

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

サムティ

3244 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2019 年 9 月 2 日 (月)

執筆：客員アナリスト

柴田郁夫

FISCO Ltd. Analyst **Ikuo Shibata**



FISCO Ltd.

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

目次

■ 要約	01
1. 会社概要	01
2. 2019 年 11 月期上期の業績	01
3. 2019 年 11 月期の業績予想	01
4. 成長戦略	02
■ 会社概要	03
1. 事業概要	03
2. 特長	06
3. 沿革	07
■ 大和証券グループとの資本業務提携	08
1. 業務提携の内容	08
2. 資本提携の内容	09
■ 業界環境	09
■ 業績動向	12
1. 過去の業績推移	12
2. 2019 年 11 月期上期決算の概要	14
3. 開発計画（パイプライン）の状況	16
■ 活動実績	17
1. 投資実績	17
2. ホテル開発事業の進展	17
3. 営業エリア	17
■ 業績見通し	18
■ 成長戦略	19
1. 新中期経営計画	19
2. 重点戦略の方向性	19
■ 株主還元	21

■ 要約

足元業績はホテル事業の伸びなどにより順調に拡大。 大和証券グループとの資本業務提携を締結

1. 会社概要

サムティ <3244> は、関西圏及び首都圏を中心として全国に展開している総合不動産会社である。不動産事業(不動産ファンド向け大型賃貸マンションやホテルの開発及び販売等)と不動産賃貸事業(賃貸マンションの保有等)を両輪とし、ホテル事業なども手掛けている。不動産賃貸事業による安定収入と不動産事業による成長加速のバランスにより事業環境の変化に柔軟に対応できるところに特長があり、大きな金融危機を乗り越えながら持続的な成長を実現してきた。また、両事業の組み合わせによる一気通貫型のビジネスモデルにも優位性があり、ここ数年高い成長を続けている。営業エリアの拡大とともに、2015年6月にはJ-REIT事業にも進出※、更なる事業拡大に向けてビジネスモデルの基礎固めが完了した。

※ 2015年3月に設立したサムティ・レジデンシャル投資法人<3459>(以下、SRR)を東証J-REITに上場。

今期からは新たな経営体制のもと、新中期経営計画「サムティ強靱化計画」(3ヶ年)を推進。また、2019年5月には大和証券グループと資本業務提携を締結した。大和証券グループの信用力などを取り込むことにより、新たなステージへの飛躍を目指す。

2. 2019年11月期上期の業績

2019年11月期上期の業績は、売上高が前年同期比3.3%増の47,827百万円、営業利益が同53.0%増の13,941百万円と増収増益となり、過去最高業績(上期ベース)を更新した。好調な不動産市況を追い風として「不動産事業」が順調に拡大。特に、都内を中心に外資系ファンド等からの投資需要が強い「S-RESIDENCE」シリーズのほか、新たに注力しているホテルなど、自社開発物件の販売が好調であった。また、ホテルの新規開業等に伴う収入増により、「その他の事業」も大きく拡大した。利益面では、販売価格の上振れやホテルなど利益率の高い開発物件の売却により大幅な増益を実現。また、今後の成長につながる仕入れの状況(及び開発パイプライン)についても、順調に進捗している。

3. 2019年11月期の業績予想

2019年11月期の業績予想について同社は、上期の進捗等を踏まえ、各段階利益を増額修正した。修正後の業績予想として、売上高を前期比2.0%増の86,000百万円、営業利益を同14.0%増の16,000百万円(修正幅+1,000百万円)と見込んでいる。売上高は、「不動産事業」及び「不動産賃貸事業」がおおむね横ばいで推移する一方、「その他の事業」がホテル事業の拡大により増収に寄与する見通しである。特に、利益予想を増額修正したのは、上期において自社開発ホテルなど利益率の高い物件を売却したことが理由である。弊社でも、上期実績のほか、好調な外部環境(不動産市況)や内部要因(パイプラインの状況やホテル事業の順調な立ち上がり等)を勘案すると、同社の業績予想の達成は十分に可能であるとみている。

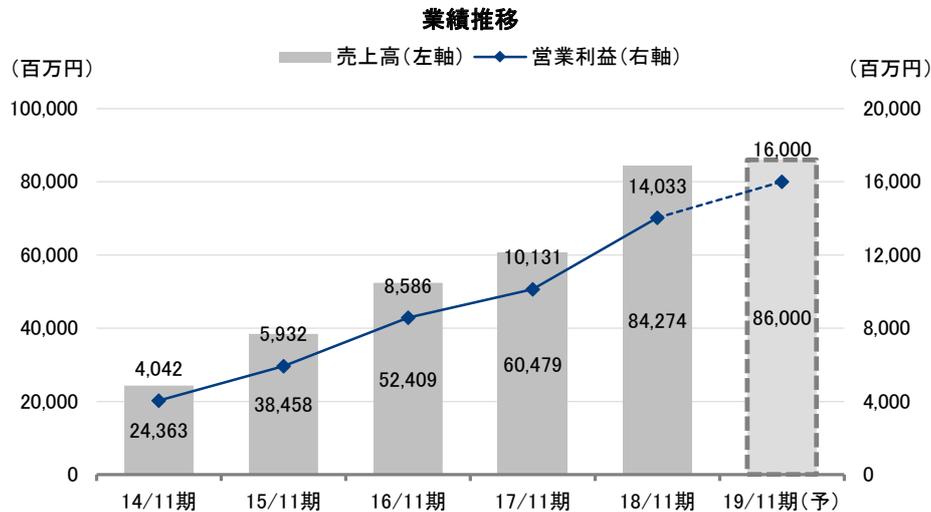
要約

4. 成長戦略

同社は、2016年11月期から2020年11月期までの中長期経営計画(5ヶ年)を2期前倒しで達成したことから、今期からは2021年11月期を最終年度とする新中期経営計画「サムティ強靱化計画」を推進している。重点戦略には、1) SRRを中心としたビジネスモデルの展開(フィー収入ビジネスの強化)、2) 地方大都市圏における戦略的投資(営業エリアの拡大)、3) ホテル開発・オフィス開発事業の展開を掲げており、方向性に大きな変更はない。ポイントと言えるのは、将来的な調整局面に備えるため、バランスシート重視の経営をより強く打ち出しているところであり、賃貸キャッシュ・フローを中心とした財務基盤の強化を最大のテーマに置いている。自己資本比率30%以上を維持しつつ、営業利益200億円水準、ROE15.0%水準、ROA7.0%水準を目指していく。今回の大和証券グループとの資本業務提携がどのような成果を生み出していくのかに注目したい。

Key Points

- ・ 2019年11月期上期は増収増益となり、通期予想に対しても順調な進捗
- ・ 2019年11月期の通期予想(利益予想のみ)を増額修正。引き続き、増収増益を見込む
- ・ 2019年5月には大和証券グループとの資本業務提携を締結
- ・ 今期から新中期経営計画をスタート。よりバランスシートを重視した経営への転換により、自己資本比率30%以上を維持しつつ、生産性や資本効率性の向上による利益成長を目指す



出所：決算短信よりフィスコ作成

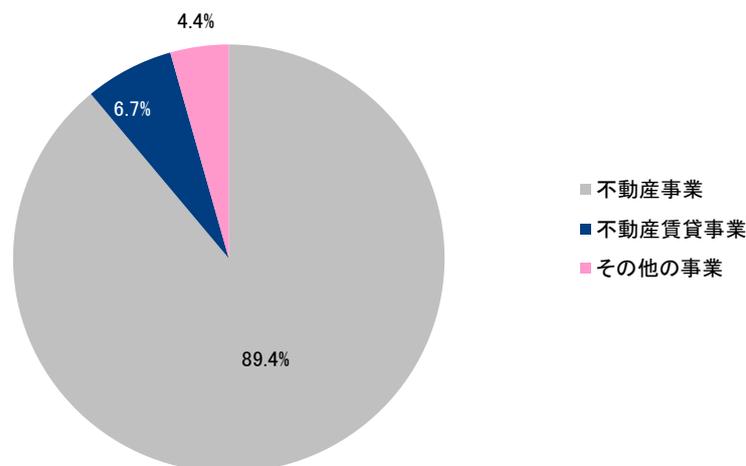
■ 会社概要

不動産事業と不動産賃貸事業のバランスの取れた事業構成。 2015年にはリート市場に進出。ホテル開発事業にも注力

1. 事業概要

事業セグメントは、「不動産事業」「不動産賃貸事業」「その他の事業」の3つに分類される。好調に推移している「不動産事業」が売上高（調整前）の89.4%を占めている（2019年11月期上期実績）。ただし、「不動産賃貸事業」が着実に伸びてきたことに対して、「不動産事業」は事業環境等によって大きく増減するところに注意が必要である。創業以来、安定した高稼働率が期待できるレジデンス（マンション等）を得意分野としており、リーシング（賃貸付け）に強みがある。最近では、高い客室稼働率が期待できるホテル事業にも注力している。

2019年11月期上期 事業別売上高構成比(調整後)



出所：決算短信よりフィスコ作成

また、2015年3月にSRRを設立し、同年6月に東証J-REIT市場に上場させた。同社グループは、SRRへのスポンサーとしての役割（物件供給）とアセットマネジメント業務等を担っている。SRRの現在の資産規模は908億円となっている。

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

※ 2019年4月に開設した新宿及び横浜営業所を含めると合計7ヶ所となる。また、2019年12月には広島支店を開設予定。

会社概要

同社グループは、同社及び連結子会社 15 社によって構成されるが、「不動産事業」及び「不動産賃貸事業」を行うプロセスにおいて、土地・建物及び信託受益権を取得・保有・開発するスキームに関連して設立または出資している特別目的会社（SPC）や一般社団法人が 10 社含まれている。主な連結子会社には、サムティアセットマネジメント（株）（アセットマネジメント等）、（株）サン・トーア（ホテル運営等）、サムティプロパティマネジメント（株）（物件管理等）などがある。

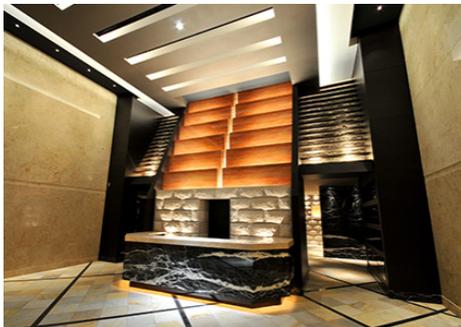
各事業の概要は以下のとおりである。

(1) 不動産事業

同社の成長を支える事業であり、「開発流動化」「再生流動化」「投資分譲」「アセットマネジメント」の4つのサブセグメントに区分される。

「開発流動化」は、不動産ファンド向け賃貸マンション（自社開発ブランド「S-RESIDENCE」シリーズ）等の企画、開発及び販売を行っている。基本的には総戸数 200 戸前後の大型ワンルームマンションであり、吹き抜けのあるエントランスや高級感あふれるデザインに特徴がある。最近では、規模にかかわらず不動産ファンド等からの需要が大きいことから、中型物件も増えてきた。SRR に対して「S-RESIDENCE」シリーズの優先交渉権を付与しており、基本的には SRR への物件供給を中心に据えている。また、新たな注力分野としてホテルやオフィスの企画、開発及び販売にも取り組んでいる。

「S-RESIDENCE」シリーズ



出所：ホームページ及び同社提供資料より掲載

「再生流動化」は、既存の収益不動産の再生及び販売を行っている。取得した収益不動産に対して、リーシングノウハウやバリューアップノウハウの活用、設備改修によるグレードアップなどにより、稼働率の向上等を図り、保有期間中の収益確保につなげるとともに、最終的には、投資物件として不動産ファンドや事業会社、個人富裕層等に販売することによる売却益を目的としている。また、SRR 向けのウェアハウジング*も行っている。なお、保有期間中の賃料収入は不動産賃貸事業に計上される。

* REIT に組み入れるための物件取得。

会社概要

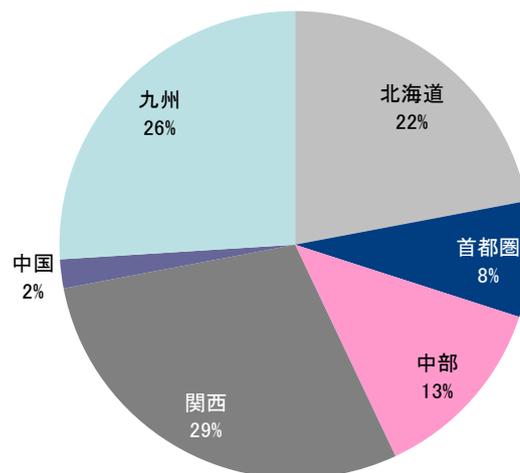
「投資分譲」は、主に個人投資家向けの投資用ワンルームマンションの企画・開発を行っている。自社では販売を行わず、販売会社に卸販売（区分及び1棟売り）するところに特徴がある。営業エリアにおいて販売実績のある販売会社とのネットワークを構築し、企画開発の段階から販売会社と協議を行うことにより、顧客（利用者）ニーズに合致した物件を供給している。また、品薄感から販売会社による青田買いの動きが活発な首都圏を除くと、同社のリーシングノウハウ（賃貸付けを行った上で卸販売）の高さが他社との差別化や販売会社に対する信頼性及び交渉力につながっている。

「アセットマネジメント」は、同社がアセットマネジャーとして不動産ファンドからの不動産の運用及び管理業務等を受託することによる手数料収入のほか、同社自らの不動産ファンドへの出資による配当収入を目的としている。SRRが順調に立ち上がったことにより、SRRの資産規模の拡大に伴って、アセットマネジメント業務も拡大する方向にあると言える。なお、本事業における収益体系は、運用報酬（運用資産残高の0.45%）のほか、取得報酬（物件取得価額の1.0%）、譲渡報酬（物件譲渡価額の0.5%）等によって構成される。とりわけ運用報酬については、運用資産残高に応じて、每期、安定的な収益が期待できるものである。

(2) 不動産賃貸事業

同社の安定性を担保する基盤事業である。セグメント利益率も高い水準を維持している。関西圏及び首都圏のほか、福岡、札幌、名古屋等の政令指定都市を中心とした全国各地に72棟（固定資産のみ）を有するとともに、マンション、オフィスビル、商業施設等、多様な資産に分散投資を行っている。リーシングノウハウを生かすことで年平均90%を超える高い稼働率を実現。保有不動産の規模はトータルで約918億円（簿価）に上るが、最終的に売却を目的とする棚卸資産（販売用不動産）約358億円と自社保有を目的とする固定資産約560億円に分かれる（2019年5月末）。

保有物件のエリア別分布(延床面積ベース)



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

会社概要

(3) その他の事業

主にホテルの保有及び運営、分譲マンション管理事業、建設・リフォーム業を行っている。ホテル事業については、自社開発ホテル 4 棟を含め、全国に 11 棟の運営、管理を行っている。また、ホテル事業以外では、子会社のサムティプロパティマネジメントによって、分譲マンション管理（同社分譲物件を中心に外部物件を含む）及び建設・リフォームなども手掛けている。ホテル開発事業の展開（賃料収入の確保）やホテルマネジメント業務の内製化（フィー収入ビジネスの強化）は、今後の重点戦略となっている。

同社が参画するホテル

名称	所在地	客室数
センターホテル東京	東京都中央区	108
天橋立ホテル	京都府宮津市	86
GOZAN	京都市東山区	21
エスペリアホテル長崎	長崎県長崎市	155
ホテルサンシャイン宇都宮	栃木県宇都宮市	160
SMART HOTEL kutchan	北海道虻田郡	67
エスペリアホテル博多	福岡市博多区	287
エスペリアイン日本橋箱崎	東京都中央区	114
エスペリアイン大阪本町	大阪市西区	125
エスペリアホテル京都	京都市下京区	165
ネストホテル広島八丁堀	広島市中区	126
合計		1,414

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

2. 特長

同社の特長は、「不動産事業」と「不動産賃貸事業」の 2 つの事業の組み合わせによる一貫通貫型のビジネスモデルにあり、事業としての優位性や収益構造における強みを形成している。

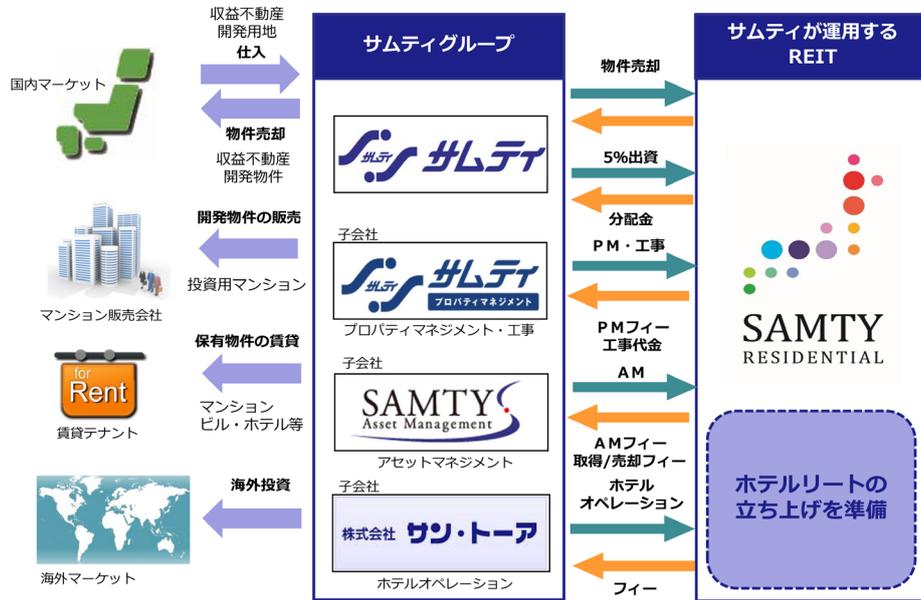
(1) ビジネスモデルの優位性

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

また、SRR を中心としたビジネスモデルにも優位性がある。SRR が安定的な供給先になるとともに、販売後のフィービジネスの拡大（アセットマネジメント業務やプロパティマネジメント業務の受託）が、将来にわたる安定収益源として期待できる。

会社概要

ビジネスモデルの概要



出所：決算説明資料より掲載

(2) 収益構造における強み

「不動産賃貸事業」（ストックビジネス）による安定収入と「不動産事業」（フロービジネス）による成長加速のバランスを取りながら、事業環境の変化に柔軟に対応できるところも強みとなっている。すなわち、景気後退時には「不動産賃貸事業」が業績の下支えとなる一方、景気拡大（回復）時では「不動産事業」によって成長を加速することが可能となる。また、自社で販売部隊を持たず、外部リソースの活用（そのためのネットワークやノウハウが存在）により固定費を低く抑えていることも景気後退時の抵抗力を高めている。これまでの金融危機（バブル経済の崩壊やリーマンショックによる影響等）において、業績の落ち込みが比較的小さかったのは、「不動産賃貸事業」が業績の下支えになったことと、固定費の軽さが要因である。一方、好調な事業環境が続いている現状においては、「不動産事業」が同社の業績の伸びを大きくけん引している。

3. 沿革

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

2001年5月に投資用分譲ワンルームマンション「サムティ」シリーズの販売を開始すると、2005年3月からは不動産ファンド向け賃貸マンション「S-RESIDENCE」シリーズの販売を開始し、事業拡大に拍車をかけた。2006年8月にはビジネスホテルを保有及び運営するサン・トーアの株式を取得してホテル事業にも進出。2007年7月には大証ヘラクレス市場（現東証JASDAQ）に上場を果たした。

会社概要

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

事業領域の拡大にも積極的に取り組んできた。2006年8月にビジネスホテルを保有・運営するサン・トーアの株式を取得（ホテル事業へ進出）、2011年12月にサムティ管理（現サムティプロパティマネジメント）を設立（プロパティマネジメント事業へ進出）、2012年11月にサムティアセットマネジメントを100%子会社化（アセットマネジメント事業に進出）、2015年6月にはサムティ・レジデンシャル投資法人を東証J-REIT市場に上場させるなど、今後の成長加速に向けて体制を整えた。2015年10月に東証1部へ市場変更。2019年5月には大和証券グループと資本業務提携を締結した。

■ 大和証券グループとの資本業務提携

ホテルリートの組成や海外展開、クラウドファンディングなどで協働していく方針

2019年5月30日付けで、(株)大和証券グループ本社（以下、大和証券グループ）と資本業務提携を締結した。大和証券グループの信用力や情報力などを取り込むことにより、案件情報の多様化、案件規模の大型化、ファイナンスコストの削減に狙いがあり、新たな成長ステージへ向かうための決定と言える。一方、大和証券グループにとっても不動産事業を強化するうえで大きなメリットがあり、双方にとって利害が一致したことが提携に至った経緯である。また、大和証券グループに対して自己株式及び新株予約権付社債の割当てを実施し、財務基盤の強化も図ることができた。

1. 業務提携の内容

(1) 大規模ホテル開発ファンドにおける協働

インバウンドや国内旅行者をターゲットとするコンセプトのもと、同社の開発力と大和証券グループのファイナンス機能を最大限活用し、最大300億円の投資を検討。開発ファンドのアセットマネジメント業務はサムティAMが受託する。

(2) ホテルリートを2020年度を目途に組成する

同社グループにて保有及び開発中の物件を中心として、既にパイプラインは1,000億円を超えており、開発完了次第順次、当該リートに組み入れていく予定。また、上記(1)のホテル開発ファンドにて開発したホテルも当該リートに組み入れていく。開発ファンド同様、アセットマネジメント業務はサムティAMが受託し、SRRと両輪にてフィー収入の拡大に結び付けていく方針である。

大和証券グループとの資本業務提携

(3) 大和証券グループが保有する CRE (企業不動産) に関する情報について提供を受ける

当該情報提供に係る不動産について、双方が適当と判断した物件については、同社グループが取得し、当該不動産の有効利用や再開発を行い、その種類及び用途等に応じて、SRR や上記 (2) のホテルリートに組み入れていくことを目指す。

(4) アジア展開における協働

同社グループは既にベトナムのホーチミンにおいて現地デベロッパー 2 社に対し、合計 3,000 万米ドルを投資しているが、大和証券グループのネットワークを利用し、さらに投資及び事業活動を加速していく。

(5) 富裕層向け不動産販売及びクラウドファンディングにおける協働

大和証券グループの顧客である富裕層向けに不動産販売を展開していく。また、大和証券グループが 2018 年 3 月に設立した Fintertech (株) との連携によりクラウドファンディングも活用。次世代金融サービスを機動的かつ柔軟に創出していく方針である。

2. 資本提携の内容

大和証券グループとの関係強化 (利害の一致) 及び財務基盤の強化を図る目的から、大和証券グループに対して同社の自己株式及び転換社債型新株予約権付社債の割当てを実施した。その結果、自己株式の処分により約 27 億円、新株予約権付社債の発行により 100 億円、合計約 127 億円の資金調達を実現している。なお、本件実施後の大和証券グループの持株比率は 29.9% (大和 PI パートナーズの持株比率 2.67% を含む) ※となっている。

※自己株式処分により取得する 1,737,068 株、新株予約権付社債が転換価額 1,720 円によりすべて転換された場合に交付される 5,813,953 株のほか、同社株主からの売出しにより譲渡される 5,204,074 株 (合計 12,755,095 株) を基に算定。

業界環境

不動産市況は好調が続く

今後の成長戦略に重要な影響を及ぼす J-REIT 市場に目を向けると、2019 年 6 月末の時価総額は約 15 兆 1,962 億円、銘柄数は 63 となっている。リーマンショック後の金融引き締め等の影響により一旦低迷する局面があったものの、2012 年以降は、国内景気の回復や長期にわたる金融緩和などにより拡大基調をたどってきた。もともと、足元では不動産価格の上昇等に伴う物件取得の伸び悩みなどがみられるが、インバウンド需要の拡大等を見据えた商業施設やホテル、高齢化社会に向けた介護施設のほか、物流施設やインフラ (太陽光発電所等) など、投資対象も多様化してきており、様々な投資機会を創出すると同時に、市場の成長余地も大きい。

業界環境

東証REIT指数の動向については、好調な国内不動産市況（賃料相場の上昇等）などから堅調に推移している。特に、日銀による金融緩和政策の継続や今後のオフィス需要増加を期待する見方があるなかで、国内外の機関投資家からは利回りを確保でき、キャッシュ・フローが比較的安定しているJ-REITに対する投資意欲は根強い。また、中期的にも金融緩和政策の継続や良好な不動産市況（空室率の改善や賃料相場の上昇等）などにより底堅く推移するとの見通しが強い。

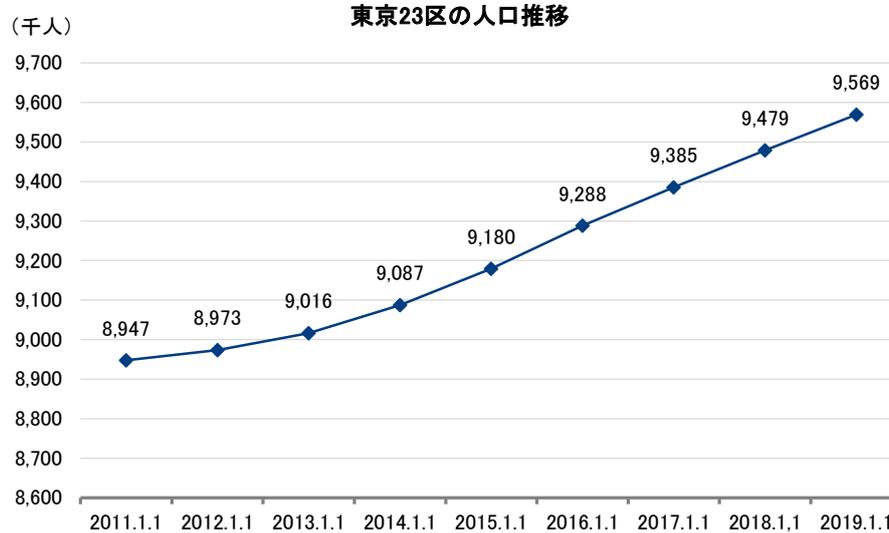
東証REIT指数の推移



出所：各種資料よりフィスコ作成

投資用マンションについても、入居者（利用者）及び投資家双方の旺盛な需要に支えられて好調に推移している。東京都総務局の公表データによると、同社の供給エリアの大部分を占める東京23区の人口は、東京都への転入超等を背景として増え続けている。特に、若年層を含め、晩婚化や離婚率の増加などを背景として単身世帯の増加が目立っており、今後もワンルームマンションの賃貸需要を支えていくものと考えられる。また、この傾向は、大阪や名古屋はもちろん、福岡、札幌など地方大都市圏においてもみられており、国内人口が減少する一方で、人口の都市集中化が進んでいる。一方、投資家サイドでも、将来の年金受給や老後の生活不安を抱えた20～30代の個人投資家や、基礎控除の引き下げによる相続税対策として高齢者からの需要が拡大している。加えて、足元では、都内一等地物件などに海外ファンドなどからの1棟買いの引き合いが強くなり、需給の関係からやや過熱感もみられている。

業界環境



出所：東京都総務局資料よりフィスコ作成

一方、今後の新たな成長エンジンとして期待されるホテル及びオフィスの開発事業について目を向けると、ホテルはインバウンド需要の拡大等を背景として稼働率の高止まりが続いている。東京オリンピック・パラリンピック開催後の需給悪化を懸念する見方もあるが、日本政府による観光立国政策が続くなかで、基本的には安定運営が可能であると考えられる。また、オフィスについても、足元では都心部での空室率の低下（不足感の上昇）に注目が集まっているが、同社が展開する地方大都市圏においてもオフィス不足は深刻な状況にあり、ビジネス機会は十分にありと捉えることができる。

一方、業界の課題については、都心での用地仕入がやや難しくなってきたことや、地価の上昇や建築費の高騰、職人不足などが挙げられる。

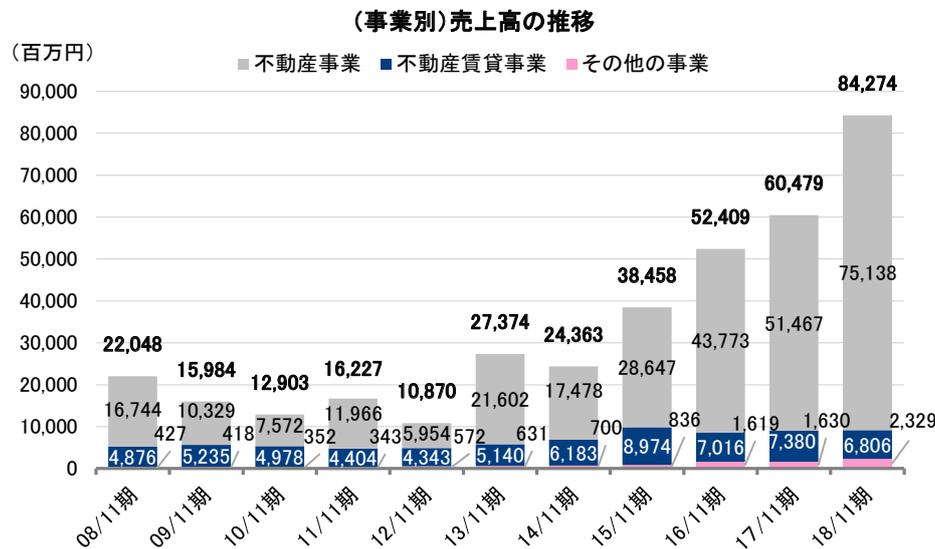
業績動向

好調な不動産市況を追い風として不動産事業が大きく拡大

1. 過去の業績推移

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

2013年11月期以降は、国内景気の回復や金融緩和を背景とした金融機関の融資姿勢の変化等により、不動産事業が大きく回復したことで、同社業績も順調に拡大傾向を続けてきた。また、損益面についても、利益率の高い開発流動化の進展により経常利益率は年々改善傾向にあり、直近期（2018年11月期）についても3期連続で13%を超える高い水準を継続している。

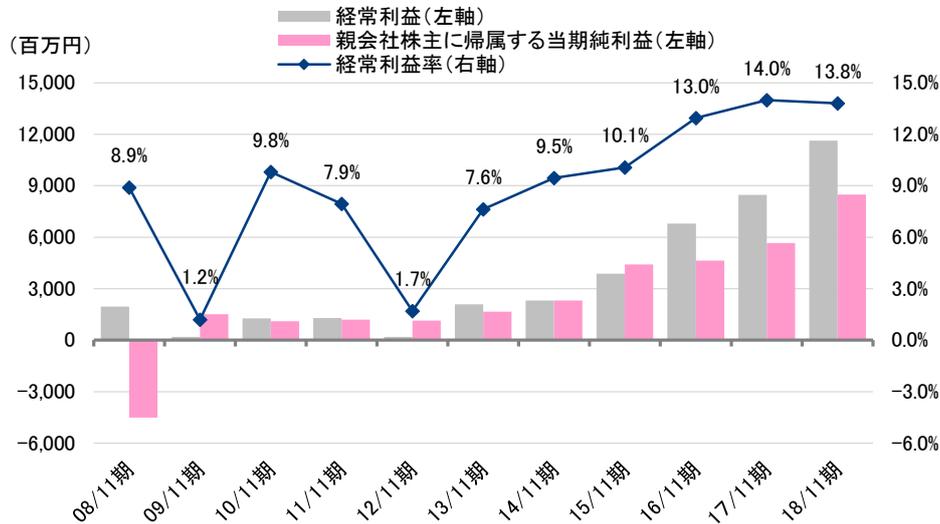


注：内部売上高除く
 出所：決算短信よりフィスコ作成

サムティ | 2019年9月2日(月)
3244 東証1部 | <https://www.samty.co.jp/ir.html>

業績動向

経常利益及び親会社株主に帰属する当期純利益、経常利益率の推移



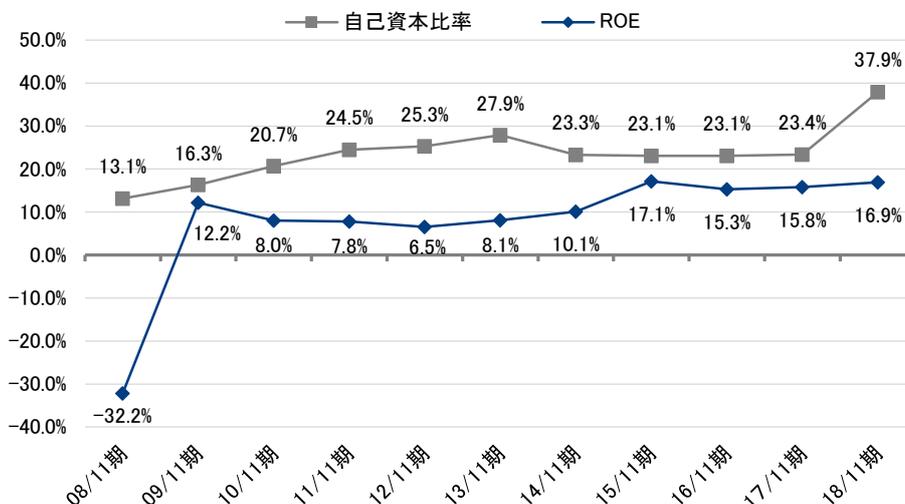
出所：決算短信よりフィスコ作成

自己資本比率は2013年11月期に公募増資(約20億円)の実施により27.9%に上昇したものの、2014年11月期以降は、積極的な資産の積み上げ等により23%程度の水準で推移してきた。ただ、2018年10月にはライツ・オファリング*による新株発行(約150億円)を実施し財務基盤の増強を図ったことから、2018年11月期末の自己資本比率は37.9%に改善している。

* 既存株主に対する上場型新株予約権の無償割当てによる新株発行。

一方、資本効率を示すROEは、利益率の向上とともに上昇傾向をたどってきた。2018年11月期も16.9%の高い水準を維持している。

自己資本比率及びROEの推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項(ディスクレマー)をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

2019年11月期上期は増収及び大幅な増益を実現。 ホテル開発事業が業績の伸びに大きく貢献

2. 2019年11月期上期決算の概要

2019年11月期上期の業績は、売上高が前年同期比3.3%増の47,827百万円、営業利益が同53.0%増の13,941百万円、経常利益が同61.9%増の12,803百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同59.9%増の9,044百万円と増収増益となり、過去最高業績（上期ベース）を更新した。また、通期予想に対しても売上高はほぼ予想通り、各段階利益では高い進捗率に達している。

売上高は、好調な不動産市況を追い風として「不動産事業」が順調に拡大。特に、都内を中心に外資系ファンド等からの投資需要が強い「S-RESIDENCE」シリーズのほか、新たに注力しているホテルなど、自社開発物件の販売が好調であった。また、ホテルの新規開業等に伴う収入増により、「その他の事業」も大きく拡大している。一方、「不動産賃貸事業」が減収となっているのは、保有物件の売却を積極的に進めたことが理由であり、一時的な要因として捉えることができる。

利益面では、販売価格の上振れやホテルなど利益率の高い開発物件の売却により原価率が大幅に低下したことから、営業利益率が29.1%（前年同期は19.7%）に大きく改善。その結果、増収効果と合わせて大幅な増益を実現した。

また、今後の成長につながる仕入れの状況についても、開発用地20物件（想定売上高約574億円／取得価額約215億円）、収益不動産26物件（取得価額約201億円）を取得しており、今後の取得予定物件を含めて、順調に進捗している※。

※ 通期予算に対する進捗率（取得金額ベース）は開発用地が86.1%、収益不動産が50.2%となっている。

財政状態は、2018年10月に実施したライセンス・オフアリングや物件売却による自己資金に加え、借入金を有効に活用し、開発用地や収益不動産を積極的に取得したことから、「販売用不動産」及び「仕掛販売用不動産」、「有形固定資産」が増加し、総資産は前期末比18.7%増の192,808百万円に拡大した。一方、自己資本も内部留保の積み増し等により同11.7%増の68,748百万円に増加した結果、自己資本比率は若干低下したものの、35%以上の水準を確保している。また、有利子負債も長期借入金を中心に前期末比29.3%増の115,332百万円に増加したが、ネットD/Eレシオ※は1.04倍の水準に抑えており、資産拡大を図りながらも健全な財務体質を維持していると言える

※ ネットD/Eレシオ = (有利子負債 - 現預金) ÷ 自己資本

業績動向

2019年11月期上期決算の概要

(単位：百万円)

	18/11 期上期		19/11 期上期		増減		19/11 期		
	実績	構成比	実績	構成比		増減率	修正予想	構成比	進捗率
売上高	46,317		47,827		1,510	3.3%	86,000		55.6%
不動産事業	41,869	90.4%	42,743	89.4%	874	2.1%	75,100	87.3%	56.9%
不動産賃貸事業	3,616	7.8%	3,203	6.7%	-413	-11.4%	6,800	7.9%	47.1%
その他の事業	946	2.0%	2,106	4.4%	1,160	122.6%	4,400	5.1%	47.9%
調整額	-115	-	-226	-	-111	-	-300	-	-
売上原価	33,822	73.0%	29,597	61.9%	-4,225	-12.5%	-	-	-
販売費及び一般管理費	3,382	7.3%	4,288	9.0%	906	26.8%	-	-	-
営業利益	9,112	19.7%	13,941	29.1%	4,829	53.0%	16,000	18.6%	87.1%
不動産事業	9,608	22.9%	14,845	34.7%	5,237	54.5%	18,300	24.4%	81.1%
不動産賃貸事業	1,046	28.9%	1,174	36.7%	128	12.2%	2,600	38.2%	45.2%
その他の事業	-42	-4.4%	5	0.2%	47	111.9%	100	2.3%	5.0%
調整額	-1,500	-	-2,083	-	-583	-	-5,000	-	-
経常利益	7,908	17.1%	12,803	26.8%	4,895	61.9%	13,500	15.7%	94.8%
親会社株主に帰属する 四半期(当期)純利益	5,655	12.2%	9,044	18.9%	3,389	59.9%	9,500	11.0%	95.2%
不動産事業売上高の内訳									
開発流動化	16,250		32,142		15,892	97.8%			
再生流動化	21,940		8,934		-13,006	-59.3%			
投資分譲	3,051		1,258		-1,793	-58.8%			
アセットマネジメント	620		389		-231	-37.3%			

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

2019年5月末の財政状態

(単位：百万円)

	2018年11月末	2019年5月末	増減額	
流動資産	107,904	124,512	16,608	15.4%
現金及び預金	44,510	43,658	-852	-1.9%
販売用不動産	26,181	35,838	9,657	36.9%
仕掛販売用不動産	34,886	42,574	7,688	22.0%
固定資産	54,595	68,295	13,700	25.1%
有形固定資産	46,539	56,008	9,469	20.3%
無形固定資産	172	184	12	7.0%
投資その他の資産	7,883	12,103	4,220	53.5%
総資産合計	162,500	192,808	30,308	18.7%
流動負債	19,779	21,517	1,738	8.8%
短期借入金	1,340	5,931	4,591	342.6%
1年内返済予定の長期借入金	9,470	9,549	79	0.8%
固定負債	80,282	101,970	21,688	27.0%
長期借入金	78,362	99,852	21,490	27.4%
純資産	62,438	69,320	6,882	11.0%
負債純資産合計	162,500	192,808	30,308	18.7%
有利子負債	89,172	115,332	26,160	29.3%
自己資本	61,533	68,748	7,215	11.7%
自己資本比率	37.9%	35.7%	-2.2%	-

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

業績動向

各事業の業績は以下のとおりである。

(1) 不動産事業

売上高は前年同期比 2.1% 増の 42,743 百万円、セグメント利益は同 54.5% 増の 14,845 百万円と増収及び大幅な増益を実現した。そのうち、開発流動化が「S-RESIDENCE」シリーズ 10 棟（前年同期は 11 棟）や自社開発ホテル 3 棟（前年同期は実績なし）の売却などにより大きく拡大。特に、外資系ファンドからの強い投資需要を背景とした販売価格の上振れや大型ホテルの売却が業績の伸びに寄与したと言える。一方、再生流動化については 8 棟（前年同期は 21 棟）にとどまったが、下期に向けて増加する見通しのようだ。また、投資分譲が減収となっているのは、販売戸数が 93 戸（前年同期は 195 戸）と減少したことが理由であるが想定内。開発物件については、1 棟での購入ニーズが強く販売効率や採算性が高い開発流動化の物件として売却していることが背景にある。アセットマネジメントは、SRR の運用残高の拡大に伴って安定収入である運営及び管理手数料は順調に底上げされているものの、一時的な取得手数料が前年同期比で減少したことから減収となっている。

利益面では、ホテルなど利益率の高い開発物件の売却により大幅な増益を実現し、通期予想に対しても高い進捗率となっている。

(2) 不動産賃貸事業

売上高は前年同期比 11.4% 減の 3,203 百万円、セグメント利益は同 12.2% 増の 1,174 百万円と減収ながら増益となった。保有不動産は高稼働を維持しているものの、保有物件の売却を積極的に進めたことから、一時的に賃料収入が減少した（但し、想定内）。期末の保有物件数（固定資産）は 72 棟（前年同期末は 82 棟）となっている。

(3) その他の事業

売上高は前年同期比 122.6% 増の 2,106 百万円、セグメント利益は 5 百万円（前年同期は 42 百万円の損失）と大幅な増収により黒字化を実現した。「エスペリアホテル博多」などの巡航稼働に加え、「エスペリアイン日本橋箱崎」及び「エスペリアイン大阪本町」のオープンにより、ホテル事業が大きく拡大している。

3. 開発計画（パイプライン）の状況

「S-RESIDENCE」シリーズ及び投資分譲の開発状況は、2019 年竣工分が 9 棟（514 戸）、2020 年竣工分が 28 棟（1,764 戸）、2021 年竣工分が 22 棟（1,402 戸）、合計 59 棟（3,680 戸）と順調に積み上がっている。また、ホテル・オフィス開発は、2020 年度開業分が 4 棟、2021 年度開業分が 3 棟、2022 年度開業分が 1 棟となっている（詳細は後述）。

活動実績

戦略的投資やホテル開発事業は順調に進展。 営業エリアの拡大にも取り組む

1. 投資実績

前述のとおり、開発用地 20 件（取得金額 215 億円）、収益不動産 26 件（取得金額 201 億円）を取得。そのうち、開発用地 20 件（レジデンス 14 件、ホテル 5 件、オフィス 1 件）については、首都圏 6 件、中部 6 件、関西 7 件、九州 1 件で構成されている。また、収益不動産 26 件についても、北海道 5 件、首都圏 5 件、中部 3 件、関西 7 件、九州 6 件と全国展開しており、中期経営計画に掲げる地方都市圏への投資でも実績を残すことができた。また、3 年間（2019 年 11 月期から 2021 年 11 月期）で総額約 3,000 億円（建築費を含む）の投資を計画しているが、現時点で 982 億円（契約済及び決済予定を含む）を実行し、順調に進捗している。

2. ホテル開発事業の進展

ホテル開発事業については、2019 年 2 月に第 3 弾となる「エスペリアイン大阪本町」、2019 年 4 月に第 4 弾となる「エスペリアホテル京都」をオープンさせたほか、現在 6 棟が開発中である（他にも用地取得しているものが数件あるようだ）。また、全国の主要都市を中心にオフィス開発にも取り組んでおり、既に 2 棟が開発中となっている。同社は、開発から手掛けることで高い収益性が期待できるホテル及びオフィス開発事業を今後の新たな成長エンジンとして位置付けている。

ホテル・オフィス開発計画

竣工年度	P J 名称 (仮称)		所在地	室数
2020年	メルキュール京都ステーション	ホテル	京都市下京区	225
	イビスタイルズ名古屋	ホテル	名古屋市市中村区	284
	淀川区西宮原 1 丁目 P J	オフィス	大阪市淀川区	-
	中央区大通西 5 丁目 P J	オフィス	札幌市中央区	-
2021年	京都四条烏丸北ホテル PJ	ホテル	京都市下京区	80
	京都四条烏丸南ホテル PJ	ホテル	京都市下京区	140
	京都御池ホテル P J	ホテル	京都市中京区	120
2022年	羽田ホテル P J	ホテル	東京都大田区	362
合計				1,211

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

3. 営業エリア

中期経営計画の重点戦略のひとつである営業エリアの拡大についても、2019 年 4 月に新宿営業所及び横浜営業所を開設。また、2019 年 12 月には広島支店の開設を予定している。

業績見通し

2019年11月期の利益予想を増額修正。 引き続き、増収増益を見込む

2019年11月期の業績予想について同社は、上期の進捗等を踏まえ、各段階利益を増額修正した。修正後の業績予想として、売上高を前期比2.0%増の86,000百万円、営業利益を同14.0%増の16,000百万円（修正幅+1,000百万円）、経常利益を同16.0%増の13,500百万円（修正幅+500百万円）、親会社株主に帰属する当期純利益を同11.9%増の9,500百万円（修正幅+500百万円）と見込んでいる。

売上高は、「不動産事業」及び「不動産賃貸事業」がおおむね横ばいで推移する一方、「その他の事業」がホテル事業の拡大により増収に寄与する見通しである。客室稼働率が高水準で推移するなか、前期に開業したホテルが期初から貢献することに加え、今期開業分（上期2棟）による業績の上乗せを見込んでいる。

また、利益面でも、増収効果に加え、全般的な取引採算性の向上により増益を確保する見通しである。特に、利益予想を増額修正したのは、上期において自社開発ホテルなど利益率の高い物件を売却したことが理由である。

投資計画については、開発用地に約250億円、収益不動産に約400億円を予定している。

弊社でも、上期実績のほか、好調な外部環境（不動産市況）や内部要因（パイプラインの状況やホテル事業の順調な立ち上がり等）を勘案すると、同社の業績予想の達成は十分に可能であるとみている。特に、利益面については、修正後の予想に対しても高い進捗率となっていることから、さらに上振れる可能性に注意が必要である。

2019年11月期業績予想

(単位：百万円)

	18/11期		19/11期				増減	
	実績	構成比	期初予想	構成比	修正予想	構成比	増減	増減率
売上高	84,274		86,000		86,000		1,726	2.0%
不動産事業	75,143	89.2%	75,100	87.3%	75,100	87.3%	-43	-0.1%
不動産賃貸事業	6,807	8.1%	6,800	7.9%	6,800	7.9%	-7	-0.1%
その他の事業	2,491	3.0%	4,400	5.1%	4,400	5.1%	1,909	76.6%
調整額	-167	-	-300	-	-300	-	-133	-
売上原価	63,170	75.0%	-	-	-	-	-	-
販売費及び一般管理費	7,070	8.4%	-	-	-	-	-	-
営業利益	14,033	16.7%	15,000	17.4%	16,000	18.6%	1,967	14.0%
不動産事業	15,547	20.7%	17,300	23.0%	18,300	24.4%	2,753	17.7%
不動産賃貸事業	1,907	28.0%	2,200	32.4%	2,600	38.2%	693	36.3%
その他の事業	83	3.3%	500	11.4%	100	2.3%	17	20.5%
調整額	-3,504	-	-5,000	-	-5,000	-	-1,496	-
経常利益	11,635	13.8%	13,000	15.1%	13,500	15.7%	1,865	16.0%
親会社株主に帰属する 当期純利益	8,489	10.1%	9,000	10.5%	9,500	11.0%	1,011	11.9%

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

成長戦略

新体制の下、新中期経営計画「サムティ強靱化計画」を推進。 よりバランスシート重視の経営に取り組む

1. 新中期経営計画

同社は、2016年11月期から2020年11月期までの中長期経営計画（5ヶ年）を推進してきたが、前期（2018年11月期）において利益計画を2期前倒して達成したことや、社長交代を伴う新たな経営体制への移行に伴い、2021年11月期を最終年度とする新中期経営計画「サムティ強靱化計画」をスタートするに至った。重点戦略には、1) SRRを中心としたビジネスモデルの展開（フィー収入ビジネスの強化）、2) 地方大都市圏における戦略的投資（営業エリアの拡大）、3) ホテル開発・オフィス開発事業の展開（新たな成長エンジンの育成）を掲げており、方向性に大きな変更はない。ポイントと言えるのは、将来的な調整局面に備えるため、バランスシート重視の経営をより強く打ち出しているところであり、賃貸キャッシュ・フローを中心とした財務基盤の強化を最大のテーマに置いている。自己資本比率30%以上を維持しながら、同時に持続的な成長を実現する考えであるが、あえて売上高目標を設定せず、生産性や資本効率性を重視することにより、営業利益200億円水準、ROE15.0%水準、ROA7.0%水準を目指していく。

新中期経営計画「サムティ強靱化計画」（数値目標）

	17/11期 実績	18/11期 実績	21/11期 目標	
営業利益	10,131百万円	14,033百万円	20,000百万円	水準
ROE	15.8%	16.9%	15.0%	水準
ROA	6.6%	8.5%	7.0%	水準
自己資本比率	23.4%	37.9%	30.0%	以上

注：ROA=営業利益÷総資産（期首・期末平均）

出所：中期経営計画よりフィスコ作成

2. 重点戦略の方向性

(1) SRRを中心としたビジネスモデルの展開（フィー収入ビジネスの強化）

引き続き、積極的な物件供給を継続することにより、SRRの資産積み上げを促進する。また、開発販売用不動産のラインナップにホテル・オフィスを追加するとともに、SRRに加え、新たな運用ファンド^{※1}等の立ち上げ、獲得フィーの増大を図る。さらには、ホテルマネジメント業務を内製化^{※2}し、MCフィーを獲得する仕組みを作るほか、賃貸収益の拡充、海外収益の獲得等により、フィー収入ビジネスを強化する。

^{※1} 前述のとおり、大規模ホテルの開発ファンドを大和証券グループと共同で立ち上げるとともに、2020年度を目的にホテルリートを組成（アセットマネジメント業務は同社グループで受託）する計画である。

^{※2} 外部の運営会社に委託されているホテルマネジメント業務を内製化し、ホテルの販売後も、サムティグループがホテルマネジメント業務（MC）を受託し、フィー収入の獲得、アップサイドの享受、運営ノウハウを蓄積する仕組みを作る。

成長戦略

(2) 地方大都市圏における戦略的投資（営業エリアの拡大）

3 年間で約 3,000 億円を投資する計画である。特に、同社の新たな成長エンジンとして、ホテル・オフィス開発を推進するとともに、安定的な賃貸収益の獲得のため、収益不動産の取得に 1,350 億円を投じ、資産の積み上げを行う。また、営業エリアの更なる拡大にも取り組み、首都圏及び全国の主要地方都市において、収益不動産の取得、レジデンス・オフィス・ホテルの開発を推進していく。

(3) ホテル開発・オフィス開発事業の展開

ホテルに加え、オフィス開発事業を新たな成長エンジンとし、3 年間で約 850 億円（土地＋建築費）を投資する計画である。ホテル開発事業は、これまで第 4 弾までがオープンするとともに 6 つの開発プロジェクトが進行中であり、これらのホテルは、部屋の広さが 25 ～ 40㎡。ビジネスホテルより 1 ランク上のクラスで、外資系の有名ホテルブランド名で展開していく方針。また、オフィスについては、オフィス需要が逼迫している地方の主要都市を中心に、エリア・立地を厳選の上、新規供給・競合が少ない B / C クラス※の新築オフィスを供給する方針である。

※一般的には、B クラスが延床面積 2,000 坪から 10,000 坪未満（及び基準階面積 200 坪以上）、C クラスが延床面積 2,000 坪未満（及び基準階面積 200 坪未満）として区分される。

弊社でも、売買の繰り返しによるフロー型だけでなく、安定収益を積み上げていくストック型の収益構造への転換をより重視した方向性は、景気循環による影響を最小限にとどめ、持続的な成長を実現するためにも、理にかなった戦略と評価している。また、そのためには、同社ならではのビジネスモデルの推進はもちろん、案件の大型化や営業エリアの拡大など、スケールメリットの追求が重要なテーマとなることから、今回の大和証券グループとの資本業務提携は、同社がこれまでとは違うステージへとこのぼる大きなターニングポイントとなる可能性が高いとみている。今後、この提携がどのような成果を生みだしていくのか、ホテルリートやクラウドファンディングなど新たな事業への展開を含め、その進捗に注目していきたい。

■ 株主還元

2019年11月期の配当予想も増額修正。 今後も利益成長による増配余地は大きい

同社は、株主に対する利益還元を経営の最重要課題の一つであると認識しており、配当についても、業績を反映させるとともに、今後の事業計画や財政状態を総合的に勘案した上で実施する方針としている。

2019年11月期の期末配当については、期初予想を増額修正し、前期比9円増配の1株当たり77円（配当性向31.9%）を予定している。実現すれば、2012年11月期より7期連続の増配となる。同社は、配当性向30%を目標水準としているが、弊社では、今後も利益成長による増配余地は大きいとみている。

また、同社が開発し、運営する3ホテル※が利用できる共通の宿泊割引券または無料宿泊券による株主優待制度（所有株数に応じた内容）も実施している。

| ※今回から、「センターホテル東京」、「エスペリアイン日本橋箱崎」、「エスペリアイン大阪本町」の3ホテルに変更 |

免責事項（ディスクレマー）

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

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

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

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

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

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

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

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp