貸）は会計基準変更の影響により減益となり、リノベーション事業（売買）は販売戸数の減少および売上総利益率の低下により、減益となった。営業利益は、売上総利益の減少に伴い、減益となった。上述の通り、販管費は、租税公課が減少したが、人件費が増加した。

2017年11月期までは、同事業では賃貸中のマンションを仕入れることを原則とし、入居者の賃貸期間中は家賃収入を得て、入居者退去後にリノベーションを施して販売してきた。2018年11月期以降は、収益機会拡大のため空室マンションの売買にも注力してきた。仕入物件に対する空室物件の比率（戸数ベース）は、当上期において50%程度となった。

空室マンションは、仕入れ後3~4カ月でリノベーションを実施し、仕入れから約1年で売却する（賃貸中のマンションは仕入れから売却まで3.5~4年）。空室マンションの売買強化による収益面の影響について、リノベーション事業（賃貸）では空室マンションは、家賃収入は発生しないが管理費などは発生する。リノベーション事業（売買）では、空室購入物件は仕入れ時に賃貸中であった物件のマンション（オーナーチェンジ購入物件）と比較して仕入れ時の競合が激しく、同社が仕入れ時に想定する売上総利益率は、オーナーチェンジ購入物件で14-16%であるのに対し、空室購入物件で8-10%であるという（同社資料から判断し、2022年11月期の売上総利益率は、オーナーチェンジ購入物件で20%弱、空室購入物件で12%程度であったとSR社は認識している）。

リノベーション事業（賃貸）

- 売上高：2,079百万円（前年同期比4.0%増）
- 売上総利益：1,162百万円（同4.3%減）

首都圏および地方主要都市における物件購入に注力し、販売用不動産残高、在庫戸数が前期を上回った結果、賃貸売上高は増加した。

利益面では、売上高は増加したものの、売上総利益率が低下し、売上総利益は減益となった。売上総利益率は55.9%（前年同期比4.8%ポイント低下）となった。売上総利益率の低下の要因として、第1に、今期より会計基準を変更し、長期保有物件について減価償却費を計上した。減価償却費の計上により、売上総利益率は3.0%ポイント低下した（当上期における影響額は約60百万円）。第2に、同社が全国展開を進める中で、相対的に売上総利益率が低い地方都市の物件の構成比が上昇した。地方都市においては、東京都より賃料が相対的に低いが、管理費、修繕積立金などの固定費は同水準であるため、売上総利益率が低い傾向がある。

リノベーション事業（売買）

- 売上高：22,422百万円（前年同期比11.1%減）
- 売上総利益：3,161百万円（同22.6%減）

1戸当たりの売上高は増加したものの、販売戸数が減少したことによって、売買売上高は減少した。当上期における販売戸数は653戸（前年同期比23.1%減）、1戸当たり売上高は34.3百万円（同15.6%増）となった。

- ▶ 四半期別の販売戸数は、前期第1四半期は339戸、前期第2四半期は510戸、前期第3四半期は253戸、前期第4四半期は293戸、当第1四半期は280戸、当第2四半期は373戸となった。
- ▶ 2021年11月期第4四半期から前期第1四半期（2022年11月期第1四半期）に一部物件の引き渡しが遅れたことで、前期第1四半期の販売戸数は2021年11月期第1四半期比22.8%増と高水準になった。当第1四半期は、前期第1四半期における高水準の販売戸数との比較では減少した。この後ずれの影響を除くと、当第1四半期の販売戸数は前期第1四半期を上回ったと同社は述べている。
- ▶ 前期第2四半期（2022年11月期第2四半期）に法人向け販売でまとまった量の物件を販売したことから、前期第2四半期の販売戸数は2021年11月期第2四半期比22.9%増と高水準となった。当第2四半期は、前期第2四半期における高水準の販売戸数との比較では減少した。法人向け販売の影響を除くと、当第2四半期の販売戸数は前期第2四半期を上回ったと同社は述べている。
- ▶ 1戸当たりの売上高は、中古マンション市場の販売価格が前年同期を上回る水準であったことを背景に、増加となった。

利益面では、売上高の減少に加え、売上総利益率の低下により、売上総利益は減益となった。四半期別の売上総利益率は、前期第1四半期は18.9%、前期第2四半期は14.1%、前期第3四半期は16.6%、前期第4四半期は14.1%、当第1四半期は15.0%、当第2四半期は13.4%となり、同社が適正水準であるとする13%を上回って推移した。

- ▶ 上述の通り、首都圏中古マンションの成約㎡単価平均は37カ月連続で上昇を続けた。販売価格は上昇を続けたものの、販売戸数の60～70%を占める空室購入物件（仕入れから販売までの期間は約1年）では、仕入価格が上昇局面にあった在庫を販売したことが売上総利益率の低下に影響した。一方、販売戸数の30～40%を占めるオーナーチェンジ購入物件（同3.5～4年）では、成約㎡単価の上昇以前の物件を販売したことで、売上総利益率は好調に推移した。

当上期において、売上原価に含まれる販売用不動産評価損は26百万円（前年同期は4百万円）となった。

販売用不動産の状況

販売用不動産は、金額ベースでは85,064百万円（前期末比1,927百万円増、同2.3%増）となった。販売用不動産は、物件の購入およびリノベーションなどに伴う簿価増加により前期末比約20,700百万円増加し、販売により同約18,800百万円減少した。戸数ベースでは、当第2四半期末時点での在庫戸数は3,891戸（前期末比93戸増、同2.4%増）となった。仕入戸数は746戸（前年同期比17.3%減）に対し、販売戸数は653戸（同23.1%減）となった。

仕入戸数は前年同期を下回ったが、これは同社が仕入戸数と販売戸数のバランスを重視する方針としているためである。物件の仕入れにあたって、事業環境に変化は生じていないと同社は認識している。

インベストメント事業

- 売上高：計上なし（前年同期は計上なし）
- 営業損失：4百万円（前年同期は営業損失3百万円）

インベストメント事業では、首都圏を中心に、一棟マンションなどの収益不動産などを中心に投資を実施し、賃貸および販売を行う。

事業会社への出資は前期に引き続き実施している。利益面については、収益不動産への投資再開など、新たな案件の検討に伴う人件費計上などにより、営業損失となった。

アドバイザー事業

- 売上高（外部顧客への売上高）：386百万円（前年同期比2.1%増）
- 営業利益：341百万円（同6.2%減）

アドバイザー事業では、不動産の売買・賃貸仲介、賃貸・建物管理および金融・不動産分野におけるコンサルティングなどの手数料ビジネスを行う。リノベマンション事業およびインベストメント事業とは異なり、アドバイザー事業は不動産を取得しない事業（ノンアセットビジネス）であることから、相対的に利益率が高い。

外部投資家が所有する物件の仲介で、前年同期に取り扱いのあった一棟物件の大口案件（相対的に単価が高い案件）の取り扱いがなかったことなどにより、仲介手数料収入が減少した。一方、営業体制の強化を背景に、同社が販売するリノベマンションの仲介件数は前年同期比で増加した。

2023年11月期第1四半期実績

- 売上高：11,062百万円（前年同期比10.2%減）
- 売上総利益：2,159百万円（同24.2%減）
- 営業利益：1,359百万円（同35.2%減）
- 経常利益：1,148百万円（同41.4%減）
- 親会社株主に帰属する四半期純利益：797百万円（同40.8%減）

中古マンション業界においては、公益財団法人東日本不動産流通機構によると、2023年2月度の首都圏中古マンションの成約件数は3,240件（前年同月比3.0%増）と前年同月比で増加した。一方、首都圏中古マンションの成約㎡単価平均は687.1千円（同9.9%増）と34カ月連続、成約平均価格は43.6百万円（同8.3%増）と33カ月連続でそれぞれ前年同月を上回った。ただし、2022年11月から2023年1月にかけては成約価格が前月比で低下するなど、価格上昇に一服感がみられた。首都圏中古マンションの在庫件数は2021年6月（33,641件）以降復調傾向にあり、2023年2月は44,760件となった。新型コロナウイルス感染症拡大前の水準（2019年3月から2020年2月までは47,000～48,000件前後で推移）には及ばず、品薄感のある状態となった。

同社は、リノベマンション事業に注力し、営業エリアの拡大や子会社仲介機能の拡充を通して、物件購入・供給量の増加に努めた。また、自己資本比率の維持・向上に努め、財務基盤の強化に取り組んだ。

売上高は、リノベマンション事業（売買）の減収により、前年同期比で減収となった。売上総利益は、リノベマンション事業（売買）で減収となったことに加え、売上総利益率が低下したことで、減益となった。営業利益は、売上総利益の減少に加え、販管費が同6.7%増となったことで、減益となった。販管費は、仕入戸数の減少により租税公課が減少したが、人員の増加により人件費が増加した。経常利益は、営業減益となったことに加え、前年同期に39百万円計上したデリバティブ評価益の計上がなかったことで、減益となった。

会社予想に対する進捗率

当第1四半期実績の2023年11月期上期（第2四半期累計期間）会社予想に対する進捗率は、売上高で44.7%、営業利益で52.0%、経常利益で52.3%、親会社株主に帰属する当期純利益で53.0%であった。

当第1四半期実績の2023年11月期通期会社予想に対する進捗率は、売上高で22.0%、営業利益で26.0%、経常利益で26.2%、親会社株主に帰属する当期純利益で26.5%であった。

主力のリノベーション事業（売買）における進捗率は、売上高で21.7%、売上総利益で23.7%となったが、物件の仕入戸数および販売戸数、売上総利益率は、同社計画に対して順調に推移したと同社は述べている。同社は、今期より人材の採用と育成に注力し営業体制を強化することで、当上期よりも当下期に販売戸数および売上高を増加させる計画としている。

セグメント別の状況

リノベマンション事業

- 売上高：10,884百万円（前年同期比10.2%減）
- 営業利益：1,342百万円（同33.1%減）

賃貸売上高が増加したものの、販売戸数の減少に伴い売買売上高が減少し、リノベマンション事業の売上高は前年同期比で減少した。営業利益は、売上総利益が2,030百万円（前年同期比24.8%減）と減少となったことに伴い、減益となった。上述の通り、販管費は、租税公課が減少したが、人件費が増加した。

2017年11月期までは、同事業では賃貸中のマンションを仕入れることを原則とし、入居者の賃貸期間中は家賃収入を得て、入居者退去後にリノベーションを施して販売してきた。2018年11月期以降は、収益機会拡大のため空室マンションの売買にも注力している。その結果、仕入物件に対する空室マンションの比率は上昇傾向にあり、当第1四半期においては45%程度となった。

空室マンションは、仕入れ後3～4カ月でリノベーションを実施し、仕入れから約9カ月で売却する（賃貸中のマンションは仕入れから売却まで約2年6カ月）。空室マンションの売買強化による収益面の影響について、リノベマンション事業（賃貸）では空室マンションは、家賃収入は発生しないが管理費などは発生する。リノベマンション事業（売買）では、空室購入物件は仕入れ時に賃貸中であった物件のマンション（オーナーチェンジ購入物件）と比較して仕入れ時の競合が激しく、同社が仕入れ時に想定する売上総利益率は、オーナーチェンジ購入物件で14.16%であるのに対

し、空室購入物件で8-10%であるという（同社資料から判断し、2022年11月期の売上総利益率は、オーナーチェンジ購入物件で20%弱、空室購入物件で12%程度であったとSR社は認識している）。

リノベマンション事業（賃貸）

- 売上高：1,020百万円（前年同期比2.5%増）
- 売上総利益：568百万円（同6.8%減）

首都圏および地方主要都市における物件購入に注力し、販売用不動産残高、在庫戸数が前期を上回った結果、賃貸売上高は増加した。

利益面では、売上高は増加したものの、売上総利益率が低下したことに伴い、売上総利益は減益となった。売上総利益率は、55.7%（前年同期比5.5%ポイント低下）となった。売上総利益率の低下の要因として、第1に、今期より会計基準を変更し、長期保有物件について減価償却費を計上した。減価償却費の計上により、売上総利益率は約3%ポイント低下した。第2に、同社が全国展開を進める中で、相対的に売上総利益率が低い地方都市の物件の構成比が上昇した。地方都市においては、東京都より賃料が相対的に低いが、管理費、修繕積立金などの固定費は同水準であるため、売上総利益率が低い傾向がある。

リノベマンション事業（売買）

- 売上高：9,864百万円（前年同期比11.4%減）
- 売上総利益：1,480百万円（同29.6%減）

1戸当たりの売上高は増加したものの、販売戸数が減少したことによって、売買売上高は減少した。当第1四半期における販売戸数は280戸（前年同期比17.4%減）、1戸当たり売上高は35.2百万円（同7.3%増）となった。

- ▶ 2021年11月期第4四半期から前年同期（2022年11月期第1四半期）に一部物件の引き渡しが後ずれしたことで、前年同期の販売戸数が2021年11月期第1四半期比22.8%増と高水準になった。当第1四半期は前年同期における高水準の販売戸数との比較では減少した。この後ずれの影響を除くと、当第1四半期の販売戸数は前年同期を上回ったと同社は述べている。
- ▶ 1戸当たりの売上高は、中古マンション市場として販売価格が前年同期を上回る水準であったことを背景に、増加となった。空室物件では、戦略的に従来より高価格の物件の仕入販売も行った。

利益面では、売上高が減少したことに加え、売上総利益率が15.0%（前年同期比3.9%ポイント低下）となったことから、売上総利益は減益となった。前期からの四半期別の売上総利益率は、前期第1四半期は18.9%、前期第2四半期は14.1%、前期第3四半期は16.6%、前期第4四半期は14.1%、当第1四半期は15.0%となり、同社が適正水準であると考えられる15%前後で推移した。オーナーチェンジ物件は、仕入れから販売までに平均で約2年6カ月を要する。上述の通り、首都圏中古マンションの成約㎡単価平均が34カ月連続で上昇を続ける中、成約㎡単価の上昇以前の物件を販売したことで、オーナーチェンジ物件の売上総利益率は好調に推移した。

当第1四半期における売上原価に含まれる販売用不動産評価損は9百万円（前年同期は4百万円）となった。

販売用不動産の状況

販売用不動産は、金額ベースでは84,175百万円（前期末比1,038百万円増、同1.2%増）となった。戸数ベースでは、当第1四半期末時点での在庫戸数は3,852戸（前期末比54戸増、同1.4%増）となった。仕入戸数は334戸（前年同期比23.2%減）に対し、販売戸数は280戸（同17.4%減）となった。仕入戸数は前年同期を下回ったが、これは同社が仕入戸数と販売戸数のバランスを重視する方針としているためである。物件の仕入れにあたって、事業環境に変化は生じていないと同社は認識している。

インベストメント事業

- 売上高：計上なし（前年同期は計上なし）
- 営業損失：2百万円（前年同期は営業損失1百万円）

インベストメント事業では、首都圏を中心に、一棟マンションなどの収益不動産などを中心に投資を実施し、賃貸および販売を行う。

事業会社への出資は前期に引き続き実施している。利益面については、収益不動産への投資再開など、新たな案件の検討に伴う人件費計上などにより、営業損失となった。

アドバイザー事業

- 売上高（外部顧客への売上高）：178百万円（前年同期比5.9%減）
- 営業利益：157百万円（同27.5%減）

アドバイザー事業では、不動産の売買・賃貸仲介、賃貸・建物管理及び金融・不動産分野におけるコンサルティングなどの手数料ビジネスを行う。リノベーション事業およびインベストメント事業とは異なり、アドバイザー事業は不動産を取得しない事業（ノンアセット事業）であることから、相対的に利益率が高い。

同社のリノベーションマンションの販売戸数が前年同期比で減少したこと、外部投資家が所有する物件の仲介件数は増加したものの一棟物件などの大口案件の取り扱いがなかったことなどにより、仲介手数料収入が減少した。

2022年11月期通期実績

- 売上高：48,212百万円（前期比30.7%増）
- 売上総利益：9,760百万円（同31.0%増）
- 営業利益：6,098百万円（同42.3%増）
- 経常利益：5,419百万円（同46.9%増）
- 親会社株主に帰属する当期純利益：3,709百万円（同54.4%増）

中古マンション業界においては、公益財団法人東日本不動産流通機構によると、2022年11月度の首都圏中古マンションの成約件数は2,797件（前年同月比18.1%減）と前年同月比で減少した。一方、首都圏中古マンションの成約㎡単価平均は696.9千円（同14.4%増）と31カ月連続、成約平均価格は44.2百万円（同13.3%増）と30カ月連続でそれぞれ前年同月を上回った。首都圏中古マンションの在庫件数は2021年6月（33,641件）以降復調傾向にあり、2022年11月は41,158件となった。新型コロナウイルス感染症拡大前の水準には及ばず、品薄感のある状態となった。

同社は、リノベーション事業に注力し、営業エリアの拡大や子会社仲介機能の拡充を通して、物件購入・供給量の増加に努めたことにより、2022年11月期末の販売用不動産は83,138百万円（前期末比11.9%増）となった。これに伴い、資産合計は90,378百万円（前期末比11.8%増）となった。一方、自己資本は、親会社株主に帰属する当期純利益が増加要因となったものの、自己株式の取得が減少要因となり、前期末比0.1%増となった。その結果、2022年11月期末の自己資本比率は23.5%となり、前期末の26.2%から2.7%ポイント低下した。

売上高は、リノベーション事業（売買）の増収が牽引し、前期比で増収となった。売上総利益は、リノベーション事業（売買）で1室当たりの利益に拘った販売戦略を実行した結果、増益となった。営業利益は、売上総利益が前期比31.0%増となった一方、販管費が同15.7%増に留まった結果、増益となった。販管費は、主に人件費と租税公課が増加した。人件費は、2022年11月期の業績に応じて、従業員および役員への賞与の業績連動分が増加したことで増加した。租税公課は、仕入戸数の増加に伴って増加した。経常利益は、営業増益となったことに加え、デリバティブ評価益を92百万円（前期は77百万円）計上したことで、増益となった。

通期会社予想に対する達成率

今期実績の2022年11月期通期会社予想（2022年3月修正後）に対する達成率は、売上高で101.7%、営業利益で108.1%、経常利益で110.2%、親会社株主に帰属する当期純利益で109.6%であった。リノベーション事業（売買）を中心に、同社の計画に対して上振れて着地した。

セグメント別の状況

リノベーション事業

- 売上高：47,449百万円（前期比31.8%増）
- 営業利益：5,982百万円（同40.7%増）

賃貸売上高および売買売上高が前期比で増収となったことにより、リノベーション事業の売上高は前期比で増収となった。営業利益は、売上総利益が9,210百万円（前期比34.3%増）となったものの、販管費及び一般管理費が3,228百万円（同23.7%増）に留まったことで、増益となった。上述の通り、販管費は、主に人件費と租税公課が増加した。

2017年11月期までは、同事業では賃貸中のマンションを仕入れることを原則とし、入居者の賃貸期間中は家賃収入を得て、入居者退去後にリノベーションを施して販売してきた。2018年11月期以降は、収益機会拡大のため空室マンションの売買にも注力している。その結果、仕入物件に対する空室マンションの比率は上昇傾向にあり、今期においては45～50%程度となった。

空室マンションは、仕入れ後3~4カ月でリノベーションを実施し、仕入れから約9カ月で売却する（賃貸中のマンションは仕入れから売却まで約2年6カ月）。空室マンションの売買強化による収益面の影響について、リノベマンション事業（賃貸）では空室マンションは、家賃収入は発生しないが管理費などは発生する。リノベマンション事業（売買）では、空室購入物件は仕入れ時に賃貸中であった物件のマンション（オーナーチェンジ購入物件）と比較して仕入れ時の競合が激しく、同社が仕入れ時に想定する売上総利益率は、オーナーチェンジ購入物件で14.16%であるのに対し、空室購入物件で8.10%であるという（同社資料から判断し、2022年11月期の売上総利益率は、オーナーチェンジ購入物件で20%弱、空室購入物件で12%程度であったとSR社は認識している）。

リノベマンション事業（賃貸）

- 売上高：3,996百万円（前期比2.7%増）
- 売上総利益：2,397百万円（同0.6%減）

首都圏および地方主要都市における物件購入に注力し、販売用不動産残高、在庫戸数が前期を上回った結果、賃貸売上高は増収となった。賃貸売上高の増加率（前期比2.7%増）よりも在庫戸数の増加率（前期比6.9%増）が高いのは、上述の通り、仕入物件に対する空室マンションの比率が上昇傾向にあったことによる。

利益面では、売上高は増加したものの、売上総利益率が低下したことに伴い、売上総利益は減益となった。売上総利益率は、60.0%（前期比2.0%ポイント低下）となった。これは、相対的に売上総利益率が低い地方都市の物件の構成比が上昇したためである。地方都市においては、東京都より賃料が相対的に低いが、管理費、修繕積立金などの固定費は同水準であるため、売上総利益率が低い傾向がある。

リノベマンション事業（売買）

- 売上高：43,453百万円（前期比35.3%増）
- 売上総利益：6,866百万円（同51.6%増）

販売戸数および1戸当たりの売上高の増加によって、売買売上高は増収となった。新築マンションの供給量が限定的で価格が高騰していることなどを背景に、中古マンションの需要が高水準で推移する中、同社は1室当たりの利益に拘った販売戦略を実行した。今期における販売戸数は1,395戸（前期比26.8%増）、1戸当たり売上高は31.1百万円（同6.7%増）となった。

- ▶ 四半期別の販売戸数は、当第1四半期は339戸（前年同期比22.8%増）、当第2四半期は510戸（同22.9%増）、当第3四半期は253戸（同10.5%増）、当第4四半期は293戸（同62.8%増）となった。当第1四半期および当第4四半期は、前期第4四半期から一部物件の決済が当第1四半期後ずれしたことで、増加率が大きくなった。当第2四半期は、法人向け販売を実施し、販売戸数が伸長したことで、増加率が大きくなった。

利益面では、売上高が増加したことに加え、売上総利益率が15.8%（前期比1.7%ポイント上昇）となったことから、売上総利益が増益となった。1戸当たりの売上高が増加したことに加え、オーナーチェンジ物件の売上総利益率が上昇した。オーナーチェンジ物件は、仕入れから販売までに平均で約2年6カ月を要する。上述の通り、首都圏中古マンションの成約㎡単価平均は31カ月連続で上昇を続けており、成約㎡単価の上昇以前の物件を販売できたことから、オーナーチェンジ物件の売上総利益率が上昇した。

- ▶ 四半期別の売上総利益率は、当第1四半期は18.9%、当第2四半期は14.1%、当第3四半期は16.6%、当第4四半期は14.1%となった。当第2四半期において売上総利益率が一時的に低下したのは、当第2四半期において相対的に売上総利益率の低い法人向け販売を実施したためである。

今期における売上原価に含まれる販売用不動産評価損は48百万円（前期は81百万円）となった。

販売用不動産の状況

販売用不動産は、金額ベースでは83,138百万円（前期末比8,829百万円増、同11.9%増）となった。販売用不動産の含み益（＝保有物件の時価総額－販売用不動産残高－想定販売コスト）は25,400百万円（前期末比4,700百万円、同22.7%増）となった。戸数ベースでは、今期末時点での在庫戸数は3,798戸（前期末比245戸増、同6.9%増）となった。仕入戸数は1,640戸（前期比23.8%増）に対し、販売戸数は1,395戸（同26.8%増）となった。

インベストメント事業

- 売上高：計上なし（前期は売上高20百万円）
- 営業損失：7百万円（前期は営業利益14百万円）

インベストメント事業では、首都圏を中心に、一棟マンションなどの収益不動産などを中心に投資を実施し、賃貸および販売を行う。

今期において、新たに事業会社への出資を実施した。利益面については、収益不動産への投資再開の検討に伴う人件費計上などにより、営業損失となった。

アドバイザー事業

- 売上高（外部顧客への売上高）：763百万円（前期比12.4%減）
- 営業利益：704百万円（同19.0%増）

アドバイザー事業では、不動産の売買・賃貸仲介、賃貸・建物管理及び金融・不動産分野におけるコンサルティングなどの手数料ビジネスを行う。リノベマンション事業およびインベストメント事業とは異なり、アドバイザー事業は不動産を取得しない事業（ノンアセット事業）であることから、相対的に利益率が高い。

今期において、同社が販売するリノベマンション物件の売買仲介業務が順調に推移したことに加え、投資家向け社外物件仲介に伴う手数料収入が増加した。

損益計算書

損益計算書（百万円）	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	22年11月期	23年11月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
売上高	13,901	19,333	20,974	23,075	30,282	32,164	39,568	36,897	48,212	48,878
前年比	2.6%	39.1%	8.5%	10.0%	31.2%	6.2%	23.0%	-6.8%	30.7%	1.4%
売上原価	10,370	14,733	15,454	16,915	23,358	25,867	33,597	29,446	38,452	40,456
売上総利益	3,531	4,600	5,520	6,160	6,924	6,297	5,971	7,451	9,760	8,422
前年比	9.0%	30.3%	20.0%	11.6%	12.4%	-9.0%	-5.2%	24.8%	31.0%	-13.7%
売上総利益率	25.4%	23.8%	26.3%	26.7%	22.9%	19.6%	15.1%	20.2%	20.2%	17.2%
販売費及び一般管理費	1,628	2,135	2,261	2,585	3,085	2,670	2,690	3,164	3,661	3,576
前年比	13.4%	31.2%	5.9%	14.3%	19.4%	-13.4%	0.7%	17.6%	15.7%	-2.3%
売上高販管費比率	11.7%	11.0%	10.8%	11.2%	10.2%	8.3%	6.8%	8.6%	7.6%	7.3%
営業利益	1,903	2,465	3,259	3,575	3,839	3,627	3,281	4,287	6,098	4,846
前年比	5.5%	29.5%	32.2%	9.7%	7.4%	-5.5%	-9.5%	30.6%	42.3%	-20.5%
営業利益率	13.7%	12.8%	15.5%	15.5%	12.7%	11.3%	8.3%	11.6%	12.6%	9.9%
営業外収益	21	5	5	6	11	11	17	96	111	9
受取利息	0	0	0	0	0	1	2	5	3	1
デリバティブ評価益	-	-	-	-	-	-	-	77	92	-
営業外費用	637	673	682	599	604	712	802	695	791	933
支払利息	535	572	561	459	454	516	592	540	615	685
支払手数料	102	99	119	137	138	134	148	151	173	196
その他	0	2	2	3	13	63	62	4	3	52
経常利益	1,286	1,797	2,581	2,982	3,245	2,926	2,497	3,688	5,419	3,921
前年比	4.5%	39.7%	43.6%	15.5%	8.8%	-9.8%	-14.7%	47.7%	46.9%	-27.6%
経常利益率	9.3%	9.3%	12.3%	12.9%	10.7%	9.1%	6.3%	10.0%	11.2%	8.0%
特別利益	-	-	-	37	-	-	-	-	-	-
特別損失	-	-	-	-	-	-	-	153	-	-
法人税等	513	683	903	951	1,091	903	768	1,133	1,709	1,257
税率	39.9%	38.0%	35.0%	31.5%	33.6%	30.8%	30.7%	32.0%	31.5%	32.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	773	1,114	1,678	2,069	2,155	2,023	1,729	2,402	3,709	2,664
前年比	3.8%	44.2%	50.6%	23.3%	4.1%	-6.1%	-14.5%	38.9%	54.4%	-28.2%
純利益率（マージン）	5.6%	5.8%	8.0%	9.0%	7.1%	6.3%	4.4%	6.5%	7.7%	5.5%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

2009年11月期から2014年11月期まで

売上高は12,000百万円から14,000百万円、営業利益は2009年11月期および2012年11月期を除いて1,700百万円から1,900百万円で推移した。リノベマンション事業が堅調に推移したことに加え、アドバイザー事業が2010年11月期以降は増収増益で推移し業績を下支えした。

2009年11月期においては、売上高は主にインベストメント事業の減収によって13,310百万円（前期比5.5%減）となった。利益面では、リノベマンション事業で在庫の評価損を計上した他、インベストメント事業で住居以外の投資案件について損失処理を行ったことで、営業利益は1,377百万円（同16.8%減）となった。

2012年11月期においては、売上高は12,858百万円（前期比1.1%増）となったが、リノベマンション事業の売却において市場環境の変化があったことで、営業利益が1,542百万円（同17.0%減）となった。

また、2012年11月期から2014年11月期にかけて、インベストメント事業において有形固定資産の取得を進めた。

2015年11月期以降

2015年11月期から2019年11月期にかけては、インベストメント事業において2014年11月期までに取得した物件を2015年11月期以降に売却し、増収増益で推移した。主力のリノベマンション事業においても概ね増収増益で推移し、2015年11月期および2018年11月期は二桁増収となった。2015年11月期においては一棟リノベーションマンション「ステラシリーズ」の分譲が売上高および利益に寄与した。2018年11月期においては、リノベマンション事業では従来は賃貸中のマンションのみを取扱ってきたが、空室マンションの取扱いを開始したことで増収となった。2014年11月期までに取得した有形固定資産の売却は、2019年11月期に完了した。

2020年11月期においては、新型コロナウイルス感染症の感染が拡大し、リノベマンション市場の動向が見通せない中で、一部の物件価格を値下げするなどの販売促進を行った。その結果、売上高は増加したが売上総利益率が低下し、売上総利益以下の各利益が減益となった。

2021年11月期および2022年11月期においては、不動産市況に過熱感がみられる中、同社は販売戸数よりも1戸当たり利益を重視した販売戦略を推進した。その結果、インベストメント事業が業績を牽引していた2018年11月期の営業利益を上回り、過去最高の営業利益を達成した。

2023年11月期においては、保有物件数の増加に伴う賃貸売上高の増加、1戸当たり販売金額の上昇に伴う売買売上高の増加に伴い、前期比での増収を維持した。一方、不動産市況に過熱感がみられなくなる中、空室購入物件（仕入から売却までの期間が相対的に短い）を中心に利益率が低下したことで、売上総利益以下の各利益は減益となった。

貸借対照表

貸借対照表 (百万円)	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	22年11月期	23年11月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
資産										
現金及び預金	2,037	1,934	3,260	2,266	4,075	4,331	7,405	3,112	3,110	4,200
営業未収入金	49	63	41	47	50	56	82	249	76	46
販売用不動産	31,170	36,890	39,221	44,808	56,261	68,978	66,541	74,309	83,138	86,584
繰延税金資産	61	69	95	117	178	-	-	-	-	-
その他	319	360	476	596	629	1,816	1,314	1,610	1,787	1,634
流動資産合計	33,636	39,316	43,094	47,834	61,193	75,181	75,343	79,281	88,112	92,465
建物及び構築物	4,212	3,868	3,268	2,560	684	55	58	57	66	67
建物及び構築物 減価償却累計額	-1,157	-1,068	-1,053	-931	-243	-22	-26	-29	-32	-36
土地	7,062	6,238	5,738	4,702	1,316	-	-	-	-	-
その他	28	29	51	35	24	16	12	11	27	18
有形固定資産合計	10,145	9,068	8,005	6,366	1,781	49	44	39	61	49
無形固定資産合計	8	6	4	18	52	60	266	133	151	147
投資有価証券	-	-	70	-	0	0	108	366	794	1,089
繰延税金資産	99	71	50	47	49	243	371	380	378	422
その他	339	334	421	409	459	587	627	643	881	811
投資その他の資産合計	438	404	542	456	508	831	1,105	1,388	2,052	2,321
固定資産合計	10,591	9,478	8,551	6,841	2,341	940	1,415	1,560	2,265	2,517
資産合計	44,229	48,803	51,652	54,684	63,537	76,123	76,759	80,844	90,378	94,983
負債										
営業未払金	240	330	196	254	304	491	347	614	733	670
短期有利子負債	3,838	4,171	2,872	3,053	5,748	7,735	7,613	7,444	8,341	10,226
短期借入金	476	118	-	-	1,658	1,399	433	699	900	52
1年内返済予定の長期借入金	3,362	4,054	2,872	3,053	4,090	6,336	7,180	6,745	7,441	10,174
1年内償還予定の社債	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
未払法人税等	272	418	589	542	653	381	485	796	1,225	477
その他	864	1,175	1,284	1,347	1,326	1,554	1,662	1,737	1,952	1,496
流動負債合計	5,213	6,094	4,941	5,197	8,032	10,161	10,107	10,591	12,251	12,868
長期有利子負債	27,218	29,994	32,711	33,904	38,307	47,314	46,812	48,983	56,854	58,883
社債	100	330	203	356	260	140	120	240	100	60
長期借入金	27,118	29,665	32,508	33,548	38,047	47,174	46,692	48,743	56,754	58,823
その他	175	160	93	73	33	74	126	8	-	-
固定負債合計	27,393	30,154	32,804	33,977	38,340	47,388	46,938	48,992	56,854	58,883
負債合計	32,607	36,249	37,745	39,173	46,372	57,549	57,045	59,583	69,104	71,751
純資産										
資本金	3,573	3,573	3,573	3,573	3,573	100	100	373	482	482
資本剰余金	3,549	3,549	3,550	3,541	3,546	7,020	7,015	7,127	3,763	3,763
利益剰余金	5,015	5,939	7,274	8,656	9,980	11,411	12,557	14,428	17,373	19,332
自己株式	-557	-557	-550	-317	-0	-0	-1	-720	-428	-415
株主資本合計	11,579	12,504	13,847	15,454	17,100	18,530	19,671	21,208	21,190	23,163
その他の包括利益累計額合計	-24	-18	-0	-3	-10	-32	-34	-6	24	10
新株予約権	68	68	60	60	76	76	76	59	59	58
純資産合計	11,622	12,554	13,906	15,510	17,165	18,574	19,713	21,261	21,274	23,231
運転資本	30,979	36,623	39,066	44,601	56,007	68,543	66,276	73,944	82,481	85,961
有利子負債合計	31,056	34,166	35,583	36,957	44,055	55,049	54,425	56,428	65,195	69,109
ネット・デット	29,019	32,232	32,322	34,691	39,980	50,719	47,020	53,315	62,084	64,909

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

資産

販売用不動産

同社の主な資産は販売用不動産である。2023年11月期末における販売用不動産は86,584百万円（過去10年間CAGRは12.4%）であり、総資産の91.2%を占めた（過去10年間においては、2013年11月期末の71.9%から上昇基調）。販売用不動産の内容は、主に保有している中古マンションであり、同社の主力事業であるリノベマンション事業の賃料収入および売買収入の源泉となっている。販売用不動産のうち、賃貸中物件は約68,300百万円、販売在庫（リノベーション工事中物件および販売中物件の合計）は約18,200百万円となった。

同社の賃料収入および売買収入は販売用不動産に一定料率を乗じた値に収束する傾向がある（棚卸資産回転率が一定値に収束する）。販売用不動産は将来の売上の主な決定要素となる。同社は、自己資本比率や利益水準を維持しつつ、販売用不動産（リノベマンション事業）の残高を増やす方針としている。

同社は販売用不動産を時価で評価し、時価が帳簿価額を下回る場合に限り、帳簿価額と時価の差額を販売用不動産評価損として、評価替えを行う。ただし、時価が帳簿価額を上回る場合の含み益は計上されない。同社によれば、2023年11月期末の販売用不動産の含み益（＝保有物件の時価総額－販売用不動産残高－想定販売コスト、時価は外部鑑定の結果に基づく）は25,800百万円（過去10年間CAGRは17.4%）であった。

販売用不動産の状況

販売用不動産の状況（百万円）	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	22年11月期	23年11月期
販売用不動産評価額（時価）	43,300	51,800	56,200	63,900	79,200	96,400	92,300	106,500	122,500	
前年比	23.0%	19.6%	8.5%	13.7%	23.9%	21.7%	-4.3%	15.4%	15.0%	
販売用不動産保有残高	31,170	36,890	39,221	44,808	56,261	68,978	66,541	74,309	83,138	86,584
前年比	15.5%	18.4%	6.3%	14.2%	25.6%	22.6%	-3.5%	11.7%	11.9%	4.1%
販売用不動産残高に対する含み益	7,800	9,800	11,300	12,300	14,300	16,900	15,000	20,700	25,400	25,800
前年比	50.0%	25.6%	15.3%	8.8%	16.3%	18.2%	-11.2%	38.0%	22.7%	1.6%
想定販売コスト	4,200	5,100	5,700	6,800	8,600	10,500	10,800	11,500	14,000	

出所：会社データよりSR社作成

有形固定資産

有形固定資産はインベストメント事業における賃貸マンションなどで、2012年11月期から2014年11月期まで増加傾向にあったが、2015年11月期以降は減少し、2023年11月期末時点では総資産の1%未満となった。

総資産の増加

同社は自己資本比率25%以上を目途に借入れを行い、資産を拡大させていく方針である。よって、総資産は、販売用不動産を中心に、サステナブル成長率（ROE×内部留保率）に近い水準で増加すると予想される。

負債

有利子負債

同社の負債は有利子負債が中心である。2023年11月期末時点で、負債の96.4%が有利子負債であった。長期有利子負債（社債および長期借入金）は同82.1%、短期有利子負債（短期借入金または1年内返済予定の長期借入金）は同14.3%であった。

2009年11月以降、販売用不動産を中心とした資産の拡大に伴い、有利子負債の合計額も増加している。有利子負債依存度（有利子負債÷総資産）は、過去10年間において67.6～72.8%で推移した（2023年11月期末時点での有利子負債依存度は72.8%）。

当座貸越枠

同社は当座借越を使うことで、物件毎にローンを組むのではなく、会社として短期資金の借入れ枠を確保し、物件取得に対する資金需要に柔軟に対応している。その後、短期有利子負債を長期有利子負債に借り替える仕組みをとっている。

2022年11月期において、同社は17の金融機関と当座貸越契約を締結している。当座貸越極度額の総額は27,100百万円（2021年11月期は23,300百万円）で、同社の事業規模の成長に応じて増加傾向にある。

当座貸越枠の推移

	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	22年11月期
(百万円)										
当座貸越極度額の総額	5,100	5,600	7,100	7,500	8,600	16,000	23,150	20,000	23,300	27,100
借入実行残高	2,584	2,500	3,770	3,725	4,255	10,963	15,459	9,219	10,822	19,090
差引額	2,516	3,100	3,330	3,775	4,345	5,037	7,691	10,781	12,478	8,010

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

純資産

純資産は、親会社株主に帰属する当期純利益から、配当による社外流出を除いた内部留保の積み上げの影響が大きい。

内部留保の積み上げ以外では、2011年11月期に公募増資により、1,247百万円を調達したことで、資本金が増加した。

キャッシュフロー計算書

キャッシュフロー計算書	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	22年11月期	23年11月期
(百万円)										
営業活動によるキャッシュフロー(1)	-2,649	-2,191	783	-1,822	-4,709	-10,270	4,766	-4,915	-4,593	-1,761
税金等調整前当期純利益	1,286	1,797	2,581	3,019	3,245	2,926	2,497	3,535	5,419	3,921
販売用不動産の増減額(は増加)	-3,863	-4,150	-994	-4,083	-6,902	-10,998	2,437	-7,767	-8,829	-3,447
法人税等の支払額	-603	-523	-765	-1,040	-1,032	-1,153	-1,001	-1,224	-1,458	-2,295
投資活動によるキャッシュフロー(2)	-2,850	-852	-630	-2	-59	-69	-378	-312	-310	-63
有形固定資産の取得による支出	-2,849	-850	-561	-28	-19	-13	-3	-4	-35	-2
有形固定資産の売却による収入	-	-	2	-	-	-	-	-	-	2
FCF(1+2)	-5,499	-3,043	153	-1,823	-4,768	-10,339	4,387	-5,227	-4,903	-1,825
財務活動によるキャッシュフロー	5,861	2,940	1,173	829	6,577	10,542	-1,313	934	4,901	2,914
短期借入金金の純増減額(は減少)	-1,966	-358	-118	-	1,658	-260	-966	266	201	-848
長期借入れによる収入	16,399	14,258	14,003	14,067	18,386	28,152	24,908	22,853	32,286	39,965
長期借入金金の返済による支出	-8,544	-11,019	-12,341	-12,846	-12,850	-16,779	-24,547	-21,236	-23,580	-35,163
自己株式の取得による支出	-0	-0	-	-0	-0	-0	-	-720	-3,258	-230
自己株式の処分による収入	28	0	0	-	67	-	-	-	-	-
配当金の支払額	-153	-190	-344	-462	-581	-552	-583	-531	-688	-699
親会社株主に帰属する当期純利益(NI)	773	1,114	1,678	2,069	2,155	2,023	1,729	2,402	3,709	2,664
減価償却費及びのれん償却費(A)	452	333	286	151	60	25	61	77	48	59
設備投資(B)	-2,850	-852	-562	-39	-59	-69	-267	-95	-89	-41
運転資本増減(C)	4,181	5,644	2,443	5,535	11,406	12,536	-2,267	7,668	8,537	3,479
単純FCF(NI+A+B-C)	-5,807	-5,049	-1,040	-3,354	-9,250	-10,557	3,790	-5,285	-4,869	-797
EBITDA(営業利益+減価償却費)	2,355	2,798	3,545	3,726	3,899	3,652	3,343	4,364	6,146	4,905
前年比	14.2%	18.8%	26.7%	5.1%	4.6%	-6.3%	-8.5%	30.5%	40.8%	-20.2%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

同社のビジネスモデルにおいて、中古マンションの取得は、自己資金に加え、借入れによるレバレッジを掛けて行われる。取得された中古マンションは、貸借対照表上は販売用不動産として計上される。

販売用不動産は、主力のリノベマンション事業の収益基盤であり、販売用不動産の増加は将来の売上成長を生み出す源泉となっている。従って、同社の事業の特色として、業績の成長過程では販売用不動産の取得・増加により売上・利益が成長する一方、営業活動によるキャッシュフローのマイナスが続く傾向があることには留意が必要である。また、それに伴って、借入金の増加により、財務活動によるキャッシュフローのプラスが続く。

上述の理由から、同社の業績実態は営業活動によるキャッシュフローを基準に把握することが困難である。そのため、同社では、キャッシュフロー関連の経営指標として、EBITDA(営業利益+減価償却費)を重視している。

営業活動によるキャッシュフロー

同社の営業活動によるキャッシュフローは、当期純利益、減価償却費、運転資金の増減額の影響を大きく受ける。運転資金の増減では、特に販売用不動産の増減の影響が大きい。上述の理由から、販売用不動産の増加により、営業活動によるキャッシュフローはマイナスとなる傾向が強い。

投資活動によるキャッシュフロー

投資活動によるキャッシュフローは、有形固定資産の取得による影響を大きく受ける。同社において、主な有形固定資産は、インベストメント事業における賃貸用マンションである。

財務活動によるキャッシュフロー

営業活動によるキャッシュフローおよび投資活動によるキャッシュフローのマイナスを借入金の増加により賄うことから、財務活動によるキャッシュフローはプラスが続いている。同社では自己資本比率25%以上を目途として、借入れを活用する方針である。よって、利益の内部留保による自己資本の拡大に応じて、借入れおよび販売用不動産が増加する仕組みである。

その他情報

沿革

同社の設立は2001年であるが、賃貸中の中古マンションを売買するビジネスモデルの始まりは、1997年に遡る。現社長の水永氏は外資系金融機関に勤務する傍ら、資金運用で不動産投資を行っていた。数々の物件を取引する中で、ある時、不動産仲介業者から賃貸中の中古ファミリーマンションの割安な物件を紹介されたという。空室の中古物件と比較して30%程度低い価格を提示されたことから当該物件を購入し、数か月後に退去した物件を改装後に売却すると、実際に空室価格での売却に成功した。その後、賃貸中の中古マンション物件を中心に取引するようになり、2001年に同社の前身である株式会社扇インベストメントを設立した。

2002年に扇インベストメント社の社名をスター・マイカ株式会社に変更したが、その後の約1年間は賃貸中の中古マンションの売買が事業として成立するかを同氏は1人で検証した。その結果、成功を確信し、2003年に事業を本格化、2005年11月期に、2件の事業譲受により事業を拡大し、2006年には大阪証券取引所ヘラクレス市場に上場を果たした。

上場後の2006年11月期から2008年11月期のリーマンショック以前まで、同社は様々な事業の展開を試みた。2006年11月に大阪支店を開設、2007年5月にスター・マイカ・アセットマネジメント株式会社設立、2007年8月にスター・マイカ・アセット・パートナーズ株式会社設立、2008年5月にファン・インベストメント株式会社を設立した。その結果、連結の従業員数は2006年11月期の28人から2008年11月期には43人に増加した。

リーマンショック後の2008年11月期および2009年11月期には営業減益となったことから、新規事業の展開を改め、リノベマンション事業へ経営資源を集中する方針に変更した。2009年11月期には、インベストメント事業およびアドバイザリー事業の縮小、大阪支店の閉鎖、スター・マイカ・アセット・パートナーズ社の吸収合併を行った。

2009年11月期以降は、一貫して中古マンションの売買、賃貸、およびその関連事業に注力している。リスクを抑え再現性の高いビジネスを手掛けることで、2008年以降のリーマンショックによる不動産不況の中でも黒字を継続した。

2012年9月には、中古マンションの売買仲介を行う目的で、スター・マイカ・レジデンス株式会社を設立した。

同社の、これまでの業界常識を超えたユニークな競争戦略は高く評価されており、2011年には、マイケル・Eポーター教授（ハーバード大学教授）から「ポーター賞」を受賞した。

ポーター賞：競争戦略論の第一人者であるマイケル・E・ポーター教授（ハーバード大学）の名を冠する賞。製品、プロセス、経営手法においてイノベーションを起こすと共に独自性のある戦略を実行し、その結果、収益性を高めている企業を表彰するもの。

同社およびスター・マイカ株式会社の沿革

年月	出来事
2001年5月	株式会社扇インベストメント設立
2002年2月	社名をスター・マイカ株式会社に変更
2006年10月	大阪証券取引所ヘラクレス市場（現・東京証券取引所ジャスダック市場）に上場
2011年9月	横浜支店を開設
2011年11月	2011年度ポーター賞を受賞
2013年12月	大阪支店を開設
2015年11月	東京証券取引所第二部に上場
2016年6月	さいたま支店を開設
2017年7月	東京証券取引所第一部に上場
2017年8月	福岡営業所を開設（2018年11月に支店化）
2018年2月	名古屋営業所を開設
2018年4月	仙台営業所を開設（2019年3月に支店化）
2018年7月	札幌営業所を開設（2020年7月に支店化）
2019年6月	持株会社体制への移行
2022年4月	東京証券取引所の市場区分の見直しにより、東京証券取引所の市場第一部からプライム市場に移行

出所：会社資料よりSR社作成

ESGへの取り組み

サステナビリティに関する基本方針

同社は「『作る』から『活かす』社会の実現へ」を企業理念（ミッション）に掲げ、公正・誠実に事業を行うとともに、社会に役立つ事業の創造へチャレンジし、「成長性」と「収益性」の双方を追求するとしている。

E：環境

同社は創業以来、作っては壊すという環境負荷の強い不動産開発事業を行わず、既存物件のリノベーションを主軸として事業を展開してきた。既存物件リノベーション工事におけるCO₂排出量は、新規不動産開発や新規建替工事時の約3%であり、地球環境への負荷が小さい。

米国・欧州と比べて未だ成長途上にある日本の既存住宅流通の活性化を実現することで、継続的に環境負荷の軽減・CO₂削減を推進し、持続可能な地球環境の保全に貢献すると同社は述べている。

S：社会

同社は、高品質の物件を持続的に供給するため、従業員の労働環境に配慮した職場作りを行っている。取り組み例は、以下の通りである。

- ▶ チームワークを育む企業文化：同社の行動指針の1つである「オープン＆フラット」な組織風土を目指し、社員の階層を「ディレクター」「マネージャー」「スタッフ」の3階層に限定する。様々なコミティやプロジェクトを組織し、部門の垣根を超えて自由闊達な意見交換が出来る仕組みとしている。
- ▶ 女性が活躍できる職場環境作り：同社は、社員の約50%を女性が占めており、女性の視点からの商品開発を進めるプロジェクトチームを組成している。同社の産休・育休の取得率は100%であり、復職後のケアも充実させることで、女性が長く働きやすい仕組みを整えている。

G：ガバナンス

コーポレートガバナンス（2023年6月30日時点）

組織形態・資本構成	
組織形態	監査等委員会設置会社
支配株主	なし
外国人株式保有比率	20%以上30%未満
取締役関係	
定款上の取締役人数	11名
取締役人数	4名
定款上の取締役任期	1年
取締役会議長	社長
社外取締役人数	3名
社外取締役のうち独立役員に指定されている人数	3名
その他	
議決権電子行使プラットフォームへの参加	なし
招集通知（要約）の英文での提供	なし
取締役へのインセンティブ付与に関する施策の実施状況	譲渡制限付株式報酬
ストック・オプションの付与対象者	社内取締役
取締役報酬の開示状況	一部のものだけ個別開示
報酬の額またはその算定方法の決定方針の有無	あり
買収防衛策の導入の有無	なし

出所：会社資料よりSR社作成

トップ経営者

代表取締役会長 水永政志氏

1964年生まれ、東京大学農学部卒。

年	概要
1989年	三井物産株式会社に就職し、本社財務経理本部に配属
1995年	米国カリフォルニア大学ロスアンゼルス校（UCLA）経営大学院にて、経営学修士（MBA）修得。株式会社ポストン・コンサルティング・グループ入社
1996年	ゴールドマン・サックス証券会社入社。プライベートバンク業務を担当。先端金融商品の開発や資産運用に携わる
2000年	株式会社ピーアイテクノロジー（現・いちごグループホールディングス株式会社。旧社名アセット・マネジャーズ株式会社）を設立
2002年	中古マンション流通を主要業務とする同社を創業、代表取締役社長就任
2014年	同社代表取締役会長就任
2016年	同社代表取締役会長兼社長就任

出所：会社資料よりSR社作成

大株主（2023年5月末時点）

大株主の状況	所有株式数 (千株)	所有株式数の割合
水永 政志	11,703	35.0%
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	4,177	12.5%
株式会社日本カストディ銀行（信託口）	2,358	7.0%
STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505019	859	2.6%
RE FUND 107-CLIENT AC	789	2.4%
JP MORGAN CHASE BANK 380646 (常任代理人：株式会社みずほ銀行)	738	2.2%
KIA FUND 136 (常任代理人：シティバンク、エヌ・エイ)	634	1.9%
GOVERNMENT OF NORWAY アーク証券株式会社	591	1.8%
NORTHERN TRUST CO. (AVFC) RE UK PENSION FUNDS EXEMPT LENDING ACCOUNT	565	1.7%
計	22,952	68.6%

出所：会社データよりSR社作成

*所有株式数の割合は、自己株式を除いたベース

株主還元

2024年1月に発表した中期経営計画「Find the Value 2026」において、同社はキャピタルアロケーションポリシーを明示した。

株主還元の方針として、年2回の中間配当および期末配当として安定的かつ増配にて実施していくとともに、機動的に自己株式の取得を行うことで、総還元性向40%を目指すとしている。自己株式の取得は、PBR1倍割れなど同社が割安と判断する場合に実施する考えである。

連結配当性向の推移

(%, 円)	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	22年11月期	23年11月期
連結配当性向	21.0%	23.5%	24.8%	36.3%	27.0%	14.4%	33.7%	25.4%	18.2%	25.1%
1株当たり配当金	4.50	7.25	11.50	20.75	16.00	8.00	16.00	16.50	19.50	20.00
1株当たり当期純利益	21.47	30.81	46.36	57.12	59.23	55.50	47.43	65.00	107.21	79.59

出所：会社データよりSR社作成

*同社は2012年12月1日付で1対100の株式分割を実施、2017年10月1日付で1対2の株式分割を実施、2022年12月1日付で1対2の株式分割を実施した。上表の1株当たりデータは、これらの株式分割を加味した数値である

ところで

社名の由来となっている「スター・マイカ」とは、「雲母」（うんも）と呼ばれる鉱石の英語名である。スター（星）という輝きと、鉱石に象徴される永続性を兼ね備えたいと願い、「スター・マイカ」を社名としたという。

ニュース&トピックス

自己株式取得に係る事項の決定に関して発表

2023年8月17日

スター・マイカ・ホールディングス株式会社は自己株式取得に係る事項の決定に関して発表した。

(リリース文へのリンクは[こちら](#))

取得に係る事項の内容

- 取得対象株式の種類：普通株式
- 取得し得る株式の総数：180,000株（上限）（発行済株式総数（自己株式を除く）に対する割合0.5%）
- 株式の取得価額の総額：100百万円（上限）
- 取得期間：2023年8月17日～2024年3月31日

自己株式取得に係る事項の一部変更に関して発表

2023年4月25日

スター・マイカ・ホールディングス株式会社は自己株式取得に係る事項の一部変更に関して発表した。

(リリース文へのリンクは[こちら](#))

取得に係る事項の内容

- 取得対象株式の種類：普通株式
- 取得し得る株式の総数：320,000株（上限）（変更前は160,000株（上限））
- 取得しうる株式の総数の発行済株式総数（自己株式を除く）に対する割合：1.0%（同0.5%）
- 株式の取得価額の総額：200百万円（上限）（同100百万円（上限））
- 取得期間：2023年1月19日～2023年6月30日（変更なし）

企業概要

企業正式名称

スター・マイカ・ホールディングス株式会社

代表電話番号

03-5776-2701

設立年月日

2001年5月1日

IRコンタクト

社長室 IRグループ

IR Phone

03-5776-2785

IR Email

lr.group@starmica.co.jp

本社所在地

〒105-6028 東京都港区虎ノ門4-3-1城山トラストタワー28階

上場市場

東証プライム

上場年月日

2006年10月2日

決算月

11月

株式会社シェアードリサーチについて

株式会社シェアードリサーチは今までにない画期的な形で日本企業の基本データや分析レポートのプラットフォーム提供を目指しています。さらに、徹底した分析のもとに顧客企業のレポートを掲載し随時更新しています。

連絡先

企業正式名称

株式会社シェアードリサーチ / Shared Research Inc.

TEL

+81 (0)3 5834-8787

住所

東京都千代田区神田猿樂町2丁目6-10

Email

info@sharedresearch.jp

HP

<https://sharedresearch.jp>

ディスクレーム

本レポートは、情報提供のみを目的としております。投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。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。SR Inc.の役員および従業員は、SR Inc.の調査レポートで対象としている企業の発行する有価証券に関して何らかの取引を行っており、または将来行う可能性があります。そのため、SR Inc.の役員および従業員は、該当企業に対し、本レポートの客観性に影響を与える利害を有する可能性があることにご留意ください。

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。