

# 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 2 月 20 日 (水)

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. 2018年11月期の業績     | 01 |
| 3. 2019年11月期の業績予想   | 02 |
| 4. 成長戦略             | 02 |
| ■ 会社概要              | 03 |
| 1. 事業概要             | 03 |
| 2. 特長               | 07 |
| 3. 沿革               | 08 |
| ■ 業界環境              | 08 |
| ■ 業績動向              | 10 |
| 1. 過去の業績推移          | 10 |
| 2. 2018年11月期決算の概要   | 12 |
| 3. 開発計画（パイプライン）の状況  | 15 |
| ■ 活動実績              | 15 |
| 1. J-REIT事業（SRR）の進展 | 16 |
| 2. 投資実績             | 16 |
| 3. ホテル開発事業の進展       | 16 |
| ■ 業績見通し             | 17 |
| ■ 成長戦略              | 18 |
| 1. 中期経営計画           | 18 |
| 2. 新たな経営体制の構築       | 19 |
| 3. 重点戦略の方向性         | 19 |
| ■ 株主還元              | 20 |

## ■ 要約

### 2018 年 11 月期の業績は計画を上回る大幅な増収増益。 社長交代に伴う新体制のもと、 新たな「サムティ強靱化計画」に取り組む

#### 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の保有）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、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。

前期（2018 年 11 月期）は中長期経営計画「Challenge40」の利益計画を 2 期前倒しで達成。今期からは社長交代※に伴う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）に取り組む。

※ 新社長である小川靖展（おがわやすひろ）氏の就任は 2019 年 2 月 27 日を予定。

#### 2. 2018 年 11 月期の業績

2018 年 11 月期の業績は、売上高が前期比 39.3% 増の 84,274 百万円、営業利益が同 38.5% 増の 14,033 百万円と大幅な増収増益となり、増額修正予想（8 月 29 日付）をさらに上回る着地となった（売上高、各利益ともに過去最高を更新）。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。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開発流動化（自社開発ブランド「S-RESIDENCE」の販売）が、販売件数の増加と販売価格の上振れにより増収に寄与した。再生流動化（既存の収益不動産等の再生・販売）についても、SRR への物件供給などにより好調に推移。ホテル事業も開発案件を含めて順調に拡大している。利益面では、一過性の費用やホテル事業にかかる費用（開業や改修、開発にかかる費用等）のほか、広告宣伝費や人件費などによる販売費及び一般管理費の増加があったものの、増収により営業増益を実現。営業利益率も 16.7% との高い水準を確保した。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、おおむね計画どおりに進んでいる。

## 要約

### 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、売上高を前期比 2.0% 増の 86,000 百万円、営業利益を同 6.9% 増の 15,000 百万円と引き続き増収増益を見込んでいる。大幅な業績の伸びを記録した前期に比べると、販売件数の反動減等により緩やかな増収率にとどまるものの、高い業績水準が継続するとの見方が妥当である。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、ホテル事業の拡大が増収に寄与する見通しである。特に、客室稼働率が高水準で推移するなか、前期開業したホテルが期初から貢献するほか、今期の開業予定分による業績の上乗せを見込んでいる。利益面についても、前期における一過性のコスト要因の解消等を含め、全般的な取引採算性の向上により増益を確保するとともに、営業利益率も更なる改善を目指す方針である。弊社では、好調な外部環境（不動産市況）や内部要因（開発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）などを勘案すると、同社の業績予想の達成は十分に可能であるとみている。また、前期同様、販売価格の上振れによる影響にも注意が必要である。

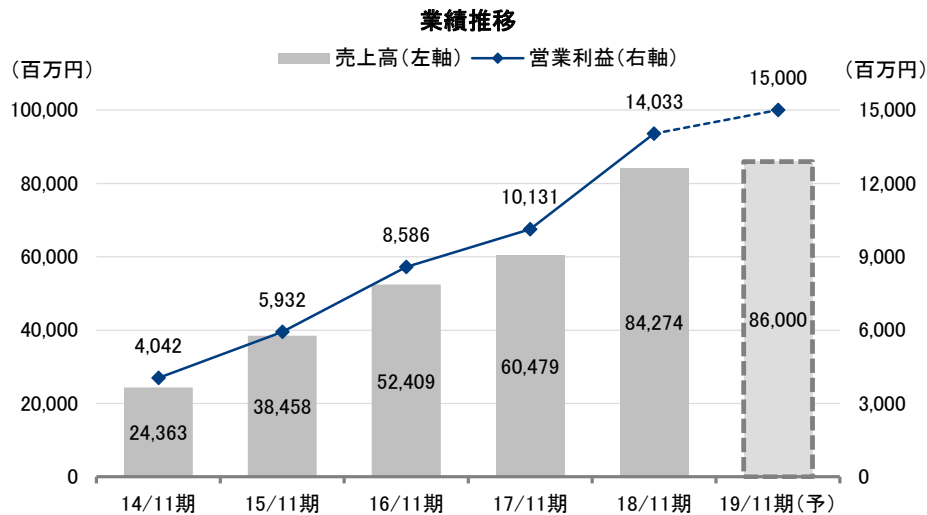
### 4. 成長戦略

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）を推進してきたが、前期において利益計画を 2 期前倒しで達成したことから、新たに 2021 年 11 月期を最終年度とする中期経営計画「サムティ強靱化計画」を公表するに至った。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を掲げており、方向性に大きな変更はない。ただ、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。

#### Key Points

- ・ 2018 年 11 月期は計画を上回る大幅な増収増益を実現（過去最高の売上高、各利益を更新）
- ・ 中長期経営計画（利益計画）についても 2 期前倒しで達成
- ・ 社長交代に伴う新体制の下、新たな中期経営計画「サムティ強靱化計画」をスタート
- ・ 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

## 要約



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社概要

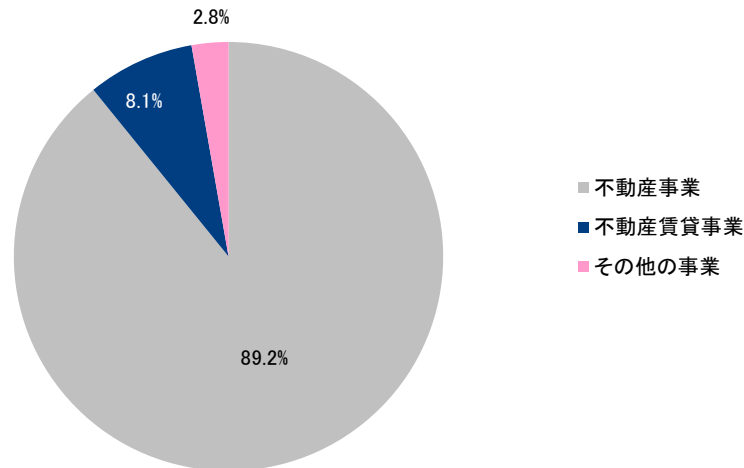
### 不動産事業と不動産賃貸事業のバランスの取れた事業構成。 2015年にはリート市場に進出。ホテル開発事業にも注力

#### 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89.2%を占めている（2018年11月期実績）。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。

## 会社概要

## 2018年11月期 事業別売上構成比(調整前)



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896億円となっている。

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）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7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。

## 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ため、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。

## 「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\*もやっている。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。

「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。

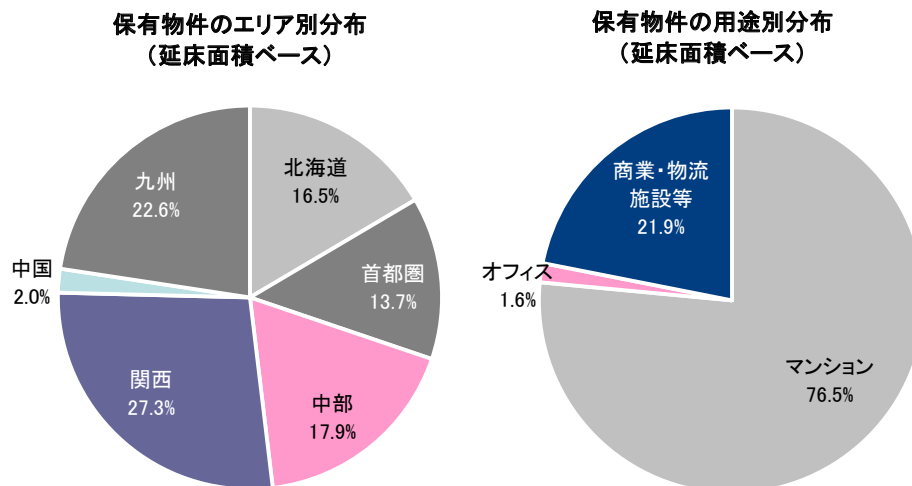
「アセットマネジメント」は、同社がアセットマネジャーとして不動産ファンドからの不動産の運用及び管理業務等を受託することによる手数料収入のほか、同社自らの不動産ファンドへの出資による配当収入を目的としている。SRRが順調に立ち上がったことにより、SRRの資産規模の拡大に伴って、アセットマネジメント業務も拡大する方向にあると言える。なお、本事業における収益体系は、運用報酬(運用資産残高の0.45%)のほか、取得報酬(物件取得価額の1.0%)、譲渡報酬(物件譲渡価額の0.5%)等によって構成される。とりわけ運用報酬については、運用資産残高に応じて、每期、安定的な収益が期待できるものである。



会社概要

### (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84棟（有形固定資産）を有するとともに、マンション、オフィスビル、商業施設等、多様な資産に分散投資を行っている。施設別の内訳は、延床面積ベースでマンションが76.5%、オフィスが1.6%、商業施設・物流施設等が21.9%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の比重が高い。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している。保有不動産の規模は約727億円（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261億円と自社保有を目的とする有形固定資産約465億円に分かれる（2018年11月末）。なお、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「ピエリ守山」については、今後の注力分野であるホテル開発事業への投資を優先する経営判断により、売却（資金回収）に踏み切った。



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

### (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、「センターホテル東京」（東京都中央区、客室数108室）、「センターホテル大阪」（大阪市中央区、84室）※1、「エスペリアホテル長崎」（長崎県長崎市、153室）、「GOZAN HOTEL」（京都市東山区、21室）のほか、2018年5月に取得したビジネスホテル「SMART HOTEL kutchan」（北海道虻田郡倶知安町、同67室）、2018年11月にオープンしたホテル開発第2弾「エスペリアイン日本橋箱崎」等の保有や運営を行っている※2。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。

※1 「センターホテル東京」及び「センターホテル大阪」、「エスペリアイン日本橋箱崎」の運営については、子会社のサン・トーアが行っている。

※2 2018年3月28日にオープンしたホテル開発第1弾「エスペリアホテル博多」（福岡県福岡市、同287室）については売却済（運営も他社へ移管）である。



会社概要

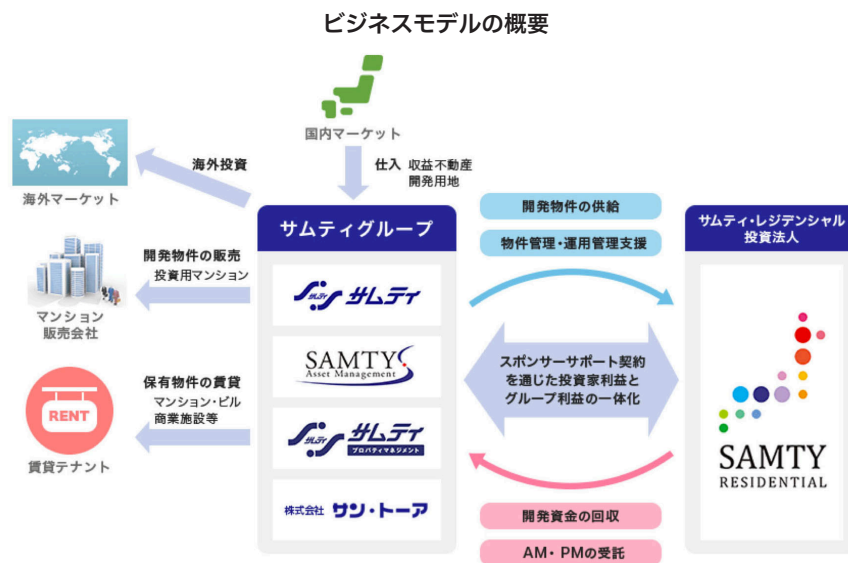
## 2. 特長

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、販売後のマネジメントフィーをグループ内で一気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。



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こと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（たにくちきよはる）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。

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を進めてきた。

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へ進出）、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

### 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、2018 年 12 月末の時価総額は約 12 兆 9,702 億円、銘柄数は 61 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。もっとも、足元では不動産価格の上昇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。

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。

## 業界環境

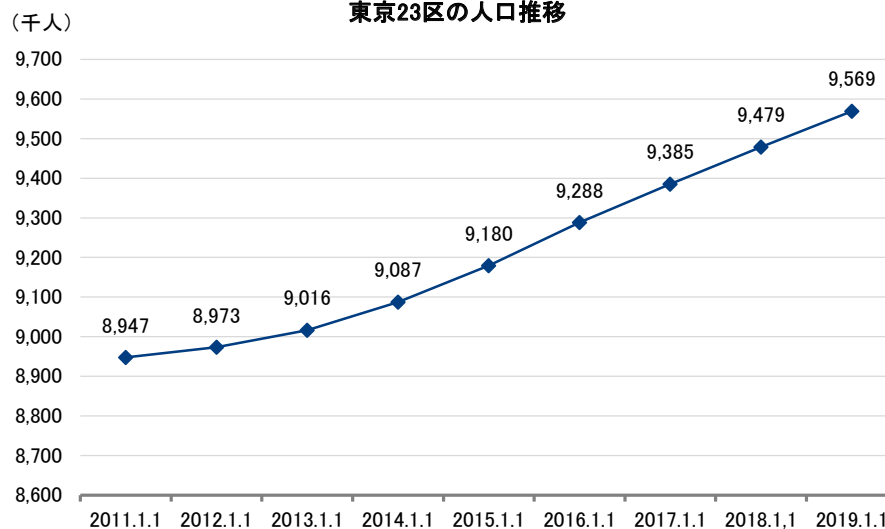
## 東証REIT指数の推移



出所：各種資料よりフィスコ作成

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、需給の関係からやや過熱感もみられている。

## 東京23区の人口推移



出所：東京都総務局資料よりフィスコ作成

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.

#### 業界環境

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

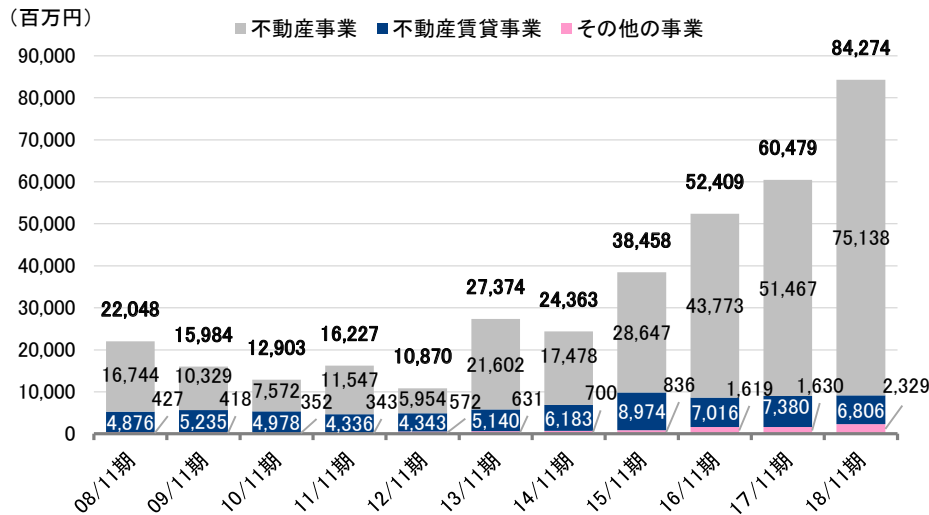
同社が大証ヘラクレス市場（現東証 JASDAQ）に上場した 2007 年 11 月期からの業績を振り返ると、上場直後にリーマンショックによる影響を受け、しばらくは低調に推移する時期が続いた。特に、金融機関による金融引き締めにより不動産事業が大きく縮小したことが業績の足を引っ張った。ただし、注目すべきは、厳しい業界環境のなかであっても、不動産賃貸事業は安定的に推移しており、同社の業績を下支えしてきたところである。また、自社で販売部隊を持たずに固定費を低く抑えてきたこともプラスに働いており、減損処理により最終損失となった 2008 年 11 月期を除いて利益を確保してきたことは大いに評価できる。

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、同社業績は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。

サムティ | 2019年2月20日(水)  
3244 東証1部 | <https://www.samty.co.jp/ir.html>

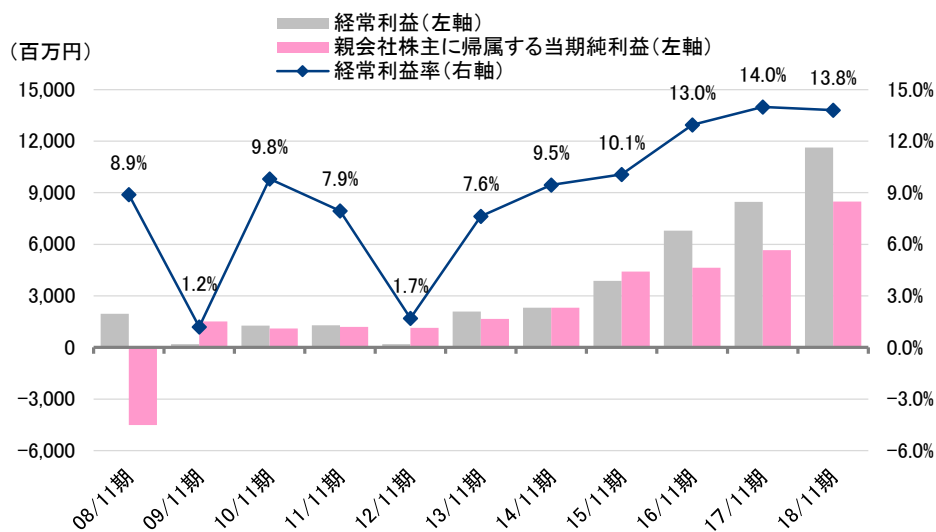
業績動向

(事業別)売上高の推移



注：内部売上高除く  
出所：決算短信よりフィスコ作成

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

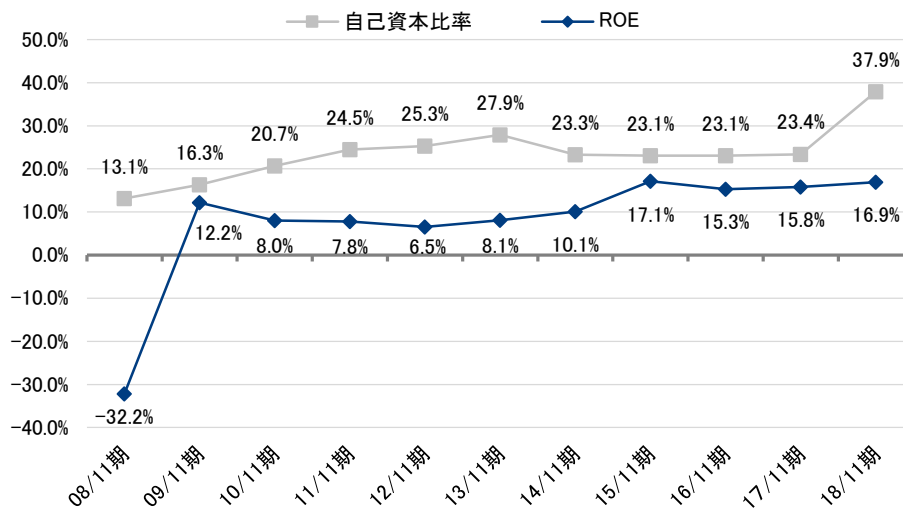
自己資本比率は2013年11月期に公募増資(約20億円)の実施により27.9%に上昇したものの、2014年11月期以降は、積極的な資産の積み上げ等により23%程度の水準で推移してきた。ただ、2018年10月にはライツ・オファリング※による新株発行(約150億円)を実施し財務基盤の増強を図ったことから、2018年11月末の自己資本比率は37.9%に改善している。

※ 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。新株予約権自体が東京証券取引所に上場されるため、株主は権利行使(購入)しない場合でも新株予約権を市場取引等により売却することができる。したがって、既存株主の利益を配慮した方法と言える。

## 業績動向

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

## 2018年11月期の業績は計画を上回る大幅な増収増益

### 2. 2018年11月期決算の概要

2018年11月期の業績は、売上高が前期比39.3%増の84,274百万円、営業利益が同38.5%増の14,033百万円、経常利益が同37.5%増の11,635百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同49.9%増の8,489百万円と大幅な増収増益となり、増額修正予想(8月29日付)をさらに上回る着地となった。また、売上高、各利益ともに過去最高を更新するとともに、中長期経営計画の利益計画を2期前倒しで達成した。

売上高は、好調な不動産市況を追い風として「不動産事業」が大きく拡大。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開発流動化(自社開発ブランド「S-RESIDENCE」の販売)が、販売件数の増加と販売価格の上振れにより増収に寄与した。再生流動化(既存の収益不動産等の再生・販売)についても、SRRへの物件供給などにより好調であった。一方、「不動産賃貸事業」が減収となったのは、再生流動化における収益不動産の売却が順調に進んだことが理由であり想定内。また、「その他の事業」が大きく伸びているのは、ホテル事業の収入増によるものである。

利益面では、前述した「ピエリ守山」の売却に伴う一過性の費用やホテル事業にかかる費用(開業や改修、開発にかかる費用等)のほか、広告宣伝費や人件費などによる販管費の増加があったものの、増収により営業増益を実現。営業利益率も16.7%との高い水準を確保した。



業績動向

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 30 物件（想定売上高約 385 億円／取得価額約 125 億円）、収益不動産 31 物件（取得価額約 225 億円）を取得したことに加え、期末時点で開発用地 16 物件（取得価額約 128 億円）が決済手続き中となっており、順調に積み上がっているものと評価することができる。

財政状態については、収益不動産の販売が順調に進んだことから「販売用不動産」（流動資産）及び「有形固定資産」（固定資産）が減少し、総資産は前期末比 2.4% 減の 162,500 百万円と縮小した。また、自己資本は内部留保の積み増しに加えて、新株発行（約 150 億円の資金調達）により同 57.7% 増の 61,533 百万円と大幅に増加したことから、自己資本比率は 37.9%（前期末は 23.4%）に大きく改善。手元流動性（現金及び預金）も潤沢となっている。さらに有利子負債についても、収益不動産の売却に伴う返済により 900 億円（前期末は 1,147 億円）を下回り、ネット D/E レシオも 0.73 倍（前期末は 2.28 倍）と大幅に改善している。

2018年11月期決算の概要

（単位：百万円）

|                 | 17/11 期 |        | 18/11 期 |        | 増減     |        | 18/11 期 |       |              |        |        |
|-----------------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|-------|--------------|--------|--------|
|                 | 実績      | 構成比    | 実績      | 構成比    |        | 増減率    | 期初予想    | 構成比   | 修正<br>(8/29) | 構成比    | 達成率    |
| 売上高             | 60,479  |        | 84,274  |        | 23,795 | 39.3%  | 64,000  |       | 78,000       |        | 108.0% |
| 不動産事業           | 51,522  | 85.2%  | 75,143  | 89.2%  | 23,620 | 45.8%  |         |       | 69,700       |        | 107.8% |
| 不動産賃貸事業         | 7,386   | 12.2%  | 6,807   | 8.1%   | -579   | -7.8%  |         |       | 6,700        |        | 101.6% |
| その他の事業          | 1,885   | 3.1%   | 2,491   | 3.0%   | 606    | 32.2%  |         |       | 1,900        |        | 131.1% |
| 調整額             | -315    | -      | -167    | -      | 147    | -      |         |       | -300         |        | -      |
| 売上原価            | 44,733  | 74.0%  | 63,170  | 75.0%  | 18,437 | 41.2%  | -       | -     | -            | -      | -      |
| 販売費及び一般管理費      | 5,614   | 9.3%   | 7,070   | 8.4%   | 1,456  | 25.9%  | -       | -     | -            | -      | -      |
| 営業利益            | 10,131  | 16.8%  | 14,033  | 16.7%  | 3,901  | 38.5%  | 11,000  | 17.2% | 13,000       | 16.7%  | 107.9% |
| 不動産事業           | 10,600  | 104.6% | 15,547  | 110.8% | 4,947  | 46.7%  |         |       | 14,900       | 114.6% | 104.3% |
| 不動産賃貸事業         | 2,094   | 20.7%  | 1,907   | 13.6%  | -187   | -8.9%  |         |       | 2,100        | 16.2%  | 90.8%  |
| その他の事業          | 243     | 2.4%   | 83      | 0.6%   | -160   | -65.7% |         |       | 100          | 0.8%   | 83.0%  |
| 調整額             | -2,806  | -      | -3,504  | -      | -698   | -      |         |       | -4,100       | -      | -      |
| 経常利益            | 8,461   | 14.0%  | 11,635  | 13.8%  | 3,174  | 37.5%  | 8,900   | 13.9% | 11,000       | 14.1%  | 105.8% |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 5,661   | 9.4%   | 8,489   | 10.1%  | 2,827  | 49.9%  | 6,500   | 10.2% | 8,000        | 10.3%  | 106.1% |
| 不動産事業売上高の内訳     | 51,522  |        | 75,143  |        | 23,620 | 45.8%  |         |       |              |        |        |
| 開発流動化           | 15,402  |        | 38,948  |        | 23,546 | 152.9% |         |       |              |        |        |
| 再生流動化           | 23,632  |        | 29,019  |        | 5,386  | 22.8%  |         |       |              |        |        |
| 投資分譲            | 12,049  |        | 5,784   |        | -6,265 | -52.0% |         |       |              |        |        |
| アセットマネジメント      | 383     |        | 1,386   |        | 1,003  | 261.5% |         |       |              |        |        |

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成



業績動向

2018年11月末の財政状態

(単位：百万円)

|               | 17/11 末 | 18/11 末 | 増減額     |        |
|---------------|---------|---------|---------|--------|
| 流動資産          | 98,558  | 108,230 | 9,672   |        |
| 現金及び預金        | 25,857  | 44,510  | 18,652  |        |
| 販売用不動産        | 37,059  | 26,181  | -10,877 |        |
| 仕掛販売用不動産      | 34,456  | 34,886  | 429     |        |
| 固定資産          | 67,797  | 54,269  | -13,527 |        |
| 有形固定資産        | 61,887  | 46,539  | -15,347 |        |
| 無形固定資産        | 140     | 172     | 32      |        |
| 投資その他の資産      | 5,769   | 7,557   | 1,787   |        |
| 総資産           | 166,449 | 162,500 | -3,949  | -2.4%  |
| 流動負債          | 39,182  | 19,779  | -19,403 |        |
| 短期借入金         | 11,883  | 1,340   | -10,542 |        |
| 1年内返済予定の長期借入金 | 18,795  | 9,470   | -9,324  |        |
| 固定負債          | 87,906  | 80,282  | -7,623  |        |
| 長期借入金         | 84,108  | 78,362  | -5,745  |        |
| 純資産           | 39,360  | 62,438  | 23,077  |        |
| 負債純資産合計       | 166,449 | 162,500 | -3,949  |        |
| 有利子負債         | 114,787 | 89,174  | -25,612 | -22.3% |
| 自己資本          | 39,017  | 61,533  | 22,516  | 57.7%  |
| 自己資本比率        | 23.4%   | 37.9%   | 14.5pt  |        |

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**

売上高は前期比 45.8% 増の 75,143 百万円、セグメント利益は同 46.7% 増の 15,547 百万円と大きく拡大した。そのうち、開発流動化が「S-RESIDENCE」17 物件（前期は 8 物件）やホテル 2 物件※<sup>1</sup>の売却により前期比 152.9% 増の 38,948 百万円と大きく伸びた。特に、外資系ファンドからの強い投資需要が続いており、販売価格の上振れも業績の伸びに寄与したと言える。また、再生流動化についても SRR への供給を含めて 53 物件※<sup>2</sup>（前期は 29 物件）を売却した。一方、投資分譲が減収となっているのは、販売戸数が 383 戸（前期は 690 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と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。また、アセットマネジメントが大きく伸びているのは、SRR への物件供給※<sup>3</sup>（取得手数料）や SRR の資産残高の伸び（運営及び管理手数料）によるものである。

- ※<sup>1</sup> 「エスベリアホテル博多」及び「エスベリアイン日本橋箱崎」の 2 物件を売却。ただし、「エスベリアイン日本橋箱崎」については同社が運営を継続している。
- ※<sup>2</sup> 販売した 53 物件のうち、売上高に計上される「販売用不動産」（流動資産）からの売却は 25 物件、売却損益（特別利益）だけが計上される「有形固定資産」（固定資産）からの売却は 28 物件となっている。
- ※<sup>3</sup> SRR への供給は、「S-RESIDENCE」（開発流動化）17 物件のうち 2 物件、再生流動化 53 物件のうち 13 物件の他、上記の固定資産のうち 18 物件を加え合計 33 物件に上った。

利益面でも、「ピエリ守山」の売却に伴う一過性の費用などが発生したものの、増収効果により大幅な増益を実現するとともに、セグメント利益率も 20.7%（前期は 20.6%）と高い水準を確保した。

## 業績動向

**(2) 不動産賃貸事業**

売上高は前期比 7.8% 減の 6,807 百万円、セグメント利益は同 8.9% 減の 1,907 百万円と減収減益となった。保有する収益不動産の売却が順調に進んだことにより賃料収入が減少したが想定内である。一方、収益不動産の取得の方もおおむね計画どおりに進んだことから、期末の保有物件数（固定資産）は 84 物件※（前期末は 88 物件）を確保している。

※ 固定資産 84 物件の内訳は、賃貸マンション 73、オフィスビル 2、商業・物流施設等 9。

**(3) その他の事業**

売上高は前期比 32.2% 増の 2,491 百万円、セグメント利益は同 65.7% 減の 83 百万円と増収ながら減益となった。売上高はホテル事業の伸びが増収に寄与。特に、前期に取得した「GOZAN HOTEL」（京都）が期初から貢献したことや、新たに取得した「SMART HOTEL kutchan」（北海道）やホテル開発第 2 弾となる「エスペリアイン日本橋箱崎」（東京都中央区）などが業績の上乗せ要因となった。また、客室稼働率も総じて 90% 超の高水準を維持しているようだ。

一方、利益面では、新規ホテルの開業費用のほか、「センターホテル東京」の改修工事費用、進行中のホテル開発費用など、先行費用の拡大により減益となった。

**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、2018 年竣工分が 1 棟（95 戸）、2019 年竣工分が 16 棟（1,019 戸）、2020 年竣工分が 25 棟（1,534 戸）と高水準が続いているほか、現在仕入れを進めている 2021 年竣工分も 3 棟（309 戸）を既に確保しており、合計 45 棟（2,957 戸）が積み上がっている。一方、投資分譲の開発案件の状況は、2018 年竣工分が 1 棟（85 戸）、2020 年竣工分が 3 棟（256 戸）、合計 4 棟（341 戸）となっている。

## ■ 活動実績

### SRR への物件供給やホテル開発などに実績

同社は重点戦略として、1) SRR を中心としたビジネスモデルの展開、2) 地方大都市圏における戦略的投資、3) ホテル開発・オフィス開発事業の展開に取り組んでいるが、前期は以下のような成果を残すことができた。

## 1. J-REIT 事業 (SRR) の進展

SRRについては、2018年1月に第三者割当増資(約150億円)を実施※するとともに、2018年8月には公募増資(約41億円)を実施。それに伴って、現在の資産規模は2018年1月末時点の49物件(約515億円)から93物件(約896億円)に大きく拡大した。同社からも9物件を供給しており、SRRの外部成長に貢献している。その結果、同社にとっても、アセットマネジメント事業の伸び(取得手数料や管理・運用手数料)を実現することができた。今後も目標とする資産運用残高2,400億円(2021年)に向かって、積極的に物件供給を積み上げていく方針である。

※ SRRの発行する新投資口173,600口のうち、大和証券グループ本社<8601>が161,700口(増資後の投資主比率は35.4%)、同社が11,900口(同5.3%)を引き受けた。また、本件に伴い、SRRの運用会社であるSAM(同社100%連結子会社)の株式4,200株のうち1,386株(議決権比率33%)を同社から大和証券グループ本社へ譲渡し、大和証券グループ本社をSRRのサブスポンサーとして迎え入れている。

## 2. 投資実績

前期は開発用地30件及び収益不動産31件を取得。そのうち、開発用地30件については、北海道2件、首都圏12件、中部10件、関西6件で構成されている。また、収益不動産31件についても、北海道3件、首都圏8件、中部3件、関西10件、中国1件、九州6件と全国展開しており、地方大都市圏への投資でも実績を残すことができた。

## 3. ホテル開発事業の進展

ホテル開発事業については、2018年3月に第1弾となる「エスペリアホテル博多」、2018年11月には第2弾となる「エスペリアイン日本橋箱崎」をオープンさせたほか、4棟が開発中(そのうち2棟は今期オープン予定)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、ホテルに加え、全国の主要都市を中心にオフィス開発にも取り組む計画であり、既に1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  | PJ名称(仮称)          | 所在地     | 室数  |
|-------|-------------------|---------|-----|
| 2019年 | 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 |
|       | 合計 2棟             |         | 290 |
| 未定    | 油小路町ホテルPJ         | 京都市下京区  | 225 |
|       | 名古屋駅前ホテルPJ        | 名古屋市中村区 | 284 |
|       | 中央区大通西5丁目PJ(オフィス) | 札幌市中央区  | -   |
|       | 合計 3棟             |         | 509 |
| 合計 5棟 |                   |         | 799 |

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

## ■ 業績見通し

### 2019年11月期も高い業績水準が継続する見通し

2019年11月期の業績予想について同社は、売上高を前期比2.0%増の86,000百万円、営業利益を同6.9%増の15,000百万円、経常利益を同11.7%増の13,000百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同6.0%増の9,000百万円と引き続き増収増益を見込んでいる。大幅な業績の伸びを記録した前期に比べると、販売戸数の反動減等により緩やかな増収率にとどまるものの、高い業績水準が継続するとの見方が妥当である。

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、今期の開業予定分※による業績の上乗せを見込んでいる。なお、「不動産事業」における販売計画については、開発流動化が14件、再生流動化が41件、投資分譲が93戸(2棟)を想定している。

※ 前述のとおり、開発を進めてきた大阪(大阪市西区)及び京都(京都市下京区)の2物件が開業予定となっている。

また、利益面についても、前期における一過性コスト要因(「ピエリ守山」の売却に伴う費用やホテル改修工事等)の解消等を含め、全般的な取引採算性の向上により増益を確保するとともに、営業利益率も17.4%(前期は16.7%)と更なる改善を目指す方針である。

弊社では、好調な外部環境(不動産市況)や内部要因(開発パイプラインの状況やホテル開発事業の順調な立ち上がり等)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。また、販売価格の前提については、市場実勢に比べて保守的な水準となっている可能性があることから、前期同様、販売価格の上振れによる影響にも注意が必要である。

業績見通し

### 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    | 予想     | 構成比    | 増減     | 増減率    |
| 売上高             | 84,274 |        | 86,000 |        | 1,726  | 2.0%   |
| 不動産事業           | 75,143 | 89.2%  | 75,100 | 87.3%  | -43    | 0.1%   |
| 不動産賃貸事業         | 6,807  | 8.1%   | 6,800  | 7.9%   | -7     | 0.1%   |
| その他の事業          | 2,491  | 3.0%   | 4,400  | 5.1%   | 1,909  | 76.6%  |
| 調整額             | -167   | -      | -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%  | 967    | 6.9%   |
| 不動産事業           | 15,547 | 110.8% | 17,300 | 115.3% | 1,753  | 11.3%  |
| 不動産賃貸事業         | 1,907  | 13.6%  | 2,200  | 14.7%  | 293    | 15.4%  |
| その他の事業          | 83     | 0.6%   | 500    | 3.3%   | 417    | 502.4% |
| 調整額             | -3,504 | -      | -5,000 | -      | -1,496 | -      |
| 経常利益            | 11,635 | 13.8%  | 13,000 | 15.1%  | 1,365  | 11.7%  |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 8,489  | 10.1%  | 9,000  | 10.5%  | 511    | 6.0%   |
| 不動産事業売上高の内訳     | 75,143 |        | 75,100 |        | -43    | -0.1%  |
| 開発流動化           | 38,948 |        | 36,000 |        | -2,948 | -7.6%  |
| 再生流動化           | 29,019 |        | 37,000 |        | 7,981  | 27.5%  |
| 投資分譲            | 5,784  |        | 1,300  |        | -4,484 | -77.5% |
| マセットマネジメント      | 1,386  |        | 800    |        | -586   | -42.3% |

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、新たな中期経営計画「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. 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期前倒しで達成したことから、新たに2021年11月期を最終年度とする中期経営計画「サムティ強靱化計画」を公表するに至った。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を掲げており、方向性に大きな変更はない。ただ、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、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。

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

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

成長戦略

中期経営計画「サムティ強靱化計画」(数値目標)

|                  | 17/11 期<br>実績 | 18/11 期<br>実績 | 21/11 期<br>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 <sup>*</sup> | 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. 新たな経営体制の構築

経営トップの若返りを図り、更なる成長と企業価値向上を目指すため、社長交代を伴う新たな経営体制を構築した。これまで常務取締役であった小川靖展氏が代表取締役社長に就任する予定である（2019年2月27日付）。また、多様な人材確保や情報の収集・発信機能等の強化・迅速化を図る目的で、東京本社を設置し、二本社制とするとともに、社長室の新設や経営企画部を社長直轄とするなど、より迅速な経営判断や指揮命令を行うための組織変更などにも着手した。

## 3. 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等の立ち上げを検討し、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<sup>\*</sup>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。

<sup>\*</sup> 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。

### (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、新たに広島支店や新宿・横浜営業所を開設し、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、現在4つの開発プロジェクトが進行中であり、引き続き、「エスペリアホテル」のブランド名で展開していく。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。

## ■ 株主還元

### 2019年11月期の期末配当についても、 利益成長と配当性向の引き上げにより大幅な増配を予定

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。

2018年11月期の期末配当については、期初予想（1株当たり52円配当）を大幅に増額修正し、前期比21円増配の1株当たり68円（配当性向24.0%）に決定した。また、2019年11月期の期末配当についても、利益成長や配当性向の引き上げにより前期比7円増配の1株当たり75円（配当性向31.7%）を予定している。

同社は、配当性向30%を目標水準としているが、今後も利益成長による増配余地は大きいとみている。



#### 重要事項（ディスクレマー）

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