

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 8 月 21 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. 2018年11月期上期の業績	01
3. J-REIT事業（SRR）やホテル開発事業にも大きな進展	01
4. 2018年11月期の業績見通し	02
5. 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月期上期決算の概要	12
3. 開発計画（パイプライン）の状況	15
■ 活動実績	17
1. J-REIT事業（SRR）の進展	17
2. ホテル事業の拡大	18
■ 業績見通し	19
■ 成長戦略	20
1. 中長期経営計画	20
2. 今後の方向性とその進捗	21
■ 株主還元	23

■ 要約

2018 年 11 月期上期の業績も順調に拡大。 J-REIT 事業やホテル開発事業でも大きな進展

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. 2018 年 11 月期上期の業績

2018 年 11 月期上期の業績は、売上高が前年同期比 22.9% 増の 46,317 百万円、営業利益が同 31.5% 増の 9,112 百万円と大幅な増収増益を実現した。通期予想に対する進捗率でも、売上高が 70% 超、各利益が 80% 超と高い水準に達している。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強い投資需要が続く開発流動化（自社開発ブランド「S-RESIDENCE」の販売）や再生流動化（既存の収益不動産等の再生・販売）が想定以上に好調に推移した。利益面でも販売価格の上振れ等により売上原価率が大きく改善した。一方、広告宣伝費や人件費の増加などに伴い販管費は拡大したものの、増収効果や売上原価率の改善により大幅な営業増益を実現。営業利益率も 19.7%（前年同期は 18.4%）に上昇した。また、今後の成長につながる仕入れの状況（及びパイプライン）についても、おおむね計画どおりに進捗している。

3. J-REIT 事業（SRR）やホテル開発事業にも大きな進展

2018 年 1 月に、SRR による第三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を SRR のサブスポンサーとして迎え入れた。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（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。また、ホテル開発第 1 弾としてかねてより開発を進めていた「エスペリアホテル博多」（福岡市博多区）が 2018 年 3 月 28 日にオープン。優れた立地や快適性などから、想定を上回る稼働率にて順調に立ち上がっているようだ。

要約

4. 2018 年 11 月期の業績見通し

2018 年 11 月期の業績予想について同社は、期初予想を据え置き、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。上期業績が通期計画（期初予想）に対して高い進捗率となっているにもかかわらず、同社が期初予想を据え置いたのは、突発的な外部環境の変化の可能性や 2019 年 11 月期業績の見通しを含め、最終的な着地の水準を慎重に見定めていることが理由と考えられる。弊社では、上期業績のほか、好調な外部環境（不動産市況）や内部要因（パイプラインの積み上げ、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）の状況などを勘案すると、同社の業績予想は増額修正される可能性が高いとみており、今後の動向に注意する必要がある。

5. 成長戦略

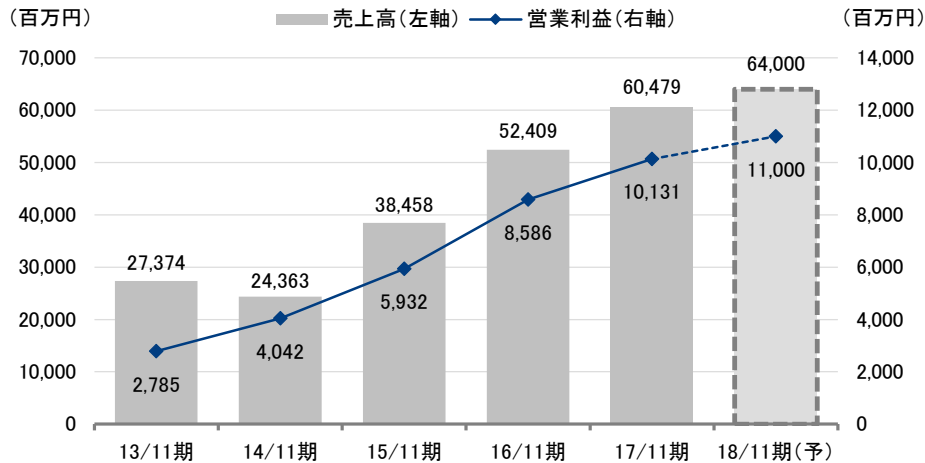
同社は、2016 年 11 月期から 2020 年 11 月期までの中長期経営計画（5 ヶ年）を推進している。1) SRR を中心としたビジネスモデルの構築、2) 地方大都市圏における戦略的投資、3) ホテル開発事業の展開、4) 資本効率の維持及び財務基盤の確立により、2020 年 11 月期の目標として、売上高 1,000 億円水準、経常利益 100 億円水準、EPS 300 円以上、ROE 15% 以上、自己資本比率 30% 以上を掲げている。もっとも、定量目標については 2 年前倒しで達成できる可能性（売上高を除く）が高くなってきたが、成長戦略の方向性に大きな変更はないものとみている。今後も更なる飛躍に向けた活動の成果に注目したい。

Key Points

- ・ 2018 年 11 月期上期業績は引き続き順調に拡大し、通期計画に対しても高い進捗率で推移
- ・ 成長戦略の軸である J-REIT 事業（SRR）やホテル開発事業にも大きな進展
- ・ 2018 年 11 月期の業績予想について、現時点で期初予想を据え置いているが、増額修正の可能性に注意する必要がある
- ・ 2020 年 11 月期を最終年度とする中期経営計画も 2 年前倒しで達成する可能性が高くなってきたが、今後も更なる成長に向けた活動の成果に注目したい

要約

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

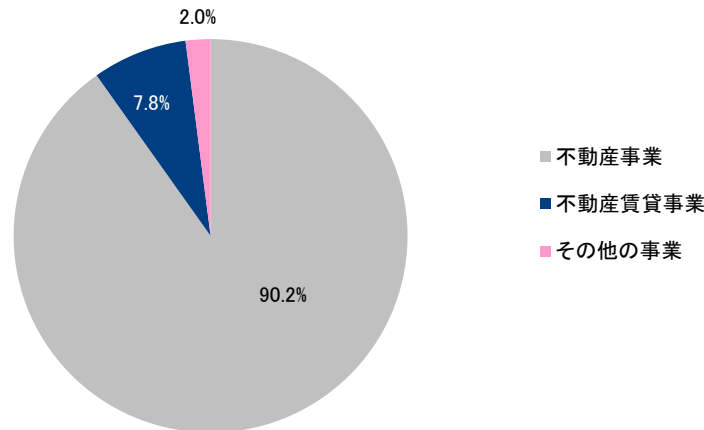
不動産事業と不動産賃貸事業にバランスの取れた事業構成。 2015年にはリート市場にも進出

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90.2%を占めている（2018年11月期上期実績）。ただし、「不動産賃貸事業」が着実に伸びてきたことに対して、「不動産事業」は事業環境等によって大きく増減するところに注意が必要である。創業以来、安定した高稼働率が期待できるレジデンス（マンション等）を得意分野としており、リーシング（賃貸付け）に強みがある。

会社概要

2018年11月期上期 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約815億円※となっている（2018年7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。

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（2018年5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。

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。

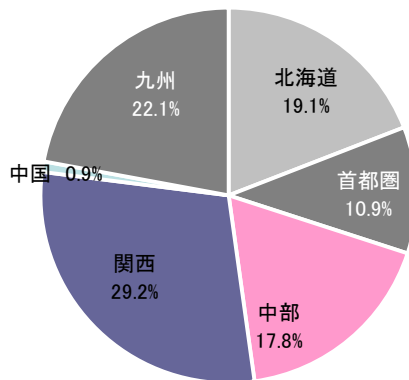
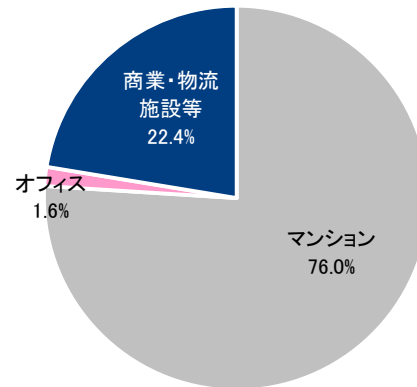
「投資分譲」は、主に個人投資家向けの投資用ワンルームマンションの企画、開発を行っている。自社では販売を行わず、販売会社に卸販売(区分及び1棟売り)するところに特徴がある。事業エリアにおいて販売実績のある販売会社とのネットワークを構築し、企画開発の段階から販売会社と協議を行うことにより、顧客(利用者)ニーズに合致した物件を供給している。また、品薄感から販売会社による青田買いの動きが活発な首都圏を除くと、同社のリーシングノウハウ(賃貸付けを行った上で卸販売)の高さが他社との差別化や販売会社に対する信頼性及び交渉力につながっている。

「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、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。

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82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76.0%、オフィスが1.6%、商業施設・物流施設等が22.4%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829億円(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280億円と自社保有を目的とする有形固定資産約548億円に分かれる(2018年5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：決算説明会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」(東京都中央区日本橋、客室数107室)※1、「エスペリアホテル長崎」(長崎県長崎市、同153室)、「GOZAN HOTEL」(京都市東山区、同21室)のほか、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)※2、2018年5月25日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)※3を保有するとともに、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、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。

※1 2016年11月期に一旦売却(及びリースバック)し、子会社のサン・トーアが運営を行っていたが、好立地物件を自らバリューアップして有効活用するため、再度買い戻している(現在はリニューアルを実施中)。

※2 詳細は後述。

※3 詳細は後述。

会社概要

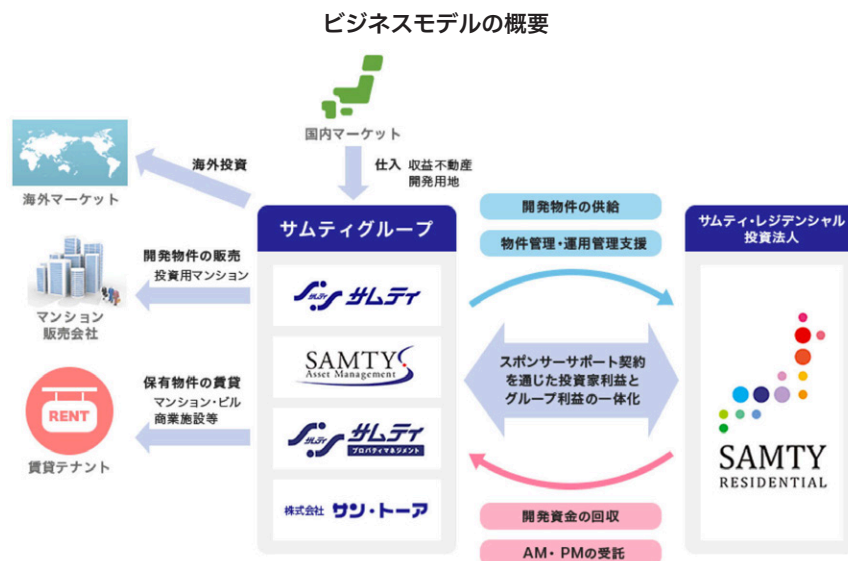
2. 特長

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貫通貫型のビジネスモデルにあり、事業としての優位性や収益構造における強みを形成している。

(1) ビジネスモデルの優位性

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

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



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、2018 年 5 月末の時価総額は約 12 兆 3,801 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

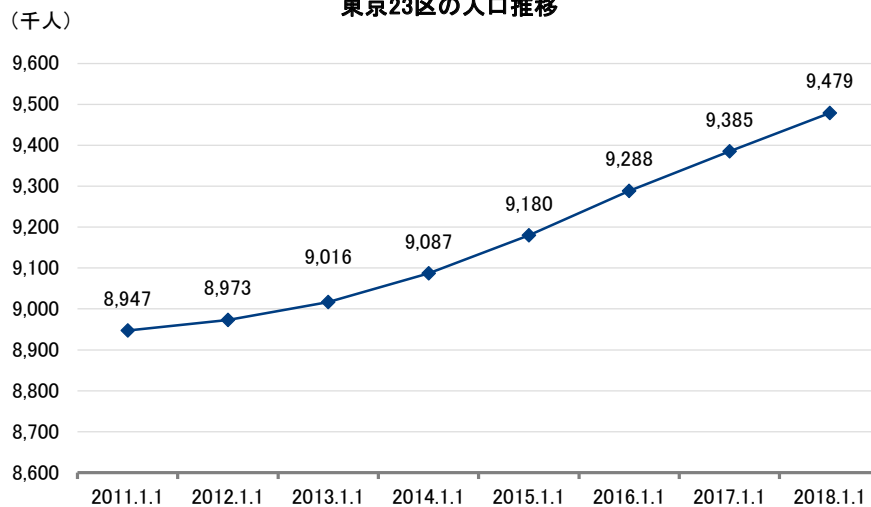
東証REIT指数の推移



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

業界環境

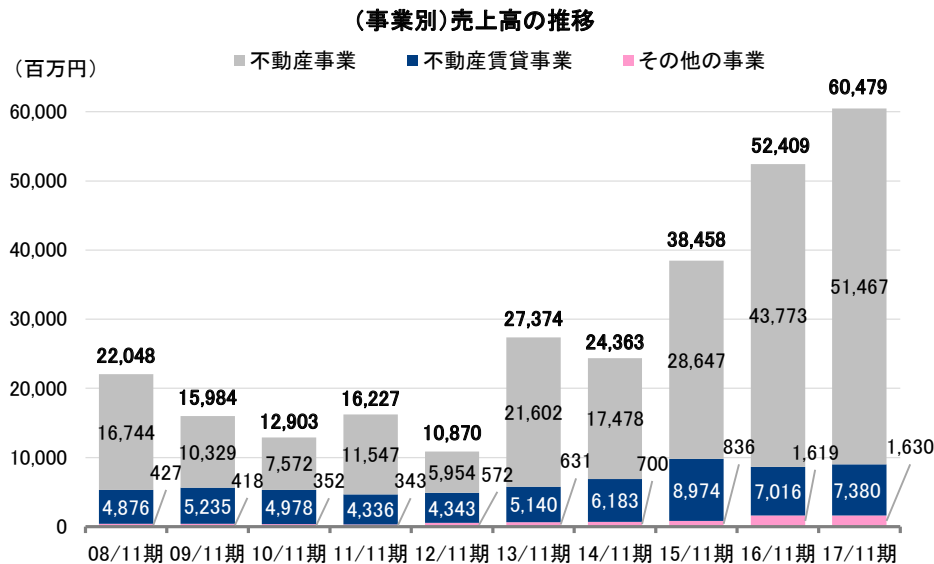
一方、業界の課題については、都心での用地仕入が難しくなってきたことや、地価の上昇や建築費の高騰、職人不足などが挙げられる。

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

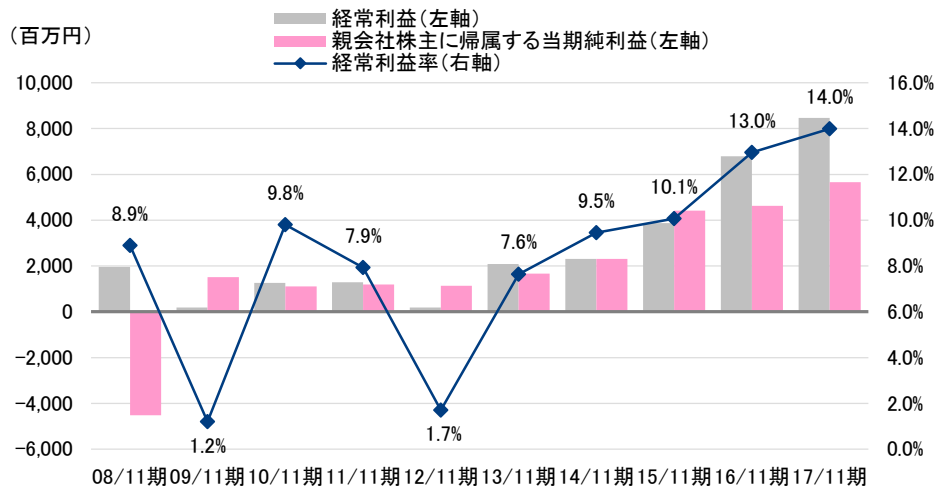
同社が大証ヘラクレス市場（現東証 JASDAQ）に上場した 2007 年 11 月期からの業績を振り返ると、上場直後にリーマンショックによる影響を受け、しばらくは低調に推移する時期が続いた。特に、金融機関による金融引き締めにより不動産事業が大きく縮小したことが業績の足を引っ張った。ただし、注目すべきは、厳しい業界環境の中にあっても、不動産賃貸事業は安定的に推移しており、同社の業績を下支えしてきたところである。また、自社で販売部隊を持たずに固定費を低く抑えてきたこともプラスに働いており、減損処理により最終損失となった 2008 年 11 月期を除いて利益を確保してきたことは大いに評価できる。



注：内部売上高除く
出所：決算短信よりフィスコ作成

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



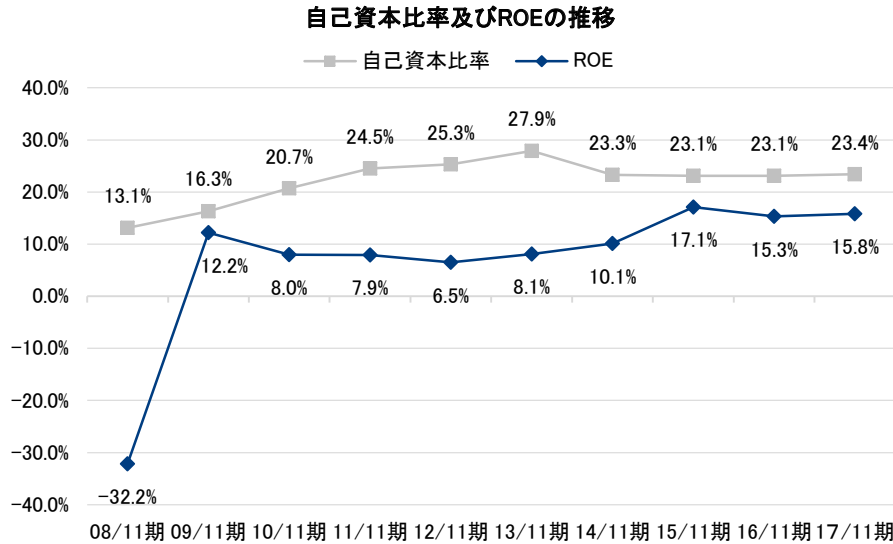
出所：決算短信よりフィスコ作成

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の進展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。

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。

業績動向



出所：決算短信よりフィスコ作成

2018年11月期上期の業績も引き続き順調に拡大。 通期計画に対しても高い進捗率で推移

2. 2018年11月期上期決算の概要

2018年11月期上期の業績は、売上高が前年同期比22.9%増の46,317百万円、営業利益が同31.5%増の9,112百万円、経常利益が同29.3%増の7,908百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同31.3%増の5,655百万円と大幅な増収増益を実現した。通期計画に対する進捗率でも、売上高が70%超、各利益が80%超と高い水準に達している。

売上高は、物件の販売が好調であった「不動産事業」が大きく拡大した。特に、都内を中心に外資系ファンド等からの強い投資需要が続く開発流動化（自社開発ブランド「S-RESIDENCE」の販売）や再生流動化（既存の収益不動産等の再生・販売）の販売物件数が増加したことに加え、想定よりも高い価格で販売できたことが大幅な増収に寄与したようだ。また、安定収益源である「不動産賃貸事業」やホテル事業を中心とした「その他の事業」についても堅調に推移した。

利益面では、販売価格の上振れ等により売上原価率が大きく改善（前年同期比1.8ポイントの低下）した。一方、広告宣伝費（知名度向上を目的としたテレビCMやデジタルサイネージ等）や人件費（人員増のほか、好業績を背景としたベースアップや賞与水準の引き上げ等）の増加などにより販管費は拡大したものの、増収効果や売上原価率の改善により営業増益を実現。営業利益率も19.7%（前年同期は18.4%）に上昇した。

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 11 物件（想定売上高約 140 億円／取得価額約 49 億円）、収益不動産 15 物件（取得価額約 115 億円）を取得しており、今後の取得予定物件を含めて、おおむね計画どおりに進捗している。

財政状態は、保有物件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 7.0% 減の 154,859 百万円に縮小した。一方、自己資本は内部留保の積み増しにより同 12.3% 増の 43,797 百万円に拡大したことから、自己資本比率は 28.3%（前期末は 23.4%）に改善している。また、有利子負債も前期末比 14.1% 減の 98,560 百万円に縮小するとともに、そのうち長期負債の比率は 81.1% を占めており、財務の安全性に懸念はない。

2018年11月期上期決算の概要

（単位：百万円）

	17/11 期上期		18/11 期上期		増減		18/11 期		進捗率
	実績	売上比	実績	売上比		増減率	予想	売上比	
売上高	37,692		46,317		8,624	22.9%	64,000		72.4%
不動産事業	33,457	88.8%	41,869	90.4%	8,412	25.1%	54,300	84.8%	77.1%
不動産賃貸事業	3,537	9.4%	3,616	7.8%	78	2.2%	7,400	11.6%	48.9%
その他の事業	918	2.4%	946	2.0%	27	3.0%	2,600	4.1%	36.4%
調整額	-221	-	-115	-	105	-	-300	-	-
売上原価	28,206	74.8%	33,822	73.0%	5,616	19.9%	-	-	-
販管費	2,558	6.8%	3,382	7.3%	824	32.2%	-	-	-
営業利益	6,928	18.4%	9,112	19.7%	2,183	31.5%	11,000	17.2%	82.8%
不動産事業	7,137	21.3%	9,608	22.9%	2,470	34.6%	11,700	21.5%	82.1%
不動産賃貸事業	977	27.6%	1,046	28.9%	68	7.0%	2,300	31.1%	45.5%
その他の事業	155	16.9%	-42	-4.4%	-198	-	400	15.4%	-
調整額	-1,343	-	-1,500	-	-157	-	-3,400	-	-
経常利益	6,115	16.2%	7,908	17.1%	1,793	29.3%	8,900	13.9%	88.9%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	4,307	11.4%	5,655	12.2%	1,347	31.3%	6,500	10.2%	86.9%
不動産事業売上高の内訳	33,457		41,869		8,412	25.1%			
開発流動化	4,902		16,250		11,348	231.5%			
再生流動化	20,129		21,940		1,810	9.0%			
投資分譲	8,202		3,051		-5,150	-62.8%			
アセットマネジメント	154		620		465	300.6%			

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

業績動向

2018年5月末の財政状態

(単位：百万円)

	2017年11月末	2018年5月末	増減額	
流動資産	98,558	93,401	-5,157	
現金及び預金	25,857	32,811	6,953	
販売用不動産	37,059	28,056	-9,002	
仕掛販売用不動産	34,456	30,638	-3,818	
固定資産	67,797	61,387	-6,409	
有形固定資産	61,887	54,860	-7,026	
無形固定資産	140	160	20	
投資その他の資産	5,769	6,366	596	
総資産	166,449	154,859	-11,590	-7.0%
流動負債	39,182	26,830	-12,352	
短期借入金	11,883	3,237	-8,645	
1年内返済予定の長期借入金	18,795	15,371	-3,424	
固定負債	87,906	83,398	-4,507	
長期借入金	84,108	79,951	-4,157	
純資産	39,360	44,630	5,269	
負債純資産合計	166,449	154,859	-11,590	
有利子負債	114,787	98,560	-16,227	-14.1%
自己資本	39,017	43,797	4,780	12.3%
自己資本比率	23.4%	28.3%	4.9pt	

出所：決算短信、決算説明会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

売上高は前年同期比 25.1% 増の 41,869 百万円、セグメント利益は同 34.6% 増の 9,608 百万円と順調に拡大した。そのうち、「開発流動化」が「S-RESIDENCE」11 物件（前年同期は 3 物件）の売却により前年同期比 231.5% 増の 16,250 百万円と大きく伸長した。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。また、「再生流動化」も 39 物件※（前年同期は 19 物件）を売却したが、こちらは事業法人を中心とした販売等により利益面での貢献が大きかったようだ。そのうち SRR への供給は 24 物件となっている。一方、「投資分譲」が減収となっているのは、開発物件について一棟での購入ニーズが強く販売効率や採算性が高い「開発流動化」物件として売却していることが影響しており、両方を合算して評価するのが妥当であろう。また、「アセットマネジメント」が伸びているのは、前述した SRR への物件供給（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。

※ 販売した 39 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 21 物件、売却損益（特別損益）だけが計上される「有形固定資産」（固定資産）からの売却は 18 物件となっている。

利益面でも、販売価格の上振れのほか、外資系ファンドへの直接販売が増えたこと（販売効率の向上）によりセグメント利益率は 22.9%（前年同期は 21.3%）と改善し、大幅な増益を実現した。

業績動向

(2) 不動産賃貸事業

売上高は前年同期比 2.2% 増の 3,616 百万円、セグメント利益は同 7.0% 増の 1,046 百万円と堅調に推移した。保有物件の売却が順調に進んだことにより賃料収入は僅かな伸びにとどまったものの、収益不動産の取得のほうも順調に進んだこと*や稼働率も高い水準を維持したこと、大型商業施設「ピエリ守山」の業績の伸び（テナント売上の連動した賃料の上昇）などにより増収増益を確保した。

* 固定資産は 18 物件を売却した一方、15 物件を取得したことから期末の保有物件数は 82 物件（賃貸マンション 71、オフィスビル 2、商業・物流施設等 9）となっている。

(3) その他の事業

売上高は前年同期比 3.0% 増の 946 百万円、セグメント損失は 42 百万円（前年同期は 155 百万円の利益）と増収ながら減益となり、セグメント損失を計上した。売上高はホテル事業の伸びが増収に寄与。「センターホテル東京」は改修工事の実施に伴い稼働率が一旦低下したものの、前期に取得した「GOZAN HOTEL」（京都）が期初から寄与したことなどにより増収を確保した。また、2018年3月28日にオープンした「エスペリアホテル博多」（自社開発ホテル第1弾）も順調に立ち上がったようだ*。

* 現状では 85% 以上（計画は 75%）の稼働率を確保しているもよう。

一方、利益面では、「エスペリアホテル博多」の開業費用のほか、「センターホテル東京」の改修工事費用や進行中のホテル開発費用など、先行費用の拡大によりセグメント損失となった。

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、2017年竣工分が1棟（43戸）、2018年竣工分が5棟（435戸）となっているほか、現在仕入れを進めている2019年竣工分は10棟（893戸）、2020年竣工分は1棟（105戸）を既に確保しており、合計17棟（1,476戸）、販売予定価格では推定240億円が順調に積み上がっている。地域的には、首都圏5棟（東京2、神奈川1、千葉2）、関西5棟（大阪）のほか、愛知6棟（名古屋）、北海道1棟（札幌）となっている。

業績動向

「S-RESIDENCE」開発計画 (2018年5月末)

竣工年	物件名称/PJ名称	所在地	戸数
2017年	S-RESIDENCE 川崎貝塚	神奈川県川崎市	43
	合計 1棟		43
2018年	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2 II)	大阪市淀川区	90
	S-RESIDENCE 月島	東京都中央区	45
	S-RESIDENCE 蔵前	東京都台東区	28
	S-RESIDENCE 東区葵2丁目	名古屋市東区	95
	合計 5棟		435
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	180
	S-RESIDENCE 西区南堀江3丁目	大阪市西区	55
	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
	S-RESIDENCE 北区志賀本通	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 本郷3丁目	名古屋市名東区	77
	S-RESIDENCE 北区志賀本通1丁目・神明町	名古屋市北区	108
	S-RESIDENCE 旭ヶ丘	札幌市中央区	36
合計 10棟		893	
2020年	S-RESIDENCE 北区黒川本通2丁目	名古屋市北区	105
	合計 1棟		105
合計 17棟			1,476

出所：決算説明会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3棟(188戸)、2019年竣工分が11棟(575戸)、2020年竣工分が6棟(298戸)と合計21棟(1,157戸)、販売予定価格では推定250億円が進行しており、前述した「S-RESIDENCE」と合わせると38棟(2,633戸)、販売予定価格は推定390億円が積み上がっている。

業績動向

「投資用マンション」開発計画 (2018年5月末)

竣工年	物件名称/PJ名称	所在地	戸数
2017年	サムティ大阪 GRAND EAST II	大阪市東成区	96
	合計 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
	STAGE GRANDE 秋葉原	東京都台東区	53
	合計 3棟		188
2019年	西区本田1丁目	大阪市西区	140
	淀川区西中島4丁目	大阪市淀川区	54
	豊島区高田2丁目	東京都豊島区	36
	豊島区池袋本町1丁目	東京都豊島区	31
	中央区日本橋馬喰町1丁目	東京都中央区	35
	北区志茂2丁目	東京都北区	28
	台東区小島1丁目(東)	東京都台東区	34
	台東区小島1丁目(西)	東京都台東区	38
	西鎌田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
	練馬区旭町3丁目	東京都練馬区	61
合計 11棟		575	
2020年	台東区鳥越1丁目	東京都台東区	49
	台東区今戸2丁目	東京都台東区	49
	千代田区東神田2丁目	東京都千代田区	50
	港区芝5丁目	東京都港区	29
	台東区台東2丁目II	東京都台東区	74
	台東区蔵前2丁目	東京都台東区	47
合計 6棟		298	
合計 21棟		1,157	

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

活動実績

J-REIT 事業やホテル開発事業でも大きな進展

1. J-REIT 事業 (SRR) の進展

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をSRRのサブスポンサーとして迎え入れた^{※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。

活動実績

その結果、SRR は調達資金で 33 物件（そのうち、同社からは 24 物件を供給）を取得し、資産総額は 520 億円から 815 億円に拡大したほか、大和証券グループ本社の参画により今後の成長に向けて強力な後ろ楯（信用力の向上など）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（SRR への物件供給や運用及び管理業務の受託による手数料収入の拡大）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。

2. ホテル事業の拡大

ホテル開発第 1 弾としてかねてより開発を進めていた「エスペリアホテル博多」（福岡市博多区）が 2018 年 3 月 28 日にオープンした。JR・福岡市営地下鉄「博多駅」より徒歩約 3 分という利便性の優れた場所に立地しているうえ、快適さや安全性にも配慮しており、ビジネス層やインバウンドをメインターゲットとして順調に立ち上がったようだ。

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開発事業の拡大を成長戦略の 1 つに掲げており、この他にも全国の主要都市においてホテル開発を推進中（合計 5 棟）である。そのうち 1 棟（東京都中央区）は 2018 年中の開業を予定している。

ホテル開発計画

開業年度	PJ 名称（仮称）	所在地	室数
2018 年	日本橋中州ホテルプロジェクト	東京都中央区	114
	合計 1 棟		114
2019 年	西本町ホテルプロジェクト	大阪市西区	125
	中堂寺壬生川町ホテルプロジェクト	京都市下京区	165
	合計 2 棟		290
未定	油小路ホテルプロジェクト	京都市下京区	225
	名古屋駅前ホテルプロジェクト	名古屋市中村区	284
	合計 2 棟		509
合計 5 棟			913

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

また、2018 年 5 月 25 日にはビジネスホテル「SMART HOTEL kutchan」（北海道虻田群倶知安町）を取得した。JR「倶知安」駅より徒歩 1 分の場所にあり、4 つの大規模スキー場を擁する世界的にも著名なスキーリゾート「ニセコユニテッド」へは車で約 10 分のアクセスが可能な利便性に優れた場所に立地している。改装工事を実施し、既存客室に加え若年層やインバウンドをメインターゲットとしたゲストハウス区画を新設した。

■ 業績見通し

2018 年 11 月期の通期業績について期初予想を据え置き。 上期業績の進捗から判断して増額修正の可能性が高い

2018 年 11 月期の業績予想について同社は、期初予想を据え置き、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取っていることが理由である。また、2018 年 11 月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。

なお、上期業績が通期計画（期初予想）に対して高い進捗率となっているにもかかわらず、同社が期初予想を据え置いたのは、突発的な外部環境の変化の可能性や 2019 年 11 月期業績の見通しを含め、最終的な着地の水準を慎重に見定めていることが理由と考えられる。

弊社でも、上期実績のほか、好調な外部環境（不動産市況）や内部要因（パイプラインの積み上げ、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）の状況などを勘案すると、同社の業績予想は増額修正される可能性が高いとみており、今後の動向に注意する必要がある。

業績見通し

2018年11月期業績予想

(単位：百万円)

	17/11期		18/11期		増減	
	実績	売上比	予想	売上比	増減額	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	-
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、決算説明会資料よりフィスコ作成

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、EPS300円以上、ROE15%以上、ROA7%以上、自己資本比率30%以上を目指している。特に、売上高よりも利益成長を重視する方針である。

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

成長戦略

もっとも、足元業績が好調に推移してきたことにより、売上高目標を除けば、2018 年 11 月期にも 2 年前倒しで達成する可能性が高くなっており、極めて順調に進捗していると評価できる。

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、財務戦略として、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、2018 年 1 月の第三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、更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。

(2) 地方大都市圏における戦略的投資

5 年間における総投資額として約 3,000 億円（土地 + 建築費）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

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28日には「エスペリアホテル博多」がオープンした。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

利益成長及び配当性向の引き上げの両面で増配余地は大きい

同社は、株主に対する利益還元を経営の最重要課題の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、前期比5円増配の1株当たり52円(配当性向20.1%)を予定している。

同社は、配当性向30%を目指す計画であり、弊社では、今後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