

REIT REPORT

|| リートレポート ||

サムティ・レジデンシャル投資法人

3459 東証 REIT

2017年5月12日(金)

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
■ 同 REIT の概要	03
1. 同 REIT 及びそのスポンサー	03
2. 投資方針とポートフォリオの状況	03
■ J-REIT 市場の現状	05
1. J-REIT とは	05
2. 投資判断のポイント	06
■ 同 REIT の特徴	06
1. 成長モデル	06
2. 利益超過分配金の還元	07
3. ポートフォリオの特徴と優位性	07
■ 業績動向	08
1. 上場からの業績推移	08
2. 2017年1月期(第3期)の業績	10
3. 財務状況	12
4. 2017年7月期(第4期)の業績見通し	13
■ 成長戦略とその進捗	13
1. 成長戦略	13
2. 成長戦略の進捗	14
■ ベンチマーキング	16

■ 要約

主要地方都市を中心としたレジデンス投資に特徴。 資産規模拡大によりポートフォリオの安定性が向上

サムティ・レジデンシャル投資法人<3459>は、関西を基盤として主要地方都市への投資実績が豊富なサムティ<3244>をスポンサーとする REIT である。2015年3月に設立され、2015年6月に東京証券取引所の不動産投資信託証券市場（J-REIT 市場）に上場した。決算期は年2回（1月、7月）である。スポンサーのサムティは、自社開発ブランド「S-RESIDENCE」シリーズ等による不動産事業（投資家向け収益マンションの開発及び販売等）と不動産賃貸事業（賃貸マンションの運営等）を両輪とし、ビジネスホテルの開発・運営等も手掛けている。主要地方都市における賃貸物件（レジデンス）の開発実績やリーシング力（賃貸付け）等に強みがある。

同 REIT の最大の特徴は、「主要地方都市を中心としたレジデンスへの投資」及び「サムティグループの活用」にある。特に、サムティグループが開発・保有する物件の安定供給（優先交渉権の付与）や多岐にわたるスポンサーサポートは同 REIT の強力な成長エンジンとなっている。2017年1月期末の運用資産は49物件、取得価格合計は51,551百万円であり、J-REIT の中ではまだ小さいが、当面の目標である資産規模1,000億円に向けたパイプラインは順調に積み上がっている。

2017年1月期（2016年8月1日－2017年1月31日）の業績は、営業収益が1,806百万円（前期比62.7%増）、営業利益が849百万円（同103.7%増）、経常利益が606百万円（同82.7%増）、当期純利益が605百万円（同82.9%増）であった。2016年8月の公募増資により20物件（20,589百万円）を取得したことで大幅な増収増益を実現し、1口当たり分配金についても増配となった。また、業績予想に対しても、稼働率の向上やコスト削減等により、営業収益や各利益、1口当たり分配金のすべてが計画を上回っており、順調な運用成果を残したと評価できる。

2017年7月期（2017年2月1日－2017年7月31日）の業績予想については、営業収益を1,797百万円（前期比0.5%減）、営業利益を745百万円（同12.3%減）、経常利益を596百万円（同1.5%減）、当期純利益を595百万円（同1.6%減）と見込んでおり、巡航期の業績と捉えることができる。1口当たり分配金は2,625円（利益超過分配金を含む）と前期比で20円減少するものの、2016年7月期の巡航期予想分配金2,478円からは147円の引き上げとなる。弊社では、前提条件に合理性があることから業績予想の達成は可能とみている。ただ、前期と同様、稼働率や賃料収入、コスト削減など運用成果が業績の変動要因となる可能性についてはフォローする必要があるだろう。また、パイプラインが十分に積み上がっていることから、新規物件の取得のタイミングによって前提条件が大きく変化する可能性にも注意が必要である。

要約

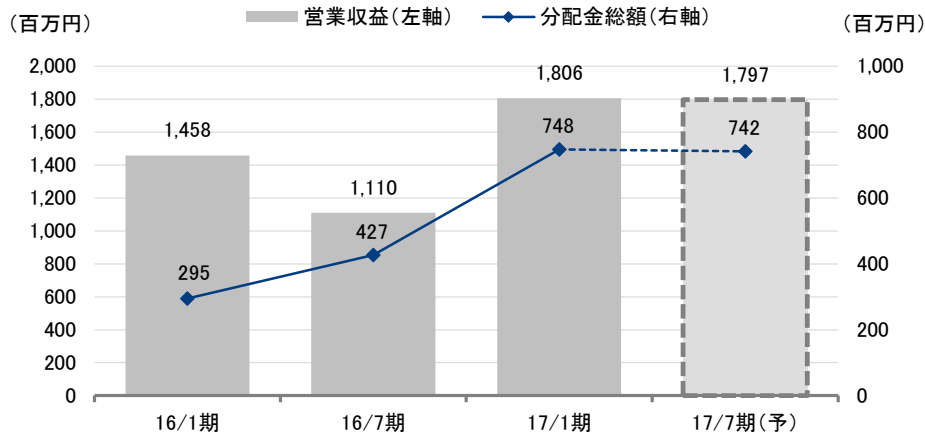
同 REIT の成長戦略は、スポンサー開発物件の「S-RESIDENCE」の継続的な取得を中心とし、それに加えてスポンサー保有物件やスポンサー以外の第三者が保有する物件を取得とする外部成長と、地域特性や物件特性等を勘案したリーシングやコスト削減などによる内部成長を軸としたものである。当面の目標として、上場から3年間（2016年1月期～2018年7月期）での資産規模1,000億円の達成を目指している。弊社では、外部成長については、現時点のパイプライン（検討中を含む）が順調に積み上がっていることから資産規模1,000億円の達成は射程圏内にあるものと評価している。また、内部成長についても、各主要地方都市における規模拡大により運用効率がさらに高まる効果が期待できるほか、地域特性にあった運用ノウハウの蓄積により着実な成長が可能であるとみている。

また、他のレジデンス特化型J-REITと比較すると、分配金利回りやNAV倍率などから判断して同REITの投資口価格には明らかな割安感がある。したがって、今後、資産規模の拡大に向けた道筋や知名度の向上、運用成績の積み上げなどの進展により、調整される余地は十分にあるものと判断している。

Key Points

- ・サムティグループによる物件の安定供給や多岐にわたるスポンサーサポートに強み
- ・2017年1月期は資産規模拡大によりポートフォリオの安定性が向上
- ・当面の目標として、上場より3年間での資産規模1,000億円の達成を目指す

業績の推移



注: 16/1期は2015年3月16日～2016年1月31日の11ヶ月間の実績
出所: 決算短信よりフィスコ作成

■ 同 REIT の概要

主要地方都市を中心としたレジデンス投資を特徴とする J-REIT。 サムティグループによるスポンサーサポートに強み

1. 同 REIT 及びそのスポンサー

同 REIT は、関西を基盤として主要地方都市への投資実績が豊富なサムティをスポンサーとし、サムティアセットマネジメント（株）へ資産運用を委託する REIT である。2015 年 3 月に設立され、2015 年 6 月に東京証券取引所の不動産投資信託証券市場（J-REIT 市場）に上場した。決算期は年 2 回（1 月、7 月）である。

スポンサーであるサムティは、1982 年 12 月に大阪市東淀川区に設立された総合不動産会社である。自社開発ブランド「S-RESIDENCE」シリーズ等による不動産事業（投資家向け収益マンションの開発及び販売等）と不動産賃貸事業（賃貸マンションの運営等）を両輪とし、ビジネスホテルの開発・運営等も手掛けている。主要地方都市における賃貸物件（レジデンス）の開発実績やリーシング力（賃貸付け）等に強みがある。

同 REIT の最大の特徴は、「主要地方都市を中心としたレジデンスへの投資」及び「サムティグループの活用」にある。特に、サムティグループが開発・保有する物件の安定供給（優先交渉権の付与）や多岐にわたるスポンサーサポートは同 REIT の強力な成長エンジンとなってきた。J-REIT 全銘柄（58 銘柄）のうち、レジデンス（住居系）特化型は 8 銘柄が存在するが、主要地方都市を中心としたものは唯一である。2017 年 1 月期末の運用資産は 49 物件、取得価格合計は 51,551 百万円であり、J-REIT の中ではまだ小さいが、上場から 3 年間（2016 年 1 月期～2018 年 7 月期）での資産規模 1,000 億円に向けてパイプラインは順調に積み上がっている。

高い稼働率により安定的なキャッシュフローを生み出すポートフォリオ

2. 投資方針とポートフォリオの状況

(1) 投資方針

a) レジデンス（賃貸住宅）を中心としたアコモデーションアセット等への投資

レジデンスを 80% 以上組み入れるとともに、20% 以下であれば運営型施設（ホテル及びヘルスケア施設等）も可能となっている（現時点での実績はない）。また、レジデンスについては、堅調な単身世帯需要の取り込みが期待できるシングル及びコンパクトタイプ※の物件を重視している。

※ シングルタイプは戸当たりの専有面積が 30㎡未満、コンパクトタイプは戸当たりの専有面積が 30㎡以上 60㎡未満。

b) 主要地方都市を中心とした投資

主要地方都市（札幌市、仙台市、名古屋市、京都市、大阪市、神戸市、広島市及び福岡市）に 50% 以上組み入れる一方、その他地方都市は 20% 以下とし、首都圏は 30% 程度とする方針である。

同 REIT の概要

(2) ポートフォリオの状況

a) エリア別投資比率

主要地方都市が 67.4%、その他地方都市が 15.1%、首都圏が 17.5% となっており、地方都市比率は合わせて 82.5% に上る。レジデンス投資については高稼働率が期待できる首都圏を中心とする J-REIT がほとんどの中で、地方都市中心で高い稼働率(2017年1月末時点で 97.5%)を誇る同 REIT の存在はユニークと言える。また、近畿が 32.0%、東海が 22.7% と高い比率となっているが、九州 12.2%、東北 9.2%、北海道 5.3%、北関東 1.2% と全国に展開しているところも特徴と言える。

b) 築年数別比率

5年未満が 31.0%、5年以上10年未満が 34.0%、10年以上15年未満が 29.6%、15年以上20年未満が 5.3% となっており、平均築年数では 7.9年と比較的新しいところに特徴がある。これは、スポンサーからの新築物件の安定供給によるところが大きい。築浅物件が多いということは、修繕にかかる費用を低く抑えられることや、利用者の人気が高く高稼働率に結び付くところにメリットがある。

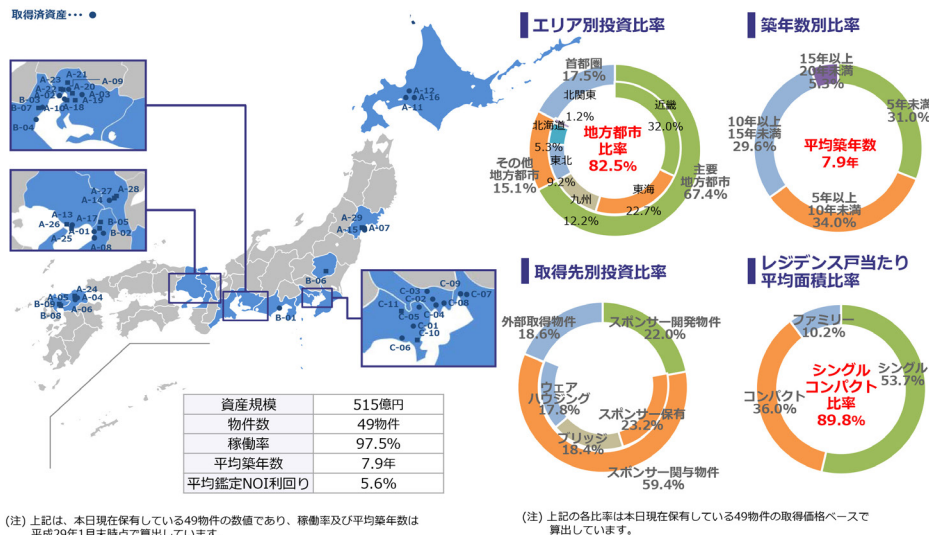
c) 取得先別投資比率

スポンサー開発物件 22.0% に加えて、スポンサーの関与物件 (スポンサー保有物件のほか、ブリッジ及びウェアハウジング) が 59.4% を占める (両方を合わせて 81.4%)。

d) レジデンス戸当たり平均面積比率

シングルが 53.7%、コンパクトが 36.0% と両方合わせて 89.8% となる。残りはファミリータイプとなっている。

ポートフォリオの概要



出所：決算説明会資料より掲載

■ J-REIT 市場の現状

J-REIT 市場は外部環境による追い風や投資対象の多様化などにより順調に拡大

1. J-REIT とは

投資家から集めた資金で収益不動産（オフィスやレジデンス、商業施設など）へ投資し、そこから得られた不動産収入を原資として投資家に分配する金融商品である。投資対象が安定したキャッシュフローを生み出す収益不動産であることに加え、比較的高い利回り※が期待できることに特徴があり、分かりやすく言えば、ハイリスク・ハイリターン型の株式とローリスク・ローリターン型の債券の中間（ミドルリスク・ミドルリターン型）に位置するものと言える。2017年3月末のJ-REIT全体の時価総額は約11兆9,063億円、銘柄数は58の規模に上る。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。また、最近では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。

※ 2017年3月末現在のJ-REIT平均分配金利回りは3.76%（フィスコ調べ）。

東証REIT指数の推移



出所：東京証券取引所ホームページよりフィスコ作成

2. 投資判断のポイント

J-REIT に対する投資判断は、安定性及び成長性、収益性の観点から、いかに収益不動産からのキャッシュフローを安定的かつ持続的に成長させていけるかがポイントと言える。特に、保有物件(アセットタイプ)によってキャッシュフローの質が大きく変わることから、各 REIT の投資方針やポートフォリオの状況に注意する必要がある。同 REIT の投資対象であるレジデンスは、一般的に言えば、景気の影響を比較的受けづらく、利用者が小口分散されていることからキャッシュフローの安定性は高いと言える。半面、オフィス型などに比べると収益性の面で若干落ちる傾向がみられる。

なお、安定性の評価には、「賃料単価」や「稼働率」の推移(変動)、成長性の評価には、「資産残高の伸び」のほか、「賃料単価」や「稼働率」の改善(余地)、「賃貸事業費用」等の削減(余地)、収益性の評価には、「NOI 利回り」※1や「利益率」の高さなどが重要な指標となっている。また、財務基盤の安定性や今後の物件取得に向けた資金調達力を維持しつつ、有利子負債を効果的に活用することが「1口当たり分配金」を増やすことにつながるため、財務の状況(方針)も重要な判断材料と言える。「総資産 LTV」※2や有利子負債の長短比率などが重要な指標である。

※1 (不動産賃貸利益 + 減価償却費) ÷ 不動産取得価格。

※2 Loan to Value の略。有利子負債 ÷ 総資産。

なお、成長性の評価については、外部成長と内部成長の2つの面から判断する必要がある。外部成長とは、新たな物件取得により資産規模を拡大し、キャッシュフロー全体を底上げすることである。ただ、公募増資を伴う場合には発行口数も増えることから、必ずしも「1口当たり分配金」の増加とはならないことに注意が必要である。もちろん、その場合でも、資産規模の拡大が運用効率を高めることにより内部成長を促す要因となる。したがって、良質な物件取得ルートをいかに確保しているかがカギを握っている。一方、内部成長とは、賃料単価のアップや稼働率の向上、コスト削減等により保有物件からのキャッシュフローを増やすことである。運営管理の効率性やノウハウの活用がポイントとなる。

■ 同 REIT の特徴

安定的な物件供給を含めたスポンサーサポートが強力な成長エンジン

1. 成長モデル

同 REIT の成長モデルは、他の REIT と同様に、外部成長及び内部成長によってキャッシュフローの拡大を図り、「1口当たり分配金」を増やすものである。特に、外部成長については、スポンサーからの安定供給が同 REIT の強力な成長エンジンとなっている。今後は、第三者からの物件取得についても強化する方針であるが、その場合でも、ウェアハウジング機能などを含め、多岐にわたるスポンサーサポートの活用は大きな武器となると考えられる。また、内部成長については、主要地方都市の物件が中心であることから、地域特性や物件特性、周辺のマーケット状況にあったきめ細かいリーシングやコスト削減がポイントになっている。

同 REIT の特徴

2. 利益超過分配金の還元

同 REIT の大きな特徴として、「利益超過分配金」の還元が挙げられる。通常、REIT は運用成果の分配として、当期純利益の全額を投資主に還元することを基本としているが、同 REIT の場合には、当期純利益に加えて、減価償却費の一部を投資家に還元する配分方針を採用している。この通常の利益分配金を超える部分を「利益超過分配金」と呼ぶ。ただ、本来、減価償却費は建物等の機能維持のための資本的支出に使用される性質のものであることから、一定のキャッシュマネジメントや制限のもとで実施する方針となっている。すなわち、外部経済環境や不動産市況、同 REIT の財務等を総合的に勘案した上、資本的支出や運転資金等に充当後のフリーキャッシュフローの中から、財務基盤の強化やポートフォリオの収益力向上に向けた投資とともに最適な配分を決定している。また、財務基盤の毀損を避けるため、「分配金総額（利益超過分配金を含む）」の「当期純利益＋減価償却費（35%を上限）」に対する割合（ペイアウトレシオ）については70%を目処とする制限なども設けている。

J-REIT 全銘柄の中で「利益超過分配金」を還元しているものは少なく、特にレジデンス系では同 REIT のみとなっている。それを可能としているのは、同 REIT のポートフォリオの特徴にある。地方レジデンス中心であることから物件取得価格に対する減価償却費の割合が大きくなる傾向があること、築浅物件が多いことにより資本的支出（修繕費等）が少ないところに起因する（余剰資金が生まれやすい）。弊社では、スポンサーからの新築物件の安定供給が期待できることから、今後も「利益超過分配金」の還元は可能であるとみており、同 REIT の投資魅力の1つと捉えている。

3. ポートフォリオの特徴と優位性

(1) 主要地方都市を中心としたレジデンス投資

他のレジデンス特化型 J-REIT をはじめ、J-REIT によるレジデンス投資は首都圏が中心となっていることから、同 REIT は独自のポジショニングと言える。競合の激しい首都圏においては、不動産価格の高騰も含め、物件取得が困難な状況がみられるが、比較的プレイヤーの少ない地方都市においては合理的な水準で物件取得がしやすいメリットがある。一方、人口流入や単身世帯の伸びが大きい首都圏（特に東京23区）と比較すると、地方都市の物件には稼働率に対する懸念のほか、物件取得ルートやネットワークがないこと、取得後の運用効率の低さなどが手を出しにくい要因となっている。もっとも、同 REIT が中心とする主要地方都市は、世帯数伸び率や転入超過数において東京23区にも引けを取らない状況にある^{※1}。実際、同 REIT の主要地方都市の稼働率は首都圏を上回って推移^{※2}している上、他のレジデンス特化型 J-REIT と比べても高い水準となっている。また、物件取得ルートやネットワーク、運用効率についても、サムティグループの活用や連携が可能であるとともに、今後、各主要地方都市での規模拡大が進んでいけば、さらにネットワークの構築や運用効率の向上につながる好循環が期待できる。

^{※1} 2000年から2014年までの世帯数伸び率では東京23区が約19.8%の伸び率であるのに対し、主要地方都市全体では約17.8%と東京23区と同様の増加傾向を示している。また、2000年以降、東京23区が転入超過で推移しているのと同様に、主要地方都市においても全体として見ると安定的な転入超過となっている。

^{※2} 2017年1月末の同 REIT の稼働率は主要地方都市が97.8%、首都圏が96.7%となっている。

同 REIT の特徴

(2) サムティグループによるスポンサーサポート

前述したとおり、同 REIT の独自のポートフォリオを可能としているのが、サムティグループによるスポンサーサポートである。特に、サムティグループの自社開発ブランド「S-RESIDENCE」シリーズ等の新築物件を中心とした安定供給は優位性の源泉となっている。また、サムティグループが培ってきた主要地方都市での豊富な運用ノウハウのほか、外部取得物件についても多岐にわたるサムティグループのサポートが活用されている。代表的なものとして、「ウェアハウジング機能の提供」※¹や「再開発に関する支援」、「賃料固定型マスターリース契約の提供」※²、「リーシングサポート業務の提供」などが挙げられる。

※¹ 収益安定化や取得タイミング調整のため、投資法人が取得する前にスポンサーまたは設立した SPC（ブリッジファンド）が取得する物件取得手法のこと。

※² マスターリース会社が一括で借り上げ（サブリース）、同 REIT に対して固定賃料を保証する契約。

業績動向

小規模ながら着実に拡大

1. 上場からの業績推移

上場時（2015年7月1日）には28物件（取得価格合計30,500百万円）であった資産規模は、2016年8月の公募増資等による物件取得に伴い、現在（2017年1月31日）は49物件（取得価格51,551百万円）とまだ小規模ながら順調に拡大してきた。

また、「1口当たり分配金」についても、稼働率の向上及び安定化、調整後賃料単価※のアップ等により着実に伸びている。

※ {月額賃料収入 + (礼金収入 ÷ 想定契約期間)} ÷ 契約面積により計算（想定契約期間は4年間）

業績動向

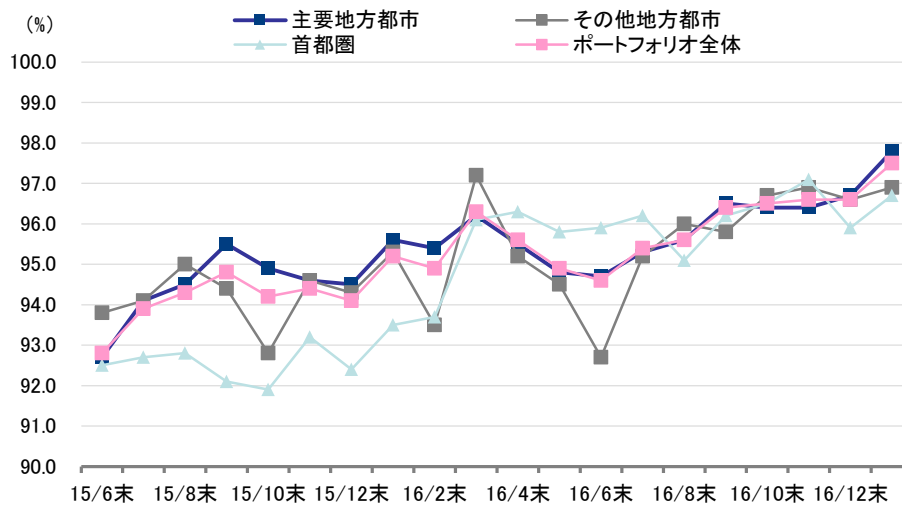
業績推移

(単位：百万円)

	上場時 実績	16/1期 (11ヶ月間) 実績	16/7期 実績	17/1期 実績	17/7期 予想
営業収益	-	1,458	1,110	1,806	1,797
営業利益	-	598	417	849	745
経常利益	-	170	331	606	596
当期純利益	-	168	330	605	595
1口当たり分配金合計(円)	-	1,810	2,618	2,645	2,625
1口当たり分配金(円)	-	1,034	2,026	2,138	2,105
1口当たり利益超過分配金(円)	-	776	592	507	520
物件数(物件)	28	29	29	49	
取得価格合計	30,500	30,962	30,962	51,551	
鑑定評価額合計	30,936	32,434	32,975	55,693	
鑑定 NOI 利回り	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	
平均築年数(年)	7.0	7.6	8.1	7.9	
稼働率	92.8%	95.2%	95.4%	97.5%	
賃貸可能戸数(戸)	2,297	2,345	2,345	3,754	

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

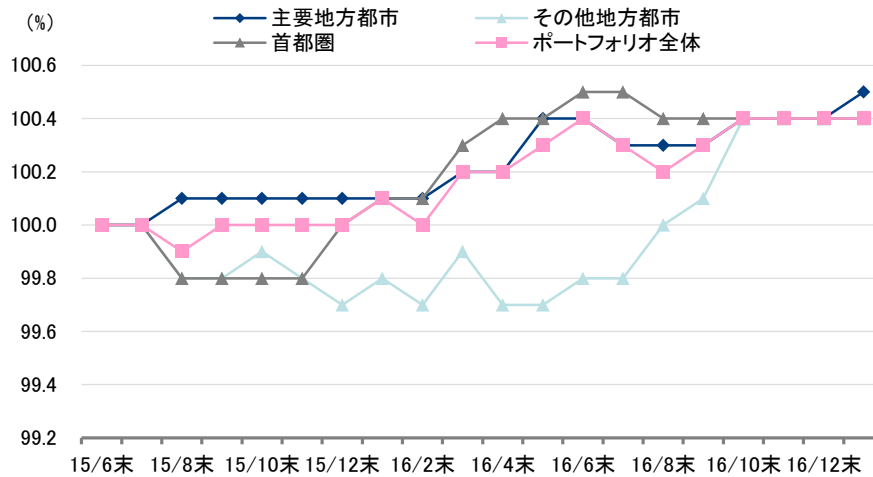
エリア別稼働率の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

業績動向

調整後賃料単価の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

資産規模拡大によりポートフォリオの安定性が向上

2. 2017年1月期（第3期）の業績

2017年1月期（2016年8月1日－2017年1月31日）の業績は、営業収益が1,806百万円（前期比62.7%増）、営業利益が849百万円（同103.7%増）、経常利益が606百万円（同82.7%増）、当期純利益が605百万円（同82.9%増）であった。2016年8月の公募増資により20物件（20,589百万円）を取得したことで大幅な増収増益を実現し、1口当たり分配金についても増配となった。また、業績予想に対しても、営業収益が計画比16百万円増、営業利益が同15百万円増、経常利益が同23百万円増、当期純利益が同23百万円増、1口当たり分配金合計（利益超過分配金を含む）も同45円増とすべてが計画を上回っており、順調な運用成果を残したと評価できる。2017年1月末の運用資産は49物件、取得価格合計は51,551百万円（前期末比66.5%増）とまだ小規模ながら一定の資産規模に到達した。

業績予想（計画）との差異要因は以下のとおりである。

営業収益は、最も注力する稼働率や賃料収入が好調に推移したこと（計画比4百万円増）に加えて、その他収入（駐車場、原状回復収入等）の増加（計画比11百万円増）が計画を上回る要因となった。なお、期中平均稼働率は96.5%（計画は95.4%）と高い水準を維持するとともに、賃料単価についてもわずかながらアップすることができた。

業績動向

一方、営業費用については、リーシング促進費及び水道光熱費等の賃貸事業費用（計画比 20 百万円減）や、減価償却費（計画比 5 百万円減）を計画より低く抑えたものの、その分をバリューアップ工事等の先行投資的な修繕費（計画比 23 百万円増）へ投下したことから、結果としてほぼ計画どおり（計画比 1 百万円増）の水準となった（その結果、営業利益は計画比 15 百万円増）。なお、リーシング促進費が大きく計画を下回ったのは、稼働率が高い水準で安定的に推移したことから入れ替えにかかるキャンペーン等の費用を低く抑えることができたことに起因する。また、減価償却費については、新規取得物件について保守的に見積もっていたことが要因である。

営業外費用については、基準金利上昇リスクを保守的に見ていたが、金利上昇がなかったため、支払利息減となり、計画比 7 百万円減に抑えることができた（その結果、経常利益及び当期純利益は計画比 23 百万円増）。

以上から、第 3 期の業績を総括すると、外部成長（物件取得）により資産規模の拡大を図り、ポートフォリオの安定性や運用の効率性を高めることができたこと、内部成長（稼働率の向上やコストの削減等）により前期並びに計画を上回る 1 口当たり分配金を実現したこと、今後の内部成長に向けた先行投資（バリューアップ工事等）の充実を図ることができたことなどが評価すべきポイントであり、バランスの取れた成果を残したと言える。特に、内部成長については、同 REIT のポートフォリオが安定したキャッシュフローを生み出すところをしっかりと示したものと評価できるだろう。

2017年1月期（第3期）の実績

（単位：百万円）

	16/7 期 実績	17/1 期 実績	前期比		17/1 期 期初予想	差異
				増減率		
営業収益	1,110	1,806	695	62.7%	1,790	16
営業費用	693	956	263	38.0%	955	1
営業利益	417	849	432	103.7%	834	15
営業外損益	-85	-243	158	184.8%	-251	7
経常利益	331	606	274	82.7%	582	23
当期純利益	330	605	274	82.9%	581	23
1 口当たり分配金合計（円）	2,618	2,645	27	1.0%	2,600	45
1 口当たり分配金（円）	2,026	2,138	112	5.5%	2,056	82
1 口当たり利益超過分配金（円）	592	507	-85	-14.4%	544	-37
投資口数（口）	163,340	283,000	119,660	73.3%		
期中平均稼働率	95.3%	96.5%	1.2P	-	95.4%	1.1P
資本的支出	8	26	18	225.0%	42	-16
減価償却費	276	434	158	57.2%	440	-5
ペイアウトレシオ	70.4%	72.0%	1.6P	-	72.0%	0.0P

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

財務基盤の安定性や今後の物件取得に向けた資金調達力を確保

3. 財務状況

2017年1月期末の総資産は20物件(20,589百万円)の新規取得により55,828百万円(前期末比66.1%増)と大きく拡大した。一方、純資産も公募増資(約10,000百万円)により26,397百万円(同62.8%増)に増加したことから、自己資本比率は47.3%(前期末は48.3%)とほぼ横ばいで推移した。また、有利子負債も物件取得に伴って28,750百万円(前期末比69.0%増)に増加したが、総資産LTVは51.5%(前期末は50.6%)と運営上の目安となる範囲内(45%~55%)を維持しており、財務基盤の安定性や今後の資金調達力に懸念はない。

なお、有利子負債に関しては、長期負債比率が98.1%(前期末は94.1%)と長期安定資金が大部分を占める上、返済(償還)期日についても適度に分散しており流動性リスクは軽減されている。また、足元の金利水準が十分に低いことや、将来的な金利上昇リスクをある程度視野に入れ、金利固定化率も18.1%(前期末は0%)に引き上げている。有利子負債は銀行15行によるローンがほとんどであるが、全体の53.2%を地方銀行11行から借り入れており、同REITならではの間口の広いバンクフォーメーションと言える。また、投資法人債(私募)の発行(4年、1,000百万円)も行っており、調達手法の多様化にも取り組んでいる。

貸借対照表・財務指標

(単位:百万円)

	16/7 期末 実績	17/1 期末 実績	前期末比	
				増減率
総資産	33,611	55,828	22,217	66.1%
純資産	16,219	26,397	10,177	62.8%
有利子負債	17,012	28,750	11,738	69.0%
短期借入金	1,012	550	-462	-45.7%
長期借入金	16,000	27,200	11,200	70.0%
投資法人債	-	1,000	1,000	-
総資産 LTV	50.6%	51.5%	0.9P	-
長期負債比率	94.1%	98.1%	4.0P	-
固定化比率	0.0%	18.1%	18.1P	-
平均残存期間(年)	3.0	2.7	-0.3	-

出所:決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

2017年7月期は巡航期として安定的な業績推移を見込む

4. 2017年7月期（第4期）の業績見通し

2017年7月期（2017年2月1日～2017年7月31日）の業績予想について同REITは、営業収益を1,797百万円（前期比0.5%減）、営業利益を745百万円（同12.3%減）、経常利益を596百万円（同1.5%減）、当期純利益を595百万円（同1.6%減）と見込んでいる。現時点で新規物件の取得を予定していないことから、巡航期の業績と捉えることができる。1口当たり予想分配金（利益超過分配金を含む）は2,625円と前期比で20円減少するものの、2016年7月期の巡航期予想分配金2,478円からは147円の引き上げとなる。月末稼働率の期中平均は95.5%（前期実績は96.5%）を前提としている。

弊社では、前提条件に合理性があることから同REITによる業績予想の達成は可能とみている。なお、稼働率の前提については、前期実績がほぼ上限に近い水準であったことから実績よりもやや低い水準としているが、それでも高い水準を維持する想定と言える。前期と同様、稼働率や賃料収入、コスト削減など運用成果が業績の変動要因となる可能性についてフォローする必要がある。また、パイプラインが十分に積み上がっていることから、新規物件の取得のタイミングによっては前提条件が大きく変化する可能性にも注意が必要である。

■ 成長戦略とその進捗

上場から3年間での資産規模1,000億円を目指す

1. 成長戦略

同REITは、以下に掲げる外部成長戦略、内部成長戦略、財務戦略に取り組むとともに、当面の運用目標として、上場から3年間（2018年7月期）での資産規模1,000億円の達成を目指している。まずは、全体を俯瞰するために項目を挙げ、各戦略については後述する。

(1) 外部成長戦略

- a) スポンサー開発物件の「S-RESIDENCE」の継続的な取得による資産規模の拡大及びポートフォリオの質の向上
- b) スポンサーサポートによる物件取得
- c) 資産運用会社独自のルートを活用した物件取得
- d) 差別化されたポートフォリオ構築方針の活用

(2) 内部成長戦略

- a) 既存設備の見直し等による資産価値及び収益率の向上
- b) 運用コストの削減
- c) サブリース契約を活用した収益の安定化

(3) 財務戦略

- a) 借入期間の長期化と負債コストの低減
- b) バンクフォーメーションの拡充
- c) 将来的な格付取得
- d) 資金調達が多様化

外部成長に向けたパイプラインは順調に拡大

2. 成長戦略の進捗

(1) 外部成長戦略の進捗

a) パイプラインの状況

今後の取得予定物件であるパイプライン（優先的売買交渉権を付与された物件及び取得交渉中の物件）については、1) スポンサーが開発中または開発済の優先的売買交渉権を付与された物件、2) スポンサー保有（取得予定を含む）の取得検討中物件、3) 第三者保有の取得検討中物件の3つに分類される。最も確度の高い1) については15物件を確保するとともに、2) は4物件、3) は5物件が検討中であり、合計すると24物件に上っている。

スポンサーが開発中または開発済の優先的売買交渉権を付与された物件

物件名	所在地	賃貸戸数	竣工（予定）時期	エリア
S-RESIDENCE 深江橋 EAST	大阪市東成区	144戸	2017年 1月	主要地方都市
S-RESIDENCE 深江橋 EAST II	大阪市東成区	96戸	2017年 1月	主要地方都市
S-RESIDENCE 新大阪 WEST	大阪市淀川区	224戸	2017年 2月	主要地方都市
S-RESIDENCE 都島	大阪市都島区	120戸	2017年 6月	主要地方都市
S-RESIDENCE 谷町五丁目	大阪市中央区	84戸	2017年 7月	主要地方都市
S-RESIDENCE 名古屋千代田	名古屋市中区	109戸	2017年 8月	主要地方都市
S-RESIDENCE 南堀江	大阪市西区	154戸	2017年 9月	主要地方都市
S-RESIDENCE 木川東	大阪市淀川区	177戸	2018年 1月	主要地方都市
S-RESIDENCE 名古屋葵	名古屋市東区	95戸	2018年11月	主要地方都市
S-RESIDENCE 江坂垂水町	大阪府吹田市	75戸	2017年 6月	その他地方都市
S-RESIDENCE 江坂町	大阪府吹田市	153戸	2019年 2月	その他地方都市
S-RESIDENCE 川崎貝塚	川崎市川崎区	43戸	2017年 2月	首都圏
S-RESIDENCE 本八幡	千葉県市川市	81戸	2018年 1月	首都圏
S-RESIDENCE 新宿	東京都新宿区	65戸	2018年 3月	首都圏
S-RESIDENCE 松戸本町	千葉県松戸市	52戸	2018年 3月	首都圏

出所：サムティ株式会社 2017年11月期第1四半期決算説明資料よりフィスコ作成

成長戦略とその進捗

スポンサー保有（取得予定を含む）の取得検討中物件

所在地	賃貸戸数	竣工時期	エリア
三重県津市	62戸	2006年2月	その他地方都市
大分県大分市	90戸	2006年12月	その他地方都市
熊本市中央区	91戸	2008年1月	その他地方都市
埼玉県川口市	70戸	2016年8月	首都圏

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

第三者保有の取得検討中物件

所在地	賃貸戸数	竣工（予定）時期	エリア
名古屋市昭和区	56戸	2017年1月	主要地方都市
名古屋市中区	84戸	2018年2月	主要地方都市
兵庫県西宮市	62戸	2007年2月	その他地方都市
新潟市中央区	83戸	2018年2月	その他地方都市
埼玉県戸田市	62戸	2017年1月	首都圏

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

b)ブリッジファンドへの出資

同社は、更なるパイプライン確保のため、2017年3月13日付けでブリッジファンドの匿名組合出資（250百万円）を実施し、同ファンドに組み入れられた8物件（優先交渉権の行使価格8,786百万円（上限））についても優先交渉権を獲得している。

他社との提携によるモデルルームの設置や物件特性や地域環境に合った多様なコスト削減による内部成長

(2) 内部成長戦略の進捗

a) 稼働率向上に向けた施策

競合物件との差別化や見込客への効果的な訴求を目的として、国内外のインテリアメーカーの家具で統一されたモデルルーム（同メーカーにコーディネートを依頼）を設置し、早期入居申し込みの獲得を推進。その結果として、短期間での稼働率の向上に結び付けることに成功している。

b) コスト削減策

物件特性や地域環境に合った多様なコスト削減施策に取り組んでいる。具体的には、電力供給会社の切り替え（31物件）やLED照明導入（7物件）などによるコスト削減のほか、降雪地域においては、融雪システムの稼働を状況に応じてオンライン管理することにより燃料使用料の抑制につなげている。特に、LED照明導入については今後もコスト削減余地が大きいとみられる。

c) その他各種施策

カーシェアリングの導入や、宅配BOX設置のほか、入居者ニーズに応じた設備改修を行うことにより、入居者のユーザビリティ向上や物件競争力の強化、ひいては同REITの知名度向上に資する施策に取り組んでいる。

成長戦略とその進捗

弊社では、外部成長については、現時点のパイプライン（検討中及びブリッジを含む）が32物件と順調に積み上がっており、資産規模1,000億円の達成は射程圏内にあるものと評価している。むしろ、1,000億円達成後の成長ペースをいかに加速していくのかに注目している。また、内部成長についても、稼働率については上限に近い水準にあるものの、各主要地方都市における資産規模の拡大により運用効率がさらに高まる効果が期待できるほか、地域特性にあった運用ノウハウの蓄積によりバリューアップ及びコスト削減の余地は大きいとみている。今後も同REITならではのポートフォリオがどのような進化を遂げていくのかに注目していきたい。

ベンチマーキング

投資口価格には割安感があるが、 資産規模拡大や知名度向上により調整余地は大きい

他のレジデンス特化型J-REITと比較すると、分配金利回り（利益超過分配金を含まない）の高さやNAV倍率の低さから判断して、同REITの投資口価格には明らかに割安感がある。この要因として、資産規模が小さいことから運用の安定性に懸念があること、知名度や投資魅力が十分に伝わっていないこと、初めての主要地方都市中心のポートフォリオであることから運用実績を見極める段階にあることなどが考えられる。安定性については、資産規模1,000億円に向けてパイプラインが順調に積み上がっていることから解消される可能性が高い。また、知名度や投資魅力については、IR活動に積極的に取り組む方針であり、解消されると考えられる。初めての主要地方都市中心のポートフォリオであることについては、同REITが安定的なキャッシュフローを生み出すことが実証されてきたことを勘案すると、今後、調整される余地は大きいと考えられる。

レジデンス特化型 REIT の各指標比較

2017年3月31日時点の情報

	コード	決算月	投資口 価格 (円)	分配金 利回り	時価総額 (百万円)	NAV 倍率	棟数	取得価格 合計 (億円)
積水ハウス・SI 投資法人	8973	3月/9月	123,400	3.53%	136,420	1.13	112	2,063
スターツプロシード投資法人	8979	4月/10月	149,300	5.59%	38,337	0.77	112	819
日本賃貸住宅投資法人	8986	3月/9月	81,700	4.48%	133,993	1.08	202	2,246
日本アコモーションファンド投資法人	3226	2月/8月	483,500	3.41%	234,266	1.32	118	2,947
アドバンス・レジデンス投資法人	3269	1月/7月	304,500	3.32%	411,075	1.52	257	4,369
ケネディクス・レジデンシャル投資法人	3278	1月/7月	313,000	4.13%	109,265	1.09	113	1,552
コンフォリア・レジデンシャル投資法人	3282	1月/7月	252,900	3.65%	142,558	1.21	110	1,865
サムティ・レジデンシャル投資法人	3459	1月/7月	82,300	5.12% 6.38%	23,291	0.88	49	516

注：同REITの分配金利回りの上段は利益超過分配金を含まない場合、下段は含む場合を示している
出所：不動産投資情報ポータルよりフィスコ作成

重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

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。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、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、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、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、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

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、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ