

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 >>>](#)

2018 年 2 月 27 日 (火)

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. 中長期経営計画	01
3. 大和証券グループ本社が SRR のサブスポンサーに参画	01
4. 2017年11月期の業績	01
5. 2018年11月期の業績予想	02
6. 中長期展望	02
■ 会社概要	03
1. 事業概要	03
2. 特長	06
3. 沿革	07
■ 業界環境	08
■ 業績動向	09
1. 過去の業績推移	09
2. 2017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
■ トピックス	16
1. TVCM による知名度の向上	16
2. 大和証券グループ本社が SRR のサブスポンサーに参画	17
■ 業績見通し	17
■ 成長戦略	19
1. 中長期経営計画	19
2. 今後の方向性とその進捗	19
■ 株主還元	21

■ 要約

好調な事業環境を追い風として足元業績は順調に拡大。 J-REIT 事業を軸とした成長戦略にも大きな進展

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）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。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※、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。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。

2. 中長期経営計画

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）を推進している。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、5 年間で約 3,000 億円の投資を行う計画となっている。

3. 大和証券グループ本社が SRR のサブスポンサーに参画

2018 年 1 月には、SRR による第 3 者割当増資を大和証券グループ本社 <8601> と同社が引き受け、それに伴って、大和証券グループ本社が SRR のサブスポンサーに参画した。これにより SRR は 33 物件を取得し、資産規模の拡大を図るとともに、将来に向けても大きなメリット（物件取得や信用力などにおける後ろ盾）を得ることができたと言える。これは同時に、SRR を軸とした成長戦略を描く同社にとっても、大きな進展として評価することができるだろう。

4. 2017 年 11 月期の業績

2017 年 11 月期の業績は、売上高が前期比 15.4% 増の 60,479 百万円、営業利益が同 18.0% 増の 10,131 百万円と順調に拡大し、増額修正予算をほぼ達成することができた。特に、「不動産事業」が大きく拡大。自社開発ブランド「S-RESIDENCE」などに対する海外ファンドや富裕層からの強い投資意欲が続いており、好調な販売環境が業績の伸びを支えている。利益面でも、販売価格の上振れや建築費の安定により原価率が大きく改善し、営業利益率も 16.8%（前期は 16.4%）に上昇した。また、今後の成長につながる仕入れについても、開発用地及び収益不動産ともに計画どおりに進んでいる。

要約

5. 2018年11月期の業績予想

2018年11月期の業績予想について同社は、売上高を前期比5.8%増の64,000百万円、営業利益を同8.6%増の11,000百万円と増収増益を見込んでいる。増収率はやや緩やかな水準にとどまるものの、利益成長を重視した計画となっているものと評価できる。売上高は、好調な販売環境が続くなかで、前期に引き続き「不動産事業」が伸長するとともに、ホテル事業の拡大等により「その他の事業」が大きく伸びる想定である。また、利益面でも、増収効果のほか、好調な不動産市況を背景とした利益率の改善により、増益を確保する見通しである。

6. 中長期展望

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、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やっていくのか、SRRを中心としたビジネスモデルが同社の収益性や成長性にどのように貢献してくるのか、などに注目している。

Key Points

- ・ 2017年11月期の業績は期初予想を大きく上回る増収増益
- ・ 特に、外資系ファンド等からの強い投資意欲が続いており、販売価格の上振れが利益率の上昇に寄与
- ・ 大和証券グループ本社がSRRのサブスポンサーに参画し、同社の成長戦略にも大きな進展
- ・ パイプラインも順調に積み上げており、持続的な成長を見込む



出所：決算短信よりフィスコ作成

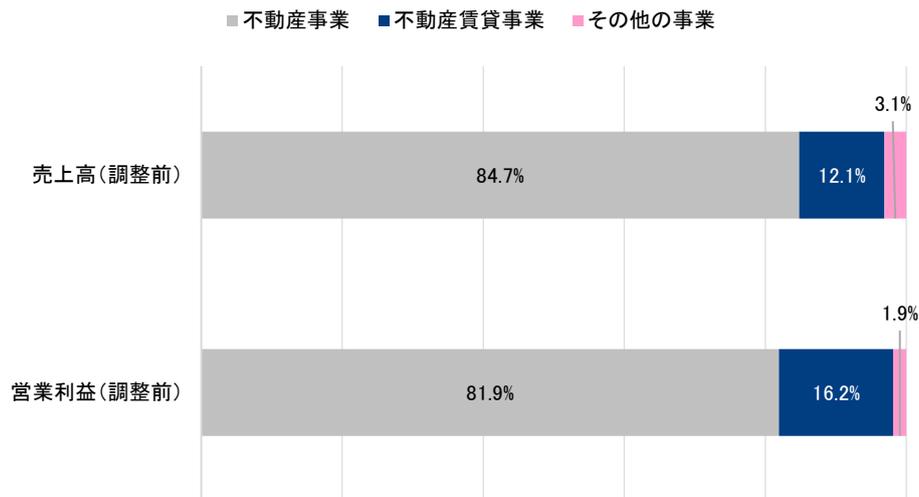
■ 会社概要

不動産事業と不動産賃貸事業にバランスのとれた事業構成。 2015年にはリート市場にも進出

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84.7%、営業利益（調整前）の81.9%を占めている（2017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。

事業別の売上高及び営業利益構成比(2017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約815億円※となっている（2018年1月末）。

※ 2018年1月に実施した第三者割当増資（大和証券グループ本社及び同社の引き受けによる）により33物件を取得し、資産規模は49物件約520億円から82物件約815億円へ拡大した（後述）。

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。

会社概要

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）、「サムティプロパティマネジメント（株）」（物件管理や保守等）などがある（2017年11月末）。

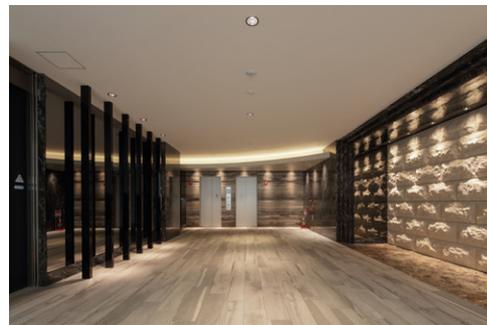
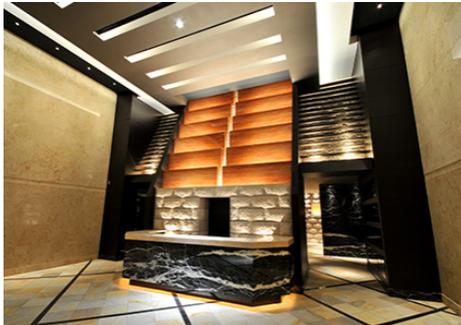
各事業の概要は以下のとおりである。

(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。

「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。

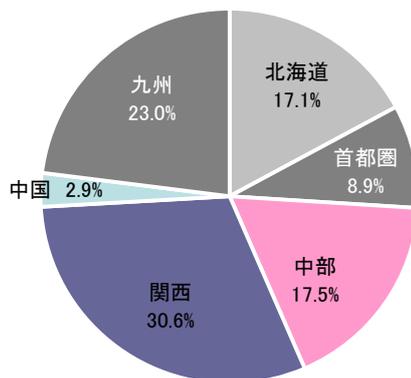
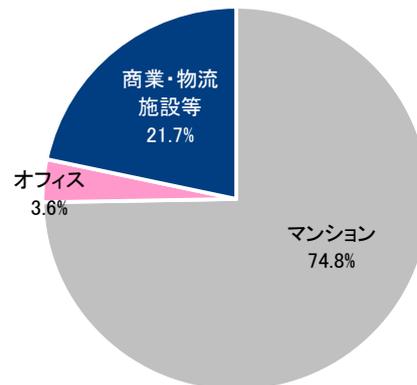
「投資分譲」は、主に個人投資家向けの投資用ワンルームマンションの企画、開発を行っている。自社では販売を行わず、販売会社に卸販売（区分及び1棟売り）するところに特徴がある。事業エリアにおいて販売実績のある販売会社とのネットワークを構築し、企画開発の段階から販売会社と協議を行うことにより、顧客（利用者）ニーズに合致した物件を供給している。また、品薄感から販売会社による青田買いの動きが活発な首都圏を除くと、同社のリーシングノウハウ（賃貸付けを行った上で卸販売）の高さが他社との差別化や販売会社に対する信頼性や交渉力につながっている。

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、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88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74.8%、オフィスが3.6%、商業施設・物流施設等が21.7%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。施設別の稼働率では、マンションが92.9%、オフィスが94.6%、商業施設・物流施設等が99.8%となっている。保有不動産の規模は約989億円（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370億円と自社保有を目的とする有形固定資産約618億円に分かれる（2017年11月末）。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。

**保有物件のエリア別分布
(延床面積ベース)**

**保有物件の用途別分布
(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、「エスペリアホテル長崎」(長崎県長崎市、客室数 153 室)、「GOZAN HOTEL」(京都市東山区、同 21 室)※を保有するほか、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)及び 2017 年 11 月期に売却(及びリースバック)した「センターホテル大阪」(大阪市中央区北浜、同 84 室)の運営を子会社のサン・トーアが行っている。また、子会社のサムティプロパティマネジメント(株)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。

※ 2017 年 6 月に新たに取得した物件。

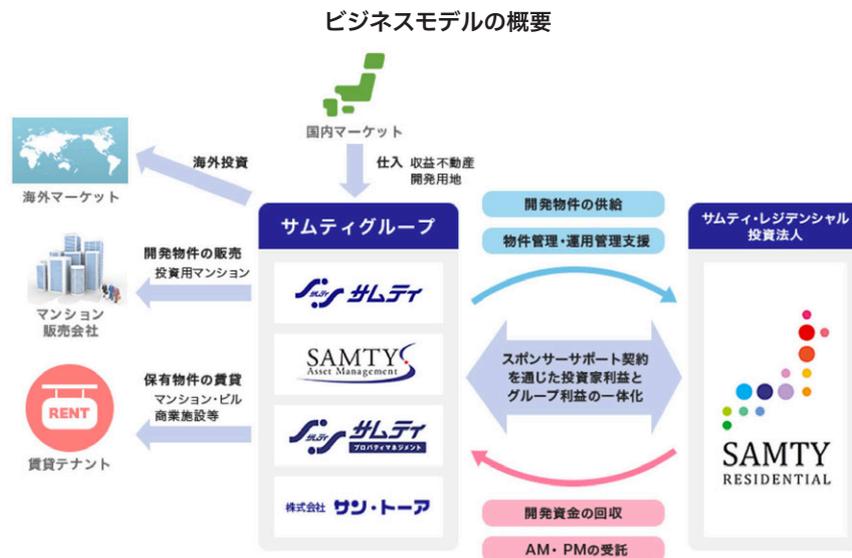
2. 特長

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や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

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項(ディスクレーマー)をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

会社概要

(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。

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

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、2017 年 11 月末の時価総額は約 11 兆 5,070 億円、銘柄数は 59 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。

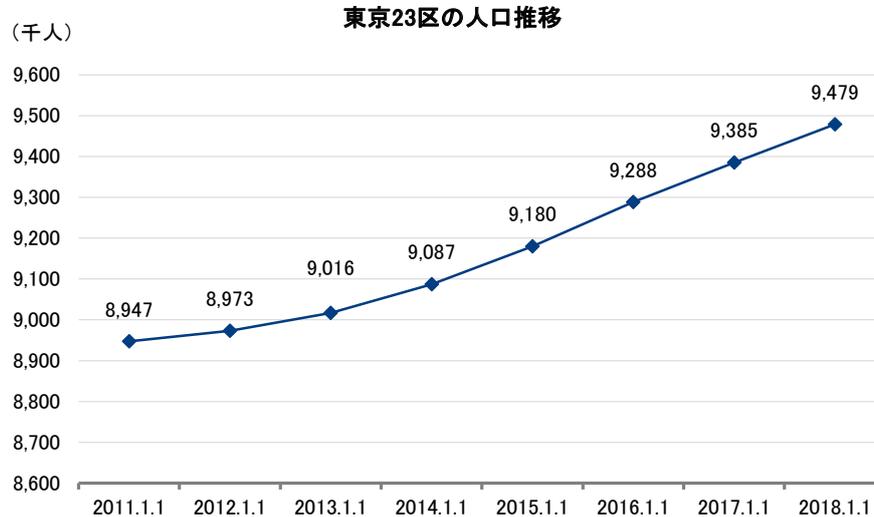
東証 REIT 指数の動向については、世界的な金利上昇の影響や 2018 年のオフィス大量供給による需給悪化懸念などからやや軟調に推移している。ただし、日銀による金融緩和政策の継続や今後のオフィス需要増加を期待する見方があるなかで、国内外の機関投資家からは利回りを確保でき、キャッシュフローが比較的安定している J-REIT に対する投資意欲は根強い。また、中期的にも金融緩和政策の継続や良好な不動産市況（空室率の改善や賃料の上昇等）などにより底堅く推移するとの見通しが強い。



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、業界の課題については、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

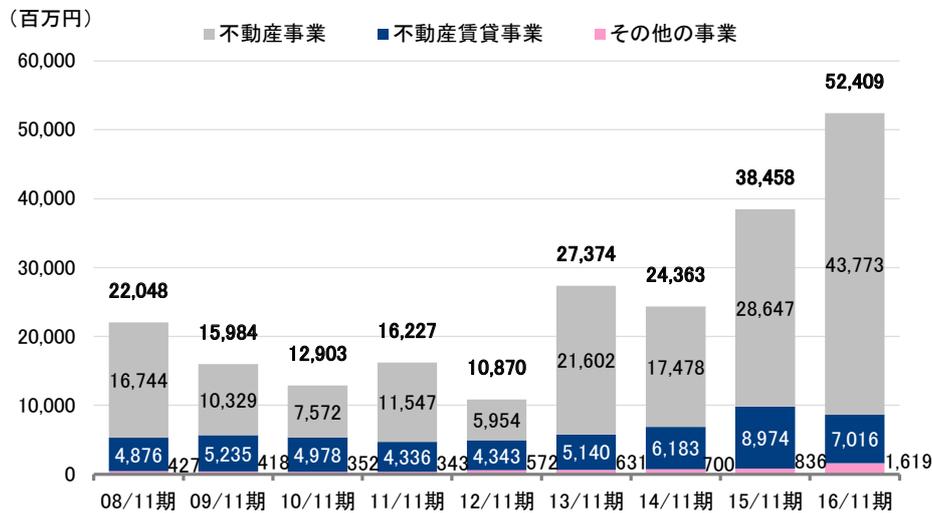
好調な不動産市況を追い風として不動産事業が大きく拡大

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。

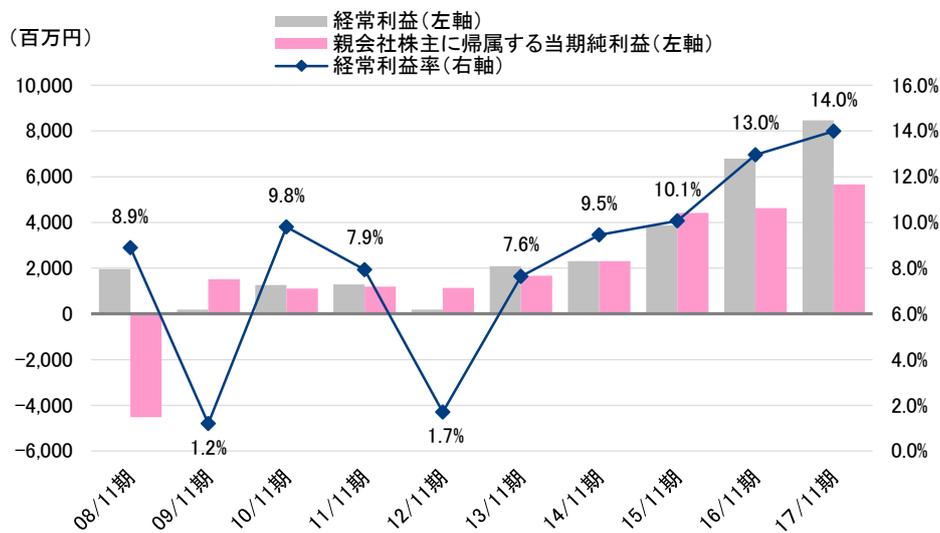
業績動向

(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



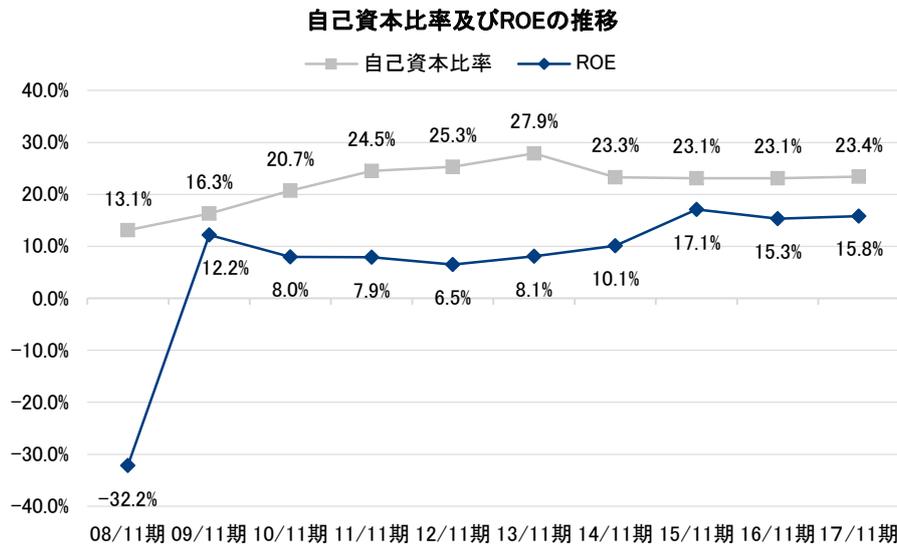
出所：決算短信よりフィスコ作成

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の進捗により経常利益率は年々改善傾向にあり、2017年11月期は14.0%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つと言えるだろう。

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。2017 年 11 月期も 15.8% の高い水準を維持している。



出所：決算短信よりフィスコ作成

2017 年 11 月期は 2 度の増額修正予算をほぼ達成。 好調な販売環境を背景として利益率がさらに向上

2. 2017 年 11 月期決算の概要

2017 年 11 月期の業績は、売上高が前期比 15.4% 増の 60,479 百万円、営業利益が同 18.0% 増の 10,131 百万円、経常利益が同 24.6% 増の 8,461 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 22.3% 増の 5,661 百万円と順調に拡大し、増額修正予算をほぼ達成することができた。

売上高は、3つの事業がそれぞれ計画を上回って伸長した。特に、物件売却が好調であった「不動産事業」が大きく拡大。都内を中心に外資系ファンドや富裕層などからの強い投資意欲が続く開発流動化（「S-RESIDENCE」の販売）や再生不動産（既存の収益不動産等の再生・販売）が想定よりも高い価格で販売できたようだ。また、投資分譲（投資用マンションの企画開発・販売）も個人投資家などからの根強い需要に支えられ好調であった。一方、安定収益源である「不動産賃貸事業」や「その他の事業」についても堅調に推移した。

利益面では、販売価格の上振れや建築費の安定により原価率が大きく改善した（前期比 0.6 ポイントの低下）。一方、知名度向上を目的としたテレビ CM の実施、人員増や賃金ベースアップに伴う人件費の増加などにより販管費は拡大したものの、増収効果や原価率の改善により営業増益を実現。営業利益率も 16.8%（前期は 16.4%）に上昇している。また、経常利益の伸び率が大きいのは、市中金利低下の恩恵などにより支払金利が減少したことが要因である。

サムティ | 2018年2月27日(火)
3244 東証1部 | <http://www.samty.co.jp/ir.html>

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 22 物件（想定売上高 510 億円／取得価額 170 億円）、収益不動産 46 物件（取得価額 320 億円）を取得※し、計画どおりに着地できたと言える。特に、開発用地については、都心を中心に取得困難な状況にあると一般的には言われているが、同社の事業領域であるワンルームマンションについては、比較的手狭な用地であっても開発可能であるため、大手との競合が少ないものと考えられる。

※ 2016 年 11 月期の実績は、開発用地 20 物件（想定売上高 282 億円相当、取得価額 115 億円）、収益不動産 35 物件（取得価額 290 億円）であった。

財政状態は、「仕掛販売用不動産」（流動資産）や「有形固定資産」（固定資産）の増加により、総資産が前期末比 17.9% 増の 166,449 百万円に拡大した一方、自己資本も内部留保の積み増しにより前期末比 19.9% 増の 39,017 百万円に増えたことから、自己資本比率は 23.4%（前期末は 23.1%）に若干改善した。一方、有利子負債も前期末比 20.1% 増の 114,786 百万円に拡大し、初めて 1,000 億円を超えたが、そのうち長期負債の比率は 73.3% を占めており、財務の安定性に懸念はない。

2017 年 11 月期決算の概要

(単位：百万円)

	16/11 期実績		17/11 期実績		増減		17/11 期 予想（修正後）		達成率
	構成比		構成比		増減率		構成比		
売上高	52,409		60,479		8,070	15.4%	60,000		100.8%
不動産事業	43,783	83.5%	51,522	85.2%	7,739	17.7%	51,400	85.5%	100.2%
不動産賃貸事業	7,018	13.4%	7,386	12.2%	368	5.2%	7,300	12.1%	101.2%
その他の事業	1,853	3.5%	1,885	3.1%	31	1.7%	1,800	3.0%	104.7%
調整額	-246	-	-315	-	-68	-	-350	-	-
原価	39,087	74.6%	44,733	74.0%	5,646	14.4%	-	-	-
販管費	4,735	9.0%	5,614	9.3%	879	18.6%	-	-	-
営業利益	8,586	16.4%	10,131	16.8%	1,545	18.0%	10,300	17.2%	98.4%
不動産事業	8,071	18.4%	10,600	20.6%	2,529	31.3%	10,000	19.5%	106.0%
不動産賃貸事業	2,281	32.5%	2,094	28.4%	-187	-8.2%	2,000	27.4%	104.7%
その他の事業	393	21.2%	243	12.9%	-149	-38.1%	70	3.9%	347.1%
調整額	-2,159	-	-2,806	-	-647	-	-1,840	-	-
経常利益	6,788	13.0%	8,461	14.0%	1,673	24.6%	8,500	14.2%	99.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	4,628	8.8%	5,661	9.4%	1,033	22.3%	5,600	9.3%	101.1%
不動産事業売上高の内訳	43,783		51,522		7,739	17.7%			
開発流動化	9,280		15,402		6,121	66.0%			
再生流動化	23,515		23,632		117	0.5%			
投資分譲	10,105		12,049		1,943	19.2%			
マセットマネジメント	872		383		-489	-56.1%			

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

業績動向

2017年11月末の財政状態

(単位：百万円)

	2016年11月末	2017年11月末	増減額	
流動資産	85,981	98,558	12,577	
現金及び預金	21,789	25,857	4,068	
販売用不動産	39,514	37,059	-2,455	
仕掛販売用不動産	22,940	34,456	11,516	
固定資産	55,048	67,797	12,749	
有形固定資産	50,606	61,887	11,281	
無形固定資産	151	140	-11	
投資その他の資産	4,290	5,769	1,479	
総資産	141,170	166,449	25,279	
流動負債	28,439	39,182	10,743	
短期借入金	10,279	11,883	1,604	
1年内返済予定の長期借入金	11,205	18,795	7,590	
固定負債	79,884	87,906	8,022	
長期借入金	74,083	84,108	10,025	
新株予約権付社債	1,435	-	-	
純資産	32,847	39,360	6,513	
負債純資産合計	141,170	166,449	25,279	
有利子負債	95,567	114,786	19,219	20.1%
自己資本	32,551	39,017	6,466	19.9%
自己資本比率	23.1%	23.4%	0.3%	

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 17.7% 増の 51,522 百万円、セグメント利益は同 31.3% 増の 10,600 百万円と順調に拡大した。特に、「開発流動化」が前期比 66.0% 増の 1,5402 百万円と大きく伸びた。「S-RESIDENCE」8 物件※（前期は 7 物件）を売却したが、低金利の継続や政情の安定などを背景として、外資系ファンドからの強い買い意欲が続いており、販売価格の上振れが業績の伸びに寄与した。「再生流動化」も 29 物件（前期は大型を含む 18 物件）を売却し、売上高は前期比 0.5% 増の 23,632 百万円とほぼ横ばいにとどまったが、「開発流動化」と同様、外資系ファンドへのバルク販売等により、利益面での貢献は大きかったようだ。また、「投資分譲」についても 690 戸（前期は 628 戸、計画では 663 戸）の販売により、前期比 19.2% 増の 12,049 百万円と好調であった。将来の年金不安や相続税対策などを背景として、個人投資家からの根強い需要に支えられている。

※「S-RESIDENCE」8 物件のうち、SRR 向け（ブリッジファンドを含む）は 2 物件であった。

利益面でも、販売価格の上振れや建築費の安定のほか、外資系ファンドや富裕層への直接販売が増えたことによりセグメント利益率は 20.6%（前期は 18.4%）と大きく改善しており、大幅な増益を実現した。

業績動向

(2) 不動産賃貸事業

売上高は前期比 5.2% 増の 7,386 百万円、セグメント利益は同 8.2% 減の 2,094 百万円と増収減益となった。保有物件数の増加※に加えて、稼働率も高い水準で推移したことから順調に伸長した。

※ 29 物件を売却した一方、46 物件を取得したことで保有物件は 88 物件に増加した。

利益面では、大型物件※等の取得に伴う減価償却費の増加により減益となったが想定内である。

※ 2016 年 11 月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）のほか、2017 年 3 月に取得した大型物流倉庫（水戸市）、2017 年 11 月に竣工したファミリー賃貸マンション「S-RESIDENCE 宮の森」（札幌市、「S-RESIDENCE」ブランドでは初めてのファミリー向けマンション）など。

(3) その他の事業

売上高は前期比 1.7% 増の 1,885 百万円、セグメント利益は同 38.1% 減の 243 百万円と増収減益となった。マンション管理戸数の増加に加えて、ホテル事業についても、新たに取得した「GOZAN HOTEL」による寄与のほか、稼働率も高水準を確保※したことから売上高は計画を上回って推移した。

※ 第 4 四半期の平均稼働率は、「センターホテル東京」が 96.4%、「センターホテル大阪」が 94.5%、「S-PERIA ホテル長崎」が 94.4% となっている。特に、第 2 四半期にやや落ち込んでいた「S-PERIA ホテル長崎」の稼働率が順調に回復している。

一方、利益面で減益となったのは、1) 2016 年 12 月期に売却し、運営のみを行っている「センターホテル東京」の家賃費用が発生したこと、2) 前期における高採算の工事案件（一時的要因）がはく落したことが理由とみられるが想定内である。

以上から、2017 年 11 月期の業績を総括すると、1) 好調な不動産市況を追い風として、不動産事業が想定以上に大きく伸びたこと（特に、販売価格の上振れにより利益面が好調）、2) 今後の成長につながる仕入れ（開発用地及び収益不動産）についても順調に進捗していることから、好調に推移したと評価できる。

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、2017 年竣工分が 8 棟（420 戸）、2018 年竣工分が 13 棟（949 戸）、2019 年竣工分は既に仕入れ済の 3 棟（368 戸）に加え現在仕入れを進めており順調に積み上がっている模様である。地域的には、首都圏 14 棟（東京 11、神奈川 1、千葉 2）、関西 5 棟（大阪）のほか、愛知 5 棟（名古屋）となっている。

業績動向

「S-RESIDENCE」開発計画 (2017年11月末)

竣工年度	物件名称/PJ名称	所在地	戸数
2017年	S-RESIDENCE 舞鶴	名古屋市中区	109
	S-RESIDENCE 押上パークサイド	東京都墨田区	39
	S-RESIDENCE 日本橋浜町	東京都中央区	30
	S-RESIDENCE 清澄白河	東京都江東区	41
	S-RESIDENCE 錦糸町パークサイド	東京都墨田区	72
	S-RESIDENCE 新宿イースト	東京都新宿区	29
	S-RESIDENCE 川崎貝塚	神奈川県川崎市	43
	S-RESIDENCE 御茶ノ水	東京都文京区	57
合計 8棟			420
2018年	S-RESIDENCE 新大阪 Luna (木川東2)	大阪市淀川区	90
	S-RESIDENCE 新大阪 Garden (木川東4)	大阪市淀川区	177
	S-RESIDENCE 新大阪 Ridente (西宮原2II)	大阪市淀川区	90
	S-RESIDENCE 東区葵2丁目	名古屋市東区	95
	S-RESIDENCE 志賀本通	名古屋市北区	88
	S-RESIDENCE 千種区内山3丁目	名古屋市千種区	44
	S-RESIDENCE 練馬桜台	東京都練馬区	48
	S-RESIDENCE 文京小石川	東京都文京区	27
	S-RESIDENCE 月島	東京都中央区	45
	S-RESIDENCE 新宿アーバンスタイル	東京都新宿区	65
	S-RESIDENCE 蔵前	東京都台東区	28
	S-RESIDENCE 松戸市本町	千葉県松戸市	52
	S-RESIDENCE 南八幡5丁目	千葉県市川市	100
合計 13棟			949
2019年	S-RESIDENCE 江坂1丁目II	吹田市江坂町	153
	S-RESIDENCE 北区西天満3丁目	大阪市北区	138
	S-RESIDENCE 本郷3丁目	名古屋市名東区	77
合計 3棟			368
合計 24棟			1,737

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、2017年竣工分が1棟(96戸)、2018年竣工分が7棟(328戸)、2019年竣工分が7棟(424戸)と合計15棟(848戸)が進行しており、販売予定価格では合計約170億円となっている。

業績動向

「投資用マンション」開発計画（2017年11月末）

竣工年度	物件名称/PJ名称	所在地	戸数
2017年	サムティ大阪	大阪市東成区	96
	計 1棟		96
2018年	西淀川区姫里2丁目	大阪市西淀川区	85
	西区江戸堀3丁目II	大阪市西区	50
	台東区台東2丁目	東京都台東区	53
	豊島区池袋本町1丁目	東京都豊島区	31
	豊島区高田2丁目	東京都豊島区	36
	台東区小島1丁目(西)	東京都台東区	38
	中央区日本橋馬喰町1丁目	東京都中央区	35
	計 7棟		328
2019年	西区本田1丁目	大阪市西区	140
	西中島4丁目	大阪市淀川区	54
	台東区小島1丁目(東)	東京都台東区	34
	西浦田7丁目	東京都大田区	42
	墨田区東向島1丁目	東京都中央区	76
	台東区鳥越1丁目	東京都台東区	49
	港区芝5丁目	東京都港区	29
計 7棟		424	
合計 15棟		848	

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

「S-RESIDENCE」（開発流動化）に比べて、「投資用マンション」（投資分譲）の積み上げが少ないのは、外資系ファンドや富裕層からの強い需要に対応するため、当初投資分譲として開発を進めていた物件を利益率の高い「S-RESIDENCE」（1棟売り）シリーズへ変更していることが背景にある。いずれにしても、パイプライン全体では順調に積み上がっていると言えるだろう。

トピックス

大和証券グループ本社がSRRのサブスポンサーに参画

1. TVCMによる知名度の向上

知名度及び企業イメージの向上を目的としてTVCM「柴犬まる篇」を実施（2017年4月から9月）。同社がマンションや商業施設、ホテルなど様々な物件に携わっていることを、主人公である柴犬「まる」が醸し出すほのぼのとした雰囲気とともに伝える内容となっており、その結果として、同社の知名度が約2倍に上昇する成果*を得ることができたようだ。続編制作も決定している。

* 社名認知度が5.4%（2017年1月調査）から10.4%（2017年10月調査）へ上昇。

2. 大和証券グループ本社が SRR のサブスポンサーに参画

2018年1月には、SRRによる第三者割当増資^{※1}を大和証券グループ本社と同社が引き受けるとともに、大和証券グループ本社がSRRのサブスポンサーに参画した^{※2}。

※1 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、SRRは約151億円の資金調達を行った。

※2 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た。

SRRにとっては、1) 外部成長の実現^{※1}はもちろん、2) 今後の成長に向けて強力な後ろ盾^{※2}を得ることができたところに大きなメリットがある。これは同時に、SRRを軸とした成長戦略を描く同社にとっても、大きな進展として捉えることができるだろう。

※1 SRRは調達資金で33物件を取得し、資産総額を520億円から815億円にまで大きく拡大することができた。

※2 大和証券グループ本社の参画により、物件取得や知名度、信用力の向上などにおいて大きな効果が期待できる。

業績見通し

2018年11月期も好調な収益環境が継続する見通し

2018年11月期の業績予想について同社は、売上高を前期比5.8%増の64,000百万円、営業利益を同8.6%増の11,000百万円、経常利益を同5.2%増の8,900百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同14.8%増の6,500百万円と増収増益を見込んでいる。増収率はやや緩やかな水準にとどまるものの、利益成長を重視した計画になっているものと評価できる。

売上高は、好調な販売環境が続くなかで、前期に引き続き「不動産事業」が伸長するとともに、ホテル事業の拡大等により「その他の事業」が大きく伸びる想定である。

また、利益面でも、増収効果のほか、好調な不動産市況(販売価格や家賃相場、稼働率など)を背景とした利益率の改善により、増益を確保する見通しである。

一方、投資計画については、開発用地に約210億円(前期は170億円)、収益不動産に約230億円(前期は320億円)を予定している。両方を合わせると約440億円(前期は490億円)となり、前期と比べるとやや抑え気味と言えるが、不動産市況の動向を見ながら若干慎重なスタンスをとっていることが理由である。また、今期については財務基盤の強化にも取り組む方針のようである。

業績見通し

2018年11月期の業績予想

(単位：百万円)

	17/11期 実績		18/11期 予想		増減	
		構成比		構成比		増減率
売上高	60,479		64,000		3,521	5.8%
不動産事業	51,522	85.2%	54,300	84.8%	2,778	5.4%
不動産賃貸事業	7,386	12.2%	7,400	11.6%	14	0.2%
その他の事業	1,885	3.1%	2,600	4.1%	715	37.9%
調整額	-315	-	-300	-	15	-
原価	44,733	74.0%	-	-	-	-
販管費	5,614	9.3%	-	-	-	-
営業利益	10,131	16.8%	11,000	17.2%	869	8.6%
不動産事業	10,600	20.6%	11,700	21.5%	1,100	10.4%
不動産賃貸事業	2,094	28.4%	2,300	31.1%	206	9.8%
その他の事業	243	12.9%	400	15.4%	157	64.6%
調整額	-2,806	-	-3,400	-	-594	-
経常利益	8,461	14.0%	8,900	13.9%	439	5.2%
親会社株主に帰属する 当期純利益	5,661	9.4%	6,500	10.2%	839	14.8%

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 5.4% 増の 54,300 百万円、セグメント利益を同 10.4% 増の 11,700 百万円と見込んでいる。開発流動化は「S-RESIDENCE」16 物件、再生流動化は収益不動産 52 物件（うち、固定資産 28 物件）※、投資分譲 4 物件（約 261 戸）を計画している。なお、開発流動化 16 物件のうち、10 物件はすでに売却が決定しており、残り 6 物件についてもほぼ売却の目処がついているようだ。

※ 固定資産からの売却は、売上高には計上されないことに注意が必要である。固定資産売却益が特別利益に計上される。

(2) 不動産賃貸事業

売上高を前期比 0.2% 増の 7,400 百万円、セグメント利益を同 9.8% 増の 2,300 百万円と見込んでいる。売上高はほぼ横ばいで推移する一方、利益面では稼働率や賃料の改善等により増益となる見通しである。

(3) その他の事業

売上高を前期比 37.9% 増の 2,600 百万円、セグメント利益を同 64.6% 増の 400 百万円を見込んでいる。「エスペリアホテル博多」のオープン（2018年3月予定）など、ホテル事業の拡大が業績の伸びをけん引する想定である。

弊社でも、好調な外部要因（不動産市況）に加えて、内部要因（パイプラインの積み上げ、同社の開発・再生物件に対する高い評価、ホテル事業の順調な立ち上がりなど）の状況などを勘案し、同社の業績予想は十分に達成可能であるとみている。また、同社計画は、販売価格の前提が実勢よりも保守的な水準となっていることから、前期同様、販売価格の上振れが業績全体の押し上げ要因になる可能性にも注意が必要である。

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.

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. 中長期経営計画

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）を推進している。外部環境（マイナス金利政策の導入、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）などを踏まえ、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。

中長期経営計画「Challenge40」

	16/11期 計画	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
EPS	194.4円	240円	300円以上
ROE	14.9%	15.0%	15%以上
ROA	7.0%	7.0%	7%以上
自己資本比率	23.0%	27.0%	30%以上

出所：中長期経営計画よりフィスコ作成

2018年11月期の業績予想については、前述のとおり、売上高640億円、経常利益89億円を見込んでおり、売上高は計画に届かないものの、経常利益ではほぼ計画線で推移する見通しである（EPSは258.10円と計画を上回る水準を予想）。同社は、経常利益及びEPSの成長を重視した経営を行っていることから、順調に進捗しているものと評価するのが妥当だろう。

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

順調に立ち上がってきたSRRを中心として、仕入、開発、賃貸、販売、販売後のマネジメント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。SRRについては、今回の第3者割当増資により資産規模1,000億円が射程内に入ってきたが、さらなる成長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。

成長戦略

(2) 地方大都市圏における戦略的投資

5年間にわた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。これまでの仕入れ実績（開発用地及び収益不動産）は、2016年11月期が約405億円、2017年11月期が約490億円となっており、2018年11月期の計画は約440億円を予定しているが、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：中長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。また、「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り、2018年3月には「エスペリアホテル博多」のオープンを予定している。ただし、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

2018 年 11 月期も前期比 5 円増配を予想。 2020 年 11 月期には配当性向 30% を目指す

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。

2017 年 11 月期については、2 度の増額修正により、前期比 14 円増配の 1 株当たり 47 円（配当性向 20.1%）の配当を決定した。また、2018 年 11 月期についても、前期比 5 円増配の 1 株当たり 52 円（配当性向 20.1%）の配当を予定している。

同社は、2020 年 11 月期までに配当性向 30% を目標としている。弊社では、来期以降についても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いる。

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