

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 >>>](#)

2017 年 2 月 23 日 (木)

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
■ 会社概要	02
1. 事業概要	02
2. 特長	05
3. 沿革	06
■ 業界環境	07
■ 業績動向	09
1. 過去の業績推移	09
2. 2016年11月期決算の概要	11
3. 開発計画（パイプライン）の状況	14
4. 2017年11月期の業績予想	17
5. 2018年11月期の考え方	18
■ 成長戦略	18
1. 中期経営計画	18
2. 今後の方向性とその進捗	19
■ 株主還元	21

■ 要約

利益水準・EPS の向上、財務基盤の確立を図り、更なる成長ステージへ

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（賃貸マンションや商業施設等）を両輪とし、ビジネスホテルの運営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、足元で高い成長を続けている。事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※、2015 年 10 月には東証 JASDAQ から東証 1 部へ市場変更となり、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。好調な事業環境を追い風としながら、同社は新たな成長フェーズに入っている。

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

同社は、2016 年 11 月期から新たな中期経営計画をスタートしている。前回の中期経営計画が外部環境（日銀による追加金融緩和、インバウンド需要の拡大等）や内部環境（事業エリアの拡大、J-REIT 事業への進出等）の変化により 2 期前倒しで達成できる見通しとなったことから、2018 年 11 月期の計画を増額修正するとともに、新たに 2020 年 11 月期の計画を設定した。1) SRR を中心としたビジネスモデルの構築、2) 地方大都市圏における戦略的投資、3) ホテル開発事業の展開により、2020 年 11 月期の目標として、売上高 1,000 億円水準、経常利益 100 億円水準を掲げている。また、2016 年 11 月期から 2020 年 11 月期までの 5 年間で約 3,000 億円の投資を行う計画となっている。

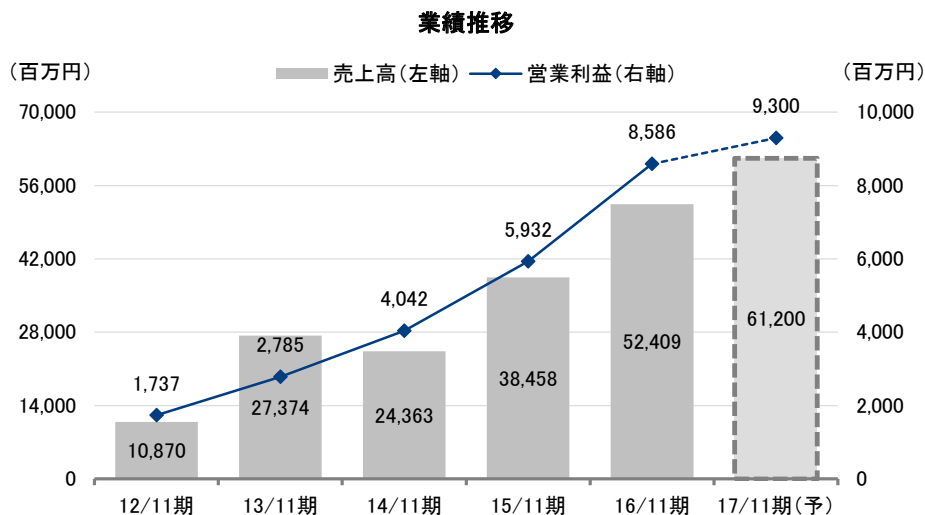
2016 年 11 月期の業績は、売上高が前期比 36.3% 増の 52,409 百万円、営業利益が同 44.7% 増の 8,586 百万円と大幅な増収増益となり、親会社株主に帰属する当期純利益は 2 期連続で過去最高益を更新した。販売予定物件の期ずれや収益物件の取得が後ろ倒しになったことから、期初予想に対して未達（親会社株主に帰属する当期純利益のみ計画超過）となったものの、不動産事業を中心に順調に拡大したと評価してもよいだろう。また、今後の事業拡大に向けた開発用地の仕入れや収益物件の取得についてもおおむね計画どおりに進捗している。

2017 年 11 月期の業績予想について同社は、売上高を前期比 16.8% 増の 61,200 百万円、営業利益を同 8.3% 増の 9,300 百万円と引き続き増収増益を見込んでいる。また、投資計画については、開発用地に約 158 億円、収益物件に約 395 億円の合計約 553 億円と前期を上回る水準を予定している。弊社では、開発案件（パイプライン）や収益物件の取得の状況等を勘案し、会社予想の達成は十分に可能であるとみている。なお、第 1 四半期は、前期からの期ずれ分を含め、売却案件が集中していることから通期予想に対する進捗率が高い水準に達する可能性があるが、そこは慎重に判断する必要がある。

弊社では、外部及び内部環境がともに同社の成長を後押しする状況にあることから、中長期的にも高い成長性を維持できるものとみている。都心を中心に用地仕入れが難しくなっているなかで、今後の成長に向けた開発案件（パイプライン）をどのように積み上げていくのか、地方大都市圏を中心とした利回りの高い収益不動産の発掘やバリューアップをいかに行っていくのか、SRRを中心としたビジネスモデルの構築が同社の収益性や成長性にどのような変化をもたらすのかなどに注目している。

Key Points

- ・ 16/11期は大幅増収増益で着地、最終益は2期連続で過去最高を更新
- ・ 17/11期も引き続き増収増益が続く見通し
- ・ 地方大都市圏でも開発を拡大させ、中長期的な安定拡大を目指す



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

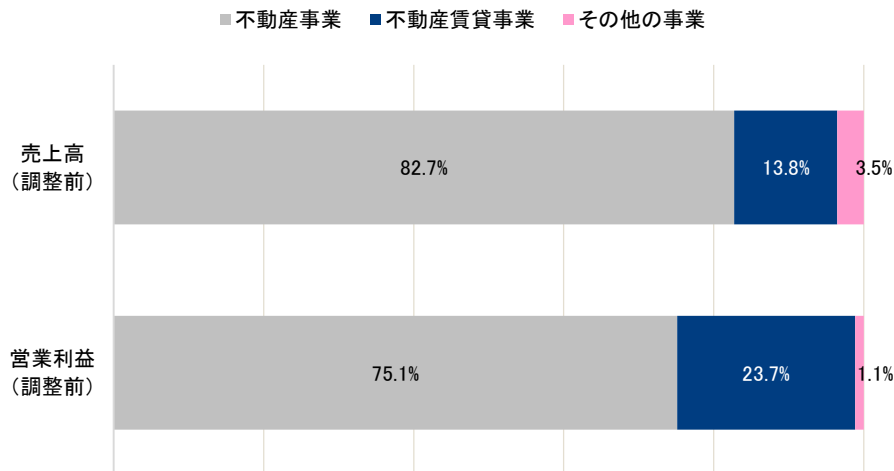
2015年6月にリート市場に進出、事業規模拡大に向けてビジネスモデルの基礎固めが完了

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。「不動産事業」が売上高の82.7%、営業利益の75.1%を占めている（2016年11月期実績）。ただ、「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、リーシング力（賃貸付け）に強みがある。

会社概要

事業別の売上高及び営業利益構成比(2016年11月期)



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520億円程度となっている(2017年1月末)。

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)の4ヶ所にあり、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。

同社グループは、同社及び連結子会社13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8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)、「サムティ管理(株)」(物件管理や保守等)などがある(2016年11月末)。

なお、「サムティ管理」については、2016年12月1日付で「サムティプロパティマネジメント(株)」に商号変更するとともに、グループにおけるプロパティマネジメント(PM)機能を集約・再編した。SRRの保有資産を始め、J-REITや不動産ファンドからのPM業務の受託推進を強化し、総合不動産業としての同社グループのシナジー効果を発揮することにより、中長期的に収益拡大を目指すところに狙いがある。

各事業の概要は以下のとおりである。

(1) 不動産事業

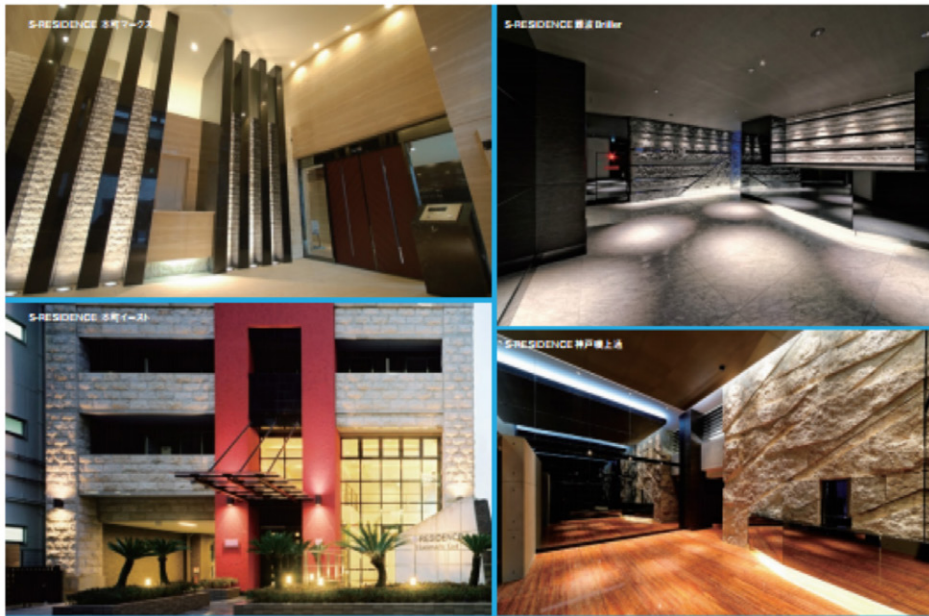
同社の成長を支える事業であり、「開発流動化」、「再生流動化」、「投資分譲」、「アセットマネジメント」の4つのサブセグメントに区別される。

サムティ | 2017年2月23日(木)
3244 東証1部 | <http://www.samty.co.jp/ir>

会社概要

「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」シリーズの優先的売買交渉権を付与しており、今後は SRR への物件供給を中心に据える方針である。

「S-RESIDENCE」シリーズ



出所：会社資料よりフィスコ作成

「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、リーシング力やノウハウの活用、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、保有期間中は、棚卸資産(販売用不動産)に計上されるが、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

「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、開発及び販売を行っている。自社では販売部隊を持たず、販売会社に卸販売(区分及び一棟売り)するところに特徴がある。事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、同社のリーシング力(賃貸付けを行った上で販売)の高さが他社との差別化や販売会社に対する信頼性や交渉力につながっている。

会社概要

「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、今後は 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、毎期、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約 90 棟を有するとともに、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。施設別の内訳は、延床面積ベースでマンションが 65.4%、商業施設・ホテル等が 20.5%、オフィスが 14.1% となっており、安定した高稼働率が期待できるマンションや商業施設等の比重が高い。リーシング力を生かすことで年平均 90% を超える高い稼働率を実現している。施設別の稼働率では、マンション 92.8%、オフィス 91.4%、商業施設 98.8% となっている。保有不動産の規模は約 883 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 395 億円と自社保有を目的とする有形固定資産約 488 億円に分かれる（2016 年 11 月期末）。なお、主な商業施設等には歴史のある「天橋立ホテル」のほか、2014 年 12 月にリニューアルオープンした琵琶湖畔の大型商業施設の「ピエリ守山」なども含まれている。

(3) その他の事業

主にホテルの運営、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、「センターホテル大阪」（大阪市中央区北浜、客室数 84 室）、「エスペリアホテル長崎」（長崎県長崎市、同 153 室）、「ホテルサンシャイン宇都宮」（栃木県宇都宮市、同 160 室）の 3 棟を保有・運営するほか、2016 年 11 月期に売却（及びリースバック）した「センターホテル東京」（東京都中央区日本橋、同 107 室）の運営を行っている。「センターホテル東京」及び「センターホテル大阪」は子会社のサン・トーアが運営を行う。また、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（同社分譲物件の一部及び外部物件）及び建設・リフォームなども手掛けている。

2. 特長

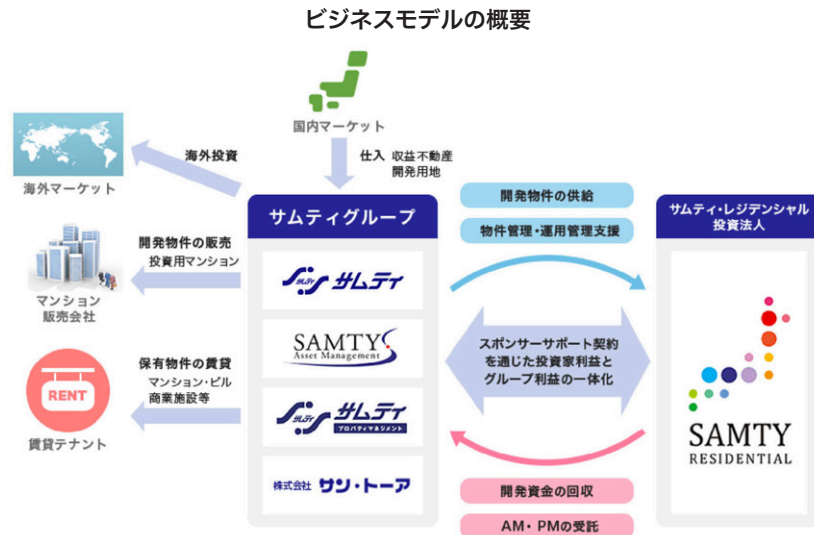
同社の特長は、不動産事業と不動産賃貸事業の 2 つの事業の組み合わせによる一気通貫型のビジネスモデルにあり、事業としての優位性や収益構造における強みを形成している。

(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、販売後のフィーをグループ内で一気通貫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力（賃貸付け）の高さが、不動産事業でも活かされており、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や交渉力においてもプラスの効果を生み出している。

会社概要

同社は、SRRが順調に立ち上がったことにより、今後はSRRを中心としたビジネスモデルの構築を目指している。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）など、ビジネスモデルの更なる進化に貢献するものと考えられる。



出所：ホームページより掲載

(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（現副会長）、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。2011年12月にサムティ管理を設立（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月には東証1部へ市場変更となった。

■ 業界環境

J-REIT 市場は着実に拡大

同社の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、2016年12月末の時価総額は約12兆1,233億円（前年末比14.8%増）、銘柄数は57（同5銘柄増）と順調に拡大している。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。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。

東証REIT指数の推移

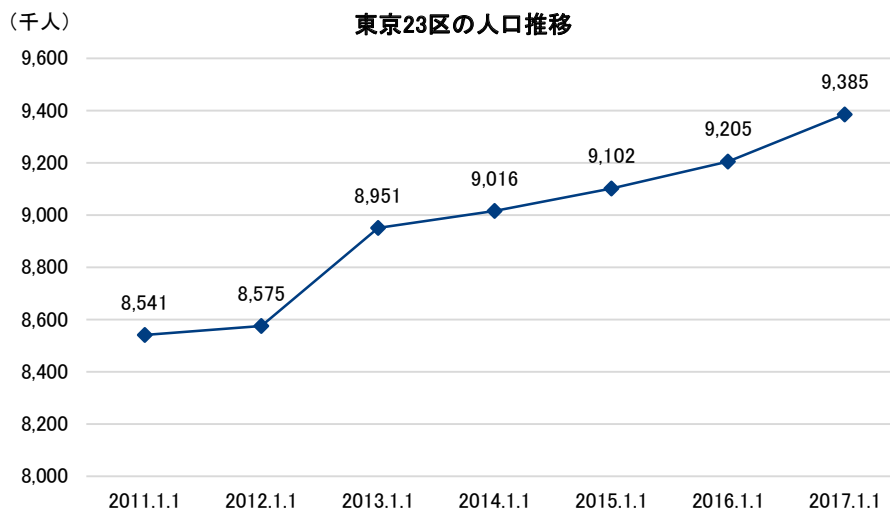


出所：各種資料よりフィスコ作成

業界環境

最近の東証 REIT 指数の動向についても、英国の EU 離脱（6 月）の影響による値動きや金利上昇観測によりやや軟調に推移する局面があったものの、日銀による金利上昇を抑制する動き（11 月）やトランプ氏のアメリカ大統領選勝利に伴う日米株式市場の上昇（政策期待相場）により足元では好調に推移している。米国の利上げや欧州及び中国経済の先行き不透明感など、投資環境全般は必ずしも良くはないが、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強い。特に、日銀によるマイナス金利政策の導入以降、10 年国債利回りなどが大きく低下する一方で、相対的に高い配当金利回り（3% を超える水準）が期待できる J-REIT に対して、旺盛な資金流入が続いている。また、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の上昇等）などにより、中期的にも底堅く推移するとの見方が強い。

一方、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。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。



出所：東京都総務局資料よりフィスコ作成

また、不動産業界を取り巻く金融環境も追い風である。日本銀行の調査によると、2016 年度上期（4 月から 9 月）の不動産業向け新規貸し出しは前年同期比 16.8% 増の 5 兆 8,943 億円（過去最高）となり、金融機関の不動産融資に対する積極姿勢が顕著となっている。融資残高でも 2016 年 9 月末は 69 兆 6,698 億円と過去最高を更新した。

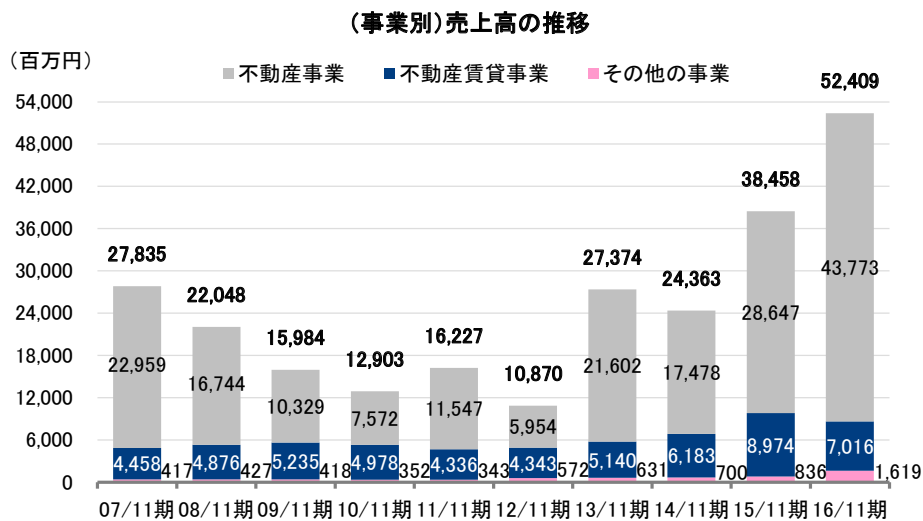
一方、業界の課題については、金融機関による不動産融資の積極化とプレイヤーの増加により、都心での用地仕入が難しくなってきたことや、地価の上昇や建築費の高騰などがあげられる。

■ 業績動向

利益率の高い開発流動化や投資分譲の伸長により、 経常利益率は改善傾向

1. 過去の業績推移

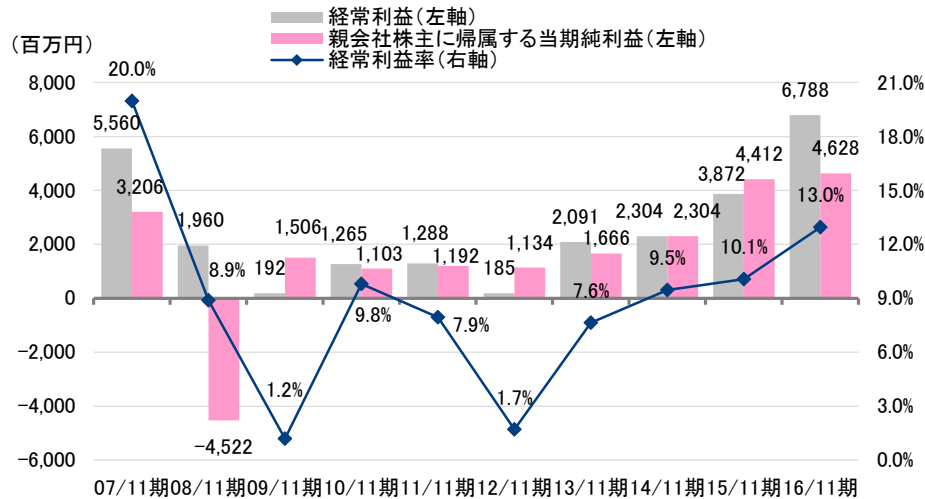
同社が大証ヘラクレス市場（現東証JASDAQ）に上場した2007年11月期からの業績を振り返ると、上場直後にリーマンショックによる影響を受け、しばらくは低調に推移する時期が続いた。特に、金融機関による金融引き締めにより不動産事業が大きく縮小したことが業績の足を引っ張った。ただ、注目すべきは、厳しい業界環境の中にあっても、不動産賃貸事業は安定的に推移しており、同社の業績を下支えしてきたところである。また、自社で販売部隊を持たずに固定費を低く抑えてきたこともプラスに働いており、減損処理により最終損失となった2008年11月期を除いて利益を確保してきたことは大いに評価できる。



出所：決算短信よりフィスコ作成
 注：内部売上高除く

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

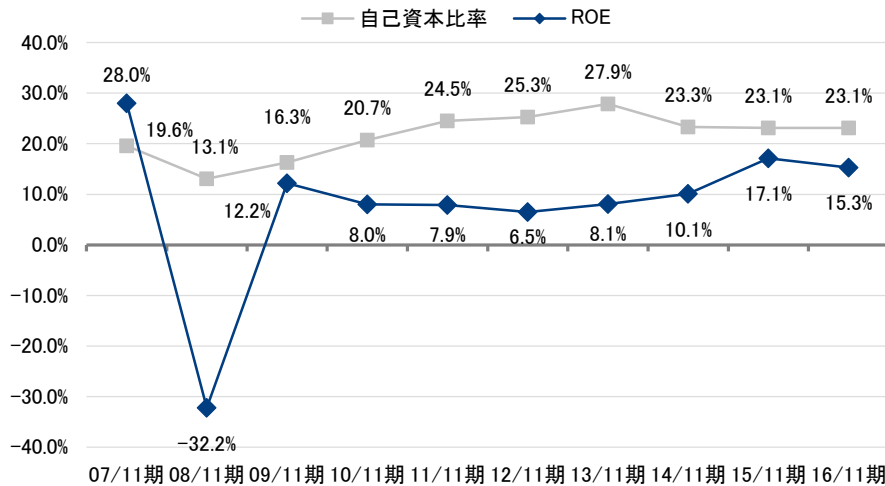
2013年11月期以降は、国内景気の回復や金融緩和を背景とした金融機関の融資姿勢の変化等により、不動産事業が大きく回復したことで、同社業績は拡大局面を迎えている。また、損益面についても、利益率の高い開発流動化や投資分譲の伸長により経常利益率は年々改善傾向にあり、2016年11月期は13.0%の水準に達している。

自己資本比率は25%前後の水準で推移してきた。2013年11月期は公募増資（約20億円）の実施により27.9%に上昇したが、2015年11月期以降は、積極的な資産の積み上げ等により23%程度の水準に低下している。今後の成長に向けた財務基盤の増強は課題の1つと言えよう。

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。2016年11月期も15.3%の高い水準を維持している。

業績動向

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

16/11 期は大幅増収増益で着地、最終益は 2 期連続で過去最高を更新

2. 2016 年 11 月期決算の概要

2016 年 11 月期の業績は、売上高が前期比 36.3% 増の 52,409 百万円、営業利益が同 44.7% 増の 8,586 百万円、経常利益が同 75.3% 増の 6,788 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 4.9% 増の 4,628 百万円と大幅な増収増益となり、親会社株主に帰属する当期純利益は 2 期連続で過去最高益を更新した。ただ、期初予想に対しては、売上高、営業（経常）利益が下回る結果となっている。不動産事業における販売予定物件に期ずれがあったほか、不動産賃貸事業でも収益不動産の取得が全体的に後ろ倒しとなったことが想定を下回った要因である。もっとも親会社株主に帰属する当期純利益では期初予想を上回っており、期ずれ等の影響を除けば、好調な不動産市況を追い風として順調に拡大したと評価してもよいだろう。

売上高は、2015 年 11 月期における特殊要因※が剥落した「不動産賃貸事業」が減収となったものの、「不動産事業」が開発流動化（「S-RESIDENCE」シリーズの販売）を中心に大きく拡大した。また、「その他の事業」も 2015 年 11 月期に取得したホテル 2 物件（長崎、宇都宮）が期初から寄与したことで順調に伸びている。

※「水戸サウスタワー」（現在は売却済）のキーテナントであったヤマダ電機<9831>からの賃貸契約解除の申し入れに伴い、2015 年 11 月期決算において違約金収入約 17 億円を売上計上したものの。

損益面でも、前期における特殊要因の剥落がマイナス要因となったものの、好調な不動産市況等による影響や利益率の高い開発流動化の伸長などにより営業利益率は 16.4%（前期は 15.4%）に改善し、増収効果と合わせて大幅な営業増益を実現した。なお、親会社株主に帰属する当期純利益が期初予想を上回ったのは、予定していなかった固定資産売却益を特別利益に計上したことが要因である。

業績動向

一方、仕入れの状況については、開発用地 20 物件（取得額は約 115 億円、売上規模 282 億円相当）、棚卸資産（販売用の収益不動産）13 物件（取得額は約 95 億円）を取得した。また、固定資産（自社保有の収益不動産）についても 22 物件（取得額は約 185 億円）に投資している。なお、開発用地の中には、ホテル用地も 3 物件（東京、大阪、福岡）が含まれている。そのうち福岡については、大型ホテル物件（客室数 287 室）として 2017 年 12 月竣工予定である。

財政状態は、仕掛及び販売用不動産の積み上げや自社保有の収益不動産（固定資産）の増加等により総資産が 141,170 百万円（前期末比 16.0% 増）に拡大した。それに伴って、有利子負債も長期借入金を中心に 95,568 百万円（同 20.1% 増）に膨らんだが、自己資本も内部留保の積み増しや新株予約権付き社債の転換等により 32,551 百万円（同 15.7% 増）に増加したことから、自己資本比率は 23.1% と横ばいで推移した。

2016 年 11 月期決算の概要

（単位：百万円）

	15/11 期		16/11 期		増減		16/11 期		差異	
	実績	構成比	実績	構成比	金額	前期比	予想	構成比		
売上高	38,458		52,409		13,950	36.3%	57,000		-4,591	-8.1%
不動産事業	28,684	74.6%	43,783	83.5%	15,099	52.6%	47,900	84.0%	-4,117	-8.6%
不動産賃貸事業	9,026	23.5%	7,288	13.9%	-1,738	-19.3%	7,800	13.7%	-512	-6.6%
その他の事業	1,026	2.7%	1,853	3.5%	827	80.6%	1,700	3.0%	153	9.0%
調整額	-278	-	-515	-	-237	-	-400	-	-115	-
売上原価	28,482	74.1%	39,087	74.6%	10,604	37.2%	-	-	-	-
販管費	4,043	10.5%	4,735	9.0%	692	17.1%	-	-	-	-
営業利益	5,932	15.4%	8,586	16.4%	2,653	44.7%	9,300	16.3%	-714	-7.7%
不動産事業	3,706	12.9%	8,071	18.4%	4,364	117.8%	9,200	19.2%	-1,129	-12.3%
不動産賃貸事業	4,419	49.0%	2,550	35.0%	-1,869	-42.3%	2,800	35.9%	-250	-8.9%
その他の事業	202	19.7%	123	6.6%	-78	-38.9%	300	17.6%	-177	-59.0%
調整額	-2,396	-	-2,159	-	236	-	-3,000	-	841	-
経常利益	3,872	10.1%	6,788	13.0%	2,916	75.3%	7,000	12.3%	-212	-3.0%
親会社株主に帰属する 当期純利益	4,412	11.5%	4,628	8.8%	215	4.9%	4,500	7.9%	128	2.8%
不動産事業売上高の内訳	28,684		43,783		15,099	52.6%				
開発流動化	-		9,280		9,280	-				
再生流動化	18,522		23,515		4,992	27.0%				
投資分譲	8,868		10,105		1,236	13.9%				
アセットマネジメント	1,256		872		-383	-30.5%				

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

業績動向

2016年11月末の財政状態

(単位：百万円)

	15/11期	16/11期	増減額
流動資産	70,489	85,981	15,492
現金及び預金	18,693	21,789	3,095
販売用不動産	34,863	39,514	4,650
仕掛販売用不動産	15,756	22,940	7,183
固定資産	51,044	55,048	4,003
建物及び構築物	22,344	27,458	5,114
土地	19,131	21,666	2,534
総資産	121,728	141,170	19,441
流動負債	30,429	28,439	-1,990
短期借入金	9,599	10,279	680
1年内返済予定の長期借入金	13,515	11,205	-2,309
固定負債	62,945	79,884	16,938
長期借入金	56,484	74,083	17,599
新株予約権付社債	1,985	1,435	-550
純資産	28,353	32,847	4,493
負債純資産合計	121,728	141,170	19,441
有利子負債	79,598	95,568	15,969
自己資本	28,134	32,551	4,416
自己資本比率	23.1%	23.1%	0.0p

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

各事業の業績は以下のとおりである。

(1) 不動産事業

売上高が前期比 52.6% 増の 43,783 百万円、セグメント利益が同 117.8% 増の 8,071 百万円と順調に拡大した。特に、開発流動化が「S-RESIDENCE」シリーズ 7 棟（そのうち、SRR 向けが 4 棟）の販売により増収に寄与した（前期は実績なし）。また、再生流動化についても一般事業会社や SRR 向けに 18 物件（そのうち、SRR 向けが 8 物件）を売却したが、比較的大型物件が多かったことから大きく伸長した（前期実績は 23 物件）。売却物件の中には、「水戸サウスタワー」や「センターホテル東京」などが含まれている。投資分譲についても 15 棟 628 戸の販売が好調であったことから順調に伸びている（前期実績は 10 棟 551 戸）。一方、アセットマネジメントについては、SRR の立ち上げに伴うプラス要因があった前期に比べて減収となったものの、ほぼ想定内である。なお、不動産事業が期初予想を下回ったのは、販売予定であった「S-RESIDENCE」シリーズ 1 棟が期ずれとなったことや、再生流動化における売却予定物件の一部を入れ替えたことが要因であり、実態としては業績の下振れを意味するものではないと言える。

また、損益面では、好調な不動産市況等の影響や利益率の高い開発流動化の伸びなどによりセグメント利益率は大きく改善しており、増収効果と合わせて大幅な増益を実現した。

業績動向

(2) 不動産賃貸事業

売上高が前期比 19.3% 減の 7,288 百万円、セグメント利益が同 42.3% 減の 2,550 百万円と減収減益となった。2015 年 11 月期の「水戸サウスタワー」における違約金収入（約 17 億円）の剥落やキーテナント入れ替えに伴う不稼働期間の発生等がマイナス要因となったが、その分は想定内である。稼働率は総じて高い水準を維持しており、特殊要因を除けばおおむね好調に推移していると言える。ただ、期初予想を下回ったのは、収益不動産の取得が全体的に後ろ倒しとなったことにより賃料収入が下振れしたことが要因である。最終的には、固定資産として新たに 22 物件（取得額 185 億円）を取得する一方、13 物件を売却した（特別利益約 235 百万円を計上）。売却については予定外であったが、好条件の引き合いがあったことにより売却に踏み切ったものとみられる。

また、損益面でも、特殊要因の剥落等によりセグメント利益率が 35.0%（前期は 49.0%）に低下したが、実質的な利益率の高さに変化はない。

なお、注目されている大型商業施設の「ピエリ守山」については、オールドネイビー（ファッションブランド）の日本撤退に伴う退店の影響（約 420 坪）が気になるものの、その半分のスペースについては既に後継テナントが決定している。また、2017 年 2 月からはニトリ <9843> の出店が決定しているほか、隣接地での温浴施設の計画も進んでおり、バリューアップに向けて順調に進展していると言える。現在、販売用不動産（棚卸資産）として計上していることから、いずれ売却も視野に入れているものと考えられるが、少なくとも温浴施設が本格稼働するまでの今後 2 年間は売却の可能性は低いものとみている（同社の中期経営計画の中にも織り込まれていないようだ）。

(3) その他の事業

売上高が前期比 80.6% 増の 1,853 百万円、セグメント利益が同 38.9% 減の 123 百万円と増収ながら減益となった。前期に取得したホテル 2 物件（エスペリアホテル長崎、ホテルサンシャイン宇都宮）が期初から寄与したことで大幅な増収となった。ただ、損益面では、建設・リフォーム事業における工事原価の上昇が利益を圧迫する要因となった。また、運営委託費の発生（新たなホテル 2 物件については運営を外部委託）も利益の伸びを抑える形となったようだ。

3. 開発計画（パイプライン）の状況

「S-RESIDENCE」シリーズの開発状況は、2016 年竣工分が 3 物件（268 戸）、2017 年竣工予定分が 10 物件（1,071 戸）、2018 年竣工予定分が 4 物件（449 戸）と合計 17 物件（1,788 戸）が進行している。2018 年分については、まだ仕込みの段階であるが、販売予定価格による売上高では合計約 260 億円（前期実績の約 2.8 倍）が積み上がっており、今期から来期にかけて売上高に貢献していくものと考えられる。首都圏 5 物件（東京 2、神奈川 2、千葉 1）及び関西圏 10 物件（大阪 10）のほか、愛知（名古屋）1 物件、北海道（札幌）1 物件となっている。そのうち、北海道（札幌）については高級ファミリーマンションを予定している。

業績動向

「S-RESIDENCE」の開発及び販売計画 (2016年11月末)

竣工年度	物件名称 (又は仮称)	所在地	竣工年月	階数	戸数	優先交渉権 (注)
2016年 (平成28年)	S-RESIDENCE 淀屋橋	大阪市中央区	2016年 1月	15	84	-
	S-RESIDENCE 緑橋駅前	大阪市東成区	2016年10月	13	148	○
	S-RESIDENCE 横浜反町	神奈川区反町	2016年10月	10	36	○
	合計				268	
2017年 (平成29年)	S-RESIDENCE 深江橋 EAST I	大阪市東成区	2017年 1月	10	144	○
	S-RESIDENCE 深江橋 EAST II	大阪市東成区	2017年 1月	10	96	○
	S-RESIDENCE 新大阪 WEST	大阪市淀川区	2017年 1月	15	224	○
	S-RESIDENCE 川崎貝塚	川崎区貝塚	2017年 1月	12	43	○
	S-RESIDENCE 吹田市垂水町	吹田市垂水町	2017年 6月	10	75	○
	S-RESIDENCE 中央区谷町5丁目	大阪市中央区	2017年 7月	15	84	○
	S-RESIDENCE 都島区中野町	大阪市都島区	2017年 7月	11	120	○
	S-RESIDENCE 宮の森	札幌市中央区	2017年 7月	4	22	-
	S-RESIDENCE 名古屋市中区	名古屋市中区	2017年 8月	15	109	○
	S-RESIDENCE 南堀江	大阪市西区	2017年 9月	15	154	○
合計				1,071		
2018年 (平成30年)	S-RESIDENCE 新宿	東京都新宿区	2018年 1月	11	65	○
	S-RESIDENCE 市川市南八幡	千葉県市川市	2018年 1月	6	81	○
	S-RESIDENCE 淀川区木川東	大阪市淀川区	2018年 1月	11	187	○
	S-RESIDENCE 日本橋中州	東京都中央区	2018年 3月	11	116	○
合計				449		

注：優先交渉権に記載の○は、SRRに優先交渉権を付与している物件。ただし、基準日時点でSRRと売買の合意はしていない。
 出所：決算説明資料よりフィスコ作成

一方、投資分譲の開発案件の状況は、2016年竣工分が7棟(593戸)、2017年竣工予定分が10棟(456戸)、2018年竣工予定分が12棟(637戸)と合計29棟(1,686戸)が進行している。こちらも2018年分については、まだ仕込みの段階とみられるが、販売予定価格による売上高では約317億円(前期実績の約3.1倍)が積み上がっている。東京20棟、大坂8棟、京都1棟となっている。

業績動向

投資分譲開発及び販売計画 (2016年11月末)

竣工年度	物件名称・PJ名称	所在地	竣工年月	階数	戸数
2016年 (平成28年)	サムティ京都西大路	京都市下京区	2016年 3月	7	73
	サムティ難波 VIVO	大阪市浪速区	2016年 4月	13	96
	サムティ本町橋II MEDIUS	大阪市中央区	2016年 5月	11	150
	足立区千住宮元町	東京都足立区	2016年 6月	14	102
	足立区足立4丁目	東京都足立区	2016年 8月	7	31
	品川区南大井4丁目	東京都品川区	2016年 8月	15	43
	サムティ阿波座 BELSIA	大阪市西区	2016年10月	15	98
	合計				593
2017年 (平成29年)	中央区新川2丁目	東京都中央区	2017年 1月	12	27
	吹田市江坂町1丁目	吹田市江坂町	2017年 1月	9	65
	福島区吉野4丁目	大阪市福島区	2017年 2月	9	80
	品川区南品川4丁目	東京都品川区	2017年 3月	9	38
	墨田区石原3丁目(北)	東京都墨田区	2017年 3月	11	38
	墨田区石原3丁目(南)	東京都墨田区	2017年 3月	12	42
	墨田区横川1丁目	東京都墨田区	2017年 9月	8	39
	文京区湯島2丁目	東京都文京区	2017年 9月	11	57
	江東区平野2丁目	東京都江東区	2017年10月	9	41
	新宿区新宿7丁目	東京都新宿区	2017年10月	6	29
	合計				456
2018年 (平成30年)	練馬区豊玉北2丁目	東京都練馬区	2017年12月	9	48
	中央区日本橋浜町2丁目	東京都中央区	2017年12月	13	30
	墨田区錦糸1丁目	東京都墨田区	2017年12月	13	72
	文京区小石川5丁目	東京都文京区	2018年 1月	10	27
	淀川区木川東2丁目	大阪市淀川区	2018年 1月	11	90
	淀川区西宮原2丁目II	大阪市淀川区	2018年 1月	10	90
	台東区台東2丁目	東京都台東区	2018年 3月	13	53
	中央区月島3丁目	東京都中央区	2018年 3月	10	45
	豊島区池袋本町1丁目	東京都豊島区	2018年 4月	11	31
	台東区蔵前3丁目	東京都台東区	2018年 5月	13	28
	西淀川区姫里	大阪市西淀川区	2018年 6月	10	85
	台東区小島1丁目(西)	東京都台東区	2018年 7月	11	38
		合計			

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

したがって、都心を中心に用地仕入れの環境は厳しさを増しているが、SRRを中心としたビジネスモデルの優位性を生かすことで、用地仕入れにおいても戦略的に取り組むことができる同社にはアドバンテージが発揮されていると言える。

17/11 期も引き続き増収増益が続く見通し

4. 2017年11月期の業績予想

2017年11月期の業績予想について同社は、売上高を前期比16.8%増の61,200百万円、営業利益を同8.3%増の9,300百万円、経常利益を同6.1%増の7,200百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同3.7%増の4,800百万円と引き続き増収増益を見込んでいる。

売上高は、不動産事業の拡大が増収に大きく寄与する見通しである。一方、損益面では、大型物件（収益不動産）の取得に伴う減価償却費の増加などにより利益率は若干低下するものの、増収により増益を確保する想定である。

また、投資計画は、開発用地に約158億円（売上規模560億円相当）、収益物件に約395億円の合計約553億円と前期を上回る水準を予定している。

2017年11月期業績予想

(単位：百万円)

	16/11 期		17/11 期		増減	
	実績	構成比	予想	構成比	金額	前期比
売上高	52,409		61,200		8,790	16.8%
不動産事業	43,783	83.5%	52,900	86.4%	9,116	20.8%
不動産賃貸事業	7,288	13.9%	7,100	11.6%	-188	-2.6%
その他の事業	1,853	3.5%	1,600	2.6%	-253	-13.7%
調整額	-515	-	-400	-	115	-
売上原価	39,087	74.6%	-	-	-	-
販管費	4,735	9.0%	-	-	-	-
営業利益	8,586	16.4%	9,300	15.2%	713	8.3%
不動産事業	8,071	18.4%	9,800	18.5%	1,728	21.4%
不動産賃貸事業	2,550	35.0%	2,100	29.6%	-450	-17.7%
その他の事業	123	6.6%	200	12.5%	76	61.3%
調整額	-2,159	-	-2,800	-	-640	-
経常利益	6,788	13.0%	7,200	11.8%	411	6.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益	4,628	8.8%	4,800	7.8%	171	3.7%

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

主な事業の業績見通しとその前提条件は以下のとおりである。

(1) 不動産事業

売上高を前期比20.8%増の52,900百万円、セグメント利益を同21.4%増の9,800百万円を見込んでいる。開発流動化は「S-RESIDENCE」シリーズ8棟の販売（売上高約125億円）、再生流動化は収益不動産30物件の販売（売上高約290億円）、投資分譲は14棟612戸の販売（売上高約110億円）を想定している。損益面でも、増収により増益を確保するとともに、セグメント利益率も18.5%（前期は18.4%）と高い水準を維持する見通しである。

業績動向

(2) 不動産賃貸事業

売上高を前期比 2.6% 減の 7,100 百万円、セグメント利益を同 17.7% 減の 2,100 百万円を見込んでいる。収益不動産の売却が早い時期に集中している一方、新規取得については後半に偏っていることから賃料収入は若干減少する想定となっている。損益面でも、大型物件の取得※に伴う減価償却費の増加から、セグメント利益率は 29.6%（前期は 35.0%）に低下する見通しである。

※ 2016 年 11 月 29 日に取得したサムティ警固タワー（福岡市のタワーマンション）など。

(3) その他の事業

売上高を前期比 13.7% 減の 1,600 百万円、セグメント利益を同 61.3% 増の 200 百万円を見込んでいる。物件の一部売却の可能性も視野に入れ、保守的な計画になっているものとみられる。

弊社では、好調な不動産市況が続いているなかで、開発案件のパイプラインや収益不動産の仕入れの状況などを勘案し、会社予想の達成は十分に可能であると判断している。なお、第 1 四半期は、前期からの期ずれ分を含め、売却案件が集中していることから通期予想に対する進捗率が高い水準に達する可能性があるが、そこは慎重に判断する必要がある。

5. 2018 年 11 月期の考え方

同社は、2018 年 11 月期の目標（中期経営計画）として、売上高を 850 億円（2017 年 11 月期の業績予想比 38.9% 増）、経常利益 90 億円（同 25.0% 増）を掲げている。引き続き、不動産事業の拡大が同社の成長をけん引する想定であるが、今期の業績予想を基準にすると、大幅な業績の伸びが必要となる。

弊社では、前述のとおり、開発案件のパイプラインが順調に積み上がっていることや、今期における意欲的な投資計画（総額 553 億円）が来期以降の業績に貢献することを勘案すれば、2018 年 11 月期の計画も達成できる可能性は高いものとみている。別の見方をすれば、今期の投資計画の達成度合いが来期以降の業績に大きく影響するものと言え、その進捗を注意深く見守る必要がある。

■ 成長戦略

地方大都市圏でも開発を拡大させ、中長期的な安定拡大を目指す

1. 中期経営計画

同社は、2016 年 11 月期から新たな中期経営計画をスタートしている。前回の中期経営計画が外部環境（日銀による追加金融緩和、インバウンド需要の拡大等）や内部環境（事業エリアの拡大、J-REIT 事業への進出、東証 1 部への市場変更等）の変化により 2 期前倒しで達成できる見通しとなったことから、2018 年 11 月期の計画を増額修正するとともに、新たに 2020 年 11 月期の計画を設定した。2020 年 11 月期の目標として、売上高 1,000 億円水準、経常利益 100 億円水準を目指している。

中期経営計画「Challenge40」

	16/11 期	18/11 期 計画	20/11 期 計画
売上高	570 億円	850 億円	1,000 億円水準
経常利益	70 億円	90 億円	100 億円水準
最終利益	45 億円	-	-
総資産	1,400 億円	-	-
ROA	7.0%	7.0%	7% 以上

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

2. 今後の方向性とその進捗

同社は今後の成長戦略として、(1) SRR を中心としたビジネスモデルの構築、(2) 地方大都市圏における戦略的投資、(3) ホテル開発事業の展開の3つの軸を掲げている。また、財務目標として、資本効率の維持と財務基盤の確立を目指す。

(1) SRR を中心としたビジネスモデルの構築

順調に立ち上がった SRR を中心として、仕入、開発、賃貸、販売、販売後のフィー収入までの一気通貫型のビジネスモデルをさらに進化させる方針である。具体的には、開発物件を SRR 向けに優先的に供給するとともに、供給後のアセットマネジメントやプロパティマネジメント業務を受託することにより安定的なフィービジネスの確立を目指すものである。すなわち、SRR の成長を同社の成長に結び付ける戦略と言える。現在、SRR への供給検討物件（ウェアハウジング）として、全国の政令指定都市を中心に 10 物件（760 戸）を保有している。今後 2 年から 3 年をかけて SRR の資産規模 1,000 億円の実現に向けて物件供給を進めていくとともに、安定的なアセットマネジメント手数料を拡大する方針である。

(2) 地方大都市圏における戦略的投資

2016 年 11 月期から 2020 年 11 月期までの 5 年間における総投資額として約 3,000 億円を計画している。具体的な施策としては以下のとおりである。2016 年 11 月期の仕入れ実績は約 395 億円（開発用地及び収益不動産）、2017 年 11 月期計画では約 553 億円を予定しており、今後さらに投資ペースを加速する方針とみられる。

a) 開発エリアの拡大

これまで首都圏及び関西圏を中心としてきたが、北海道や中部、九州等、各支店エリアにも開発エリアを拡大する。

b) 開発アセットの多様化

アコモデーションアセット（賃貸住宅、ホテル及びヘルスケア施設等の賃貸住宅周辺領域の不動産）を対象としている SRR は、ホテルの組み入れも可能（保有資産残高の 20% まで）となっており、各支店エリアを中心としてホテル開発にも積極的に取り組む。

c) 収益不動産や再生不動産については、地方大都市圏の利回りの高い物件の発掘に取り組むとともに、回転を効かせることでキャッシュフローを確保する。

エリア別・アセット別投資計画

(単位：億円)

	収益不動産	再生不動産	S-RESIDENCE (ファンド・REIT向け)	投資家向け1R	S-PERIA ホテル	合計
北海道	160	70	30	-	50	310
首都圏	-	110	100	430	190	830
中部	210	70	40	30	50	400
関西	270	110	170	230	130	910
九州	270	70	60	40	110	550
合計	910	430	400	730	530	3,000

出所：中期経営計画よりフィスコ作成

(3) ホテル開発事業の展開

前述した総投資額約3,000億円のうち、約530億円についてはホテル開発事業（土地＋建築費）に投資する計画である。具体的には、北海道エリアに50億円（2棟から3棟）、首都圏に190億円（10棟程度）、中部圏に50億円（2棟から3棟）、関西圏に130億円（5棟から6棟）、九州圏に110億円（5棟程度）を予定している。「S-PERIA ホテル」を新たなブランド名として展開するとともに、ビジネス及びインバウンドの両方の需要を取り込む方針である。前期は、前述のとおり、東京、大阪、福岡の3物件の用地を確保した。ただ、ホテル開発事業への投資については、地域によって物件を厳選の上、慎重に進める構えとしている。

(4) 財務戦略

一定の財務健全性を保持しつつ、持続的な成長を実現する方針である。具体的には、2020年11月期における自己資本比率30%以上を目指す一方、ROE15%以上、ROA7%以上の資本効率を維持する。また、有利子負債コストの削減やネットD/Eレシオ2.0倍以下についても目標に掲げている。

(5) その他

海外事業への進出についても取り組む。その一環として2016年9月には、ベトナムの主要都市ホーチミンにて不動産開発・賃貸事業を営む不動産会社を投資ターゲットとするファンドへの出資（500万米ドル）を行った。本件を海外事業の足掛かりとし、高い成長が期待できるASEAN諸国を中心に現地法人等との共同開発や賃貸用不動産の購入・保有、さらには海外支店または子会社の開設を視野に入れ、更なる海外事業展開の拡大を図っていく。

■ 株主還元

17/11 期は 3 円増配の 36 円を予定

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

2016年11月期については、普通配当として1株当たり33円（配当性向16.8%）の配当を予定している。2015年11月期は、東証1部上場の記念配当3円を含めて1株当たり33円の配当であったことから、実質的には3円の増配と言える。また、2017年11月期についても、前期比3円増配の1株当たり36円の配当を予定している（配当性向17.8%）。

同社は、2020年11月期までに配当性向30%を目指している。弊社では、今期配当予想の増額修正の可能性を含め、利益成長と配当性向の引き上げの両面で増配の余地は大きいとみている。

また、EPSの増大による株主価値の向上も目指しており、自社株買いにも積極的に取り組む方針である。

重要事項（ディスクレーマー）

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