

# サムティ

(3244・JASDAQ スタンダード)

2014年4月9日

## 資産拡大による積極的な業容拡大を志向

### ベーシックレポート

(株)ティー・アイ・ダヴリュ  
堀部 吉胤

#### 会社概要

所在地	大阪市淀川区
代表者	江口 和志
設立年月	1982/12
資本金	6,889 百万円 (2013/11/30 現在)
上場日	2007/07/31
URL	<a href="http://www.samty.co.jp/">http://www.samty.co.jp/</a>
業種	不動産業

#### 主要指標 2014/04/08 現在

株価	730 円
年初来高値	934 円 (14/01/06)
年初来安値	635 円 (14/02/04)
発行済株式数	21,275,800 株
売買単位	100 株
時価総額	15,531 百万円
予想配当 (会社)	18.0 円
予想EPS (アナリスト)	88.70 円
実績PBR	0.70 倍

#### 13/11 期は営業外に一過性の持分法投資利益を計上

13/11 期の営業利益は良好な物件売却環境を背景に 27.8 億円（前期比 60.3%増）と回復したが、収益不動産の売却を 20 億円弱先送りしたことを主因に期初計画を 7.1 億円下回った。滋賀県の大規模商業施設「ピエリ守山」に係わる匿名組合出資に関し、時価連結に際して評価益 9.2 億円を持分法投資利益に計上したため、経常利益は 20.9 億円（前期は 1.8 億円）と期初計画の 20 億円をクリア。昨年 5 月の公募増資で得た約 20 億円を活用し下期に収益不動産、開発用地の仕入れが進展した。



#### 14/11 期は良好な不動産投資市場を背景に売却益を拡大

14/11 期は引続き良好な物件売却環境を背景に、開発流動化、再生流動化、投資分譲のいずれもが拡大見込み。投資分譲では建築費高騰が懸念される所だが、販売会社への価格転嫁などにより利益率はむしろ 13/11 期から改善する見込み。会社予想の営業利益は 42 億円（前期比 50.8%増）と大幅増を見込む。前期の持分法投資利益の剥落を吸収し、経常利益段階でも 25.0 億円（同 19.5%増）と増益見込みだが、優先株式の普通株式への転換による希薄化のため EPS は小幅減少予想。

収益不動産（固定資産）は 100 億円の積み上げを目指す。物件の取得競争は一段と激化しており、利回りを確保するため地方のレジデンスや商業施設を中心に仕入れを進めている。

#### 意欲的な中長期経営計画を策定

昨年 10 月に中長期経営計画を策定。アベノミクスや東京五輪開催決定などにより不動産市場の先行きに対し強気な見方をしており、積極的な賃貸資産の積み上げにより安定収益の拡大を図るとともに、開発流動化、再生流動化の事業規模を拡大する方針。経常利益は 3 年後 45 億円、5 年後 70 億円、10 年後 170 億円を目指す。REIT 事業進出も模索。

業績動向	売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2013/11 実績	27,374	2.5 倍	2,785	60.3	2,091	11.3 倍	1,666	46.9	93.30
2014/11 会社予想 (2013 年 11 月発表)	26,000	-5.0	4,200	50.8	2,500	19.5	1,850	11.0	86.98
2014/11 アナリスト予想	26,300	-3.9	4,400	58.0	2,700	29.1	2,110	26.7	88.70
2015/11 アナリスト予想	29,900	13.7	5,100	15.9	3,400	25.9	2,350	11.4	98.79

(注) 4月1日に1:100の株式分割を実施。13/11期のEPSは遡及修正している。TIW予想EPSは優先株式の残りの転換の可能性を考慮。

## 会社概要

### 会社概要

#### ● 会社概要

大阪をはじめとする近畿圏が地盤の中堅不動産ディベロッパー。ストックビジネスの不動産賃貸事業（賃貸マンション、オフィス、商業施設、ホテルなど）をベースに安定性を確保しつつ、マンション分譲（主に投資用ワンルームマンションの卸販売）、不動産流動化（開発流動化及び再生流動化）といったフロービジネスで開発利益、転売益を追求。

近畿圏を中心に福岡、名古屋で事業展開してきた。2011年2月には東京支店を開設し、首都圏でも再生流動化事業、投資用ワンルームマンション分譲事業を開始したほか、北海道など地方へも進出し、事業エリアの拡大を図っている。

開発流動化の出口戦略の一環として、キャピタランド・ジャパンと資本・業務提携をしている。キャピタランドはシンガポールの政府系総合不動産会社でアジア最大級。

2007年後半から米サブプライムローン問題が深刻化し、不動産の流動性が枯渇する中、開発物件が出口を失い、バランスシートに抱え込むことになり、不動産価格下落により資産内容が悪化。08/11期に抜本的な財務リストラを実施し、棚卸資産評価損、減損損失、SPC出資評価損など63.9億円を特損に計上。同時に早期の売却が困難になった販売用不動産112億円を固定資産に振り替えた。大幅な純損失になったことからコベナンツ（財務制限条項）に抵触。08/11期決算において継続企業の前提に関する疑義の注記が付されたが、09/11期2Q累計（12-5月）決算において11.1億円の純利益を計上したことから注記は外れた。多くの新興ディベロッパーが破綻していった中、安定的な賃料収入が支えとなり金融危機を乗り越えた。

金融機関の不動産融資の厳格姿勢が続いていたことに対応し、2010年7月に販売用不動産及び賃貸用不動産の取得を資金用途としてマイルストーン・キャピタル・マネジメントに対する新株予約権の第三者割当増資を実施したほか（当初行使価格28,000円で2012年3月までに全て行使され、総額9.1億円を調達）、同年9月には大阪ガス（9532）の100%子会社のオージーキャピタルに対し、3,529株（約1億円）の第三者割当増資を実施。これらにより資本増強、信用補完を図った。

資金調達の一環として、固定資産の売却も行ってきた結果、賃貸収入（販売用不動産の保有期間中の賃料収入を含む）は、09/11期の52.3億円をピークに漸減傾向となり、11/11期には43.3億円まで減少したが、資金調達環境の改善に伴い賃貸資産の減少が止まり、賃貸収入は底打ち反転に向かいつつある。

## 会社概要

### 経営者

#### ● 経営者

創業者メンバーの一人で筆頭株主でもある森山 茂氏は、2012年2月28日に代表取締役社長を退き会長に就任。米サブプライムローンの深刻化、リーマンショックを受けた信用収縮により経営危機に陥ったが、バランスシートのリストラの推進、金融市場の落ち着きにより経営の安定性を取り戻し、復配も果たしたことから、より俯瞰的な立場から経営に関わることになった。

森山氏の後任の社長には常務の江口 和志氏が就任。江口氏は森山氏と同じく、(株)地産(2002年に会社更生法適用を申請)出身で、ほぼ創業当初からのメンバー。サムティでは投資用ワンルームマンションの開発・販売(販売会社との折衝)で実績を上げ、常務時代は、不動産事業部、賃貸事業部、東京支店を担当し、主に物件の仕入れ・販売を統括してきた。

### 設立経緯

#### ● 設立経緯

(株)地産で営業職を約10年勤めた森山 茂氏(現会長)、同じく(株)地産で経理職だった松下 一郎氏(現副会長)、総務職だった谷口 清春氏の3人がスピンアウトして設立。社名のサムティ(SAMTY)は3氏の氏名の頭文字を組み合わせたもの。

### 企業理念

#### ● 企業理念

～倫理、情熱、挑戦 そして夢の実現～

### コーポレートアクション

#### ● 最近のコーポレートアクション(今後の予定を含む)

- 2012年7月5日: Samty Holdings Co., Ltd. に対して、18億円の第三者割当によるA種優先株式を発行。
- 2013年5月29日: 公募増資を実施し、約20億円を調達。
- 2014年1月8日: Samty Holdings Co., Ltd. の保有するA種優先株式18億円のうち半分9億円が普通株式に転換(2013年11月30日から転換可能だった。転換された普通株式は既に市場で売却済み)。
- 2014年4月1日: 1:100の株式分割実施。合わせて、単元株式数を1株から100株に変更。
- 2014年6月30日: Samty Holdings Co., Ltd. の保有するA種優先株式18億円のうち残り半分9億円が普通株式に転換可能になる。転換価格は358.2円。14/11期末までに普通株式に転換される可能性が高いため、表記のTIW予想EPSは転換によって増加する約251万株の希薄化を考慮して算出(会社予想EPSはこの希薄化の可能性は考慮されていない)。

# 会社概要

## 沿革

## 沿革

### ● 沿革

1982年	12月	サムティ開発（株）として大阪市東淀川区に設立
1983年	1月	分譲マンションの販売受託を開始（注1）
1984年	10月	投資用マンションの1棟販売を開始（注2）
1991年	5月	ファミリー向け分譲マンションの販売を開始
2001年	5月	投資用分譲マンション「サムティ」シリーズの販売を開始
2002年	9月	不動産流動化事業を開始し、近畿財務局受付第1号となる不動産証券化を実施（注3）
2004年	4月	関西特化型不動産ファンド「サムティ・レジデンシャル・ファンド」を組成
2005年	3月	不動産ファンド向け賃貸マンション「S-RESIDENCE」シリーズの開発を開始
	6月	商号をサムティ（株）に変更
2006年	8月	ビジネスホテルを保有・運営する（株）サン・トーア（現連結子会社）の株式を取得
	11月	キャピタランド・ジャパン（株）と共同投資事業契約を締結
2007年	7月	大証ヘラクレス（現JASDAQ）上場
2011年	2月	東京都中央区に東京支店を開設
2012年	3月	既存の管理会社を買収し、サムティ管理として事業開始
	6月	福岡支店を開設
	11月	燦アセットマネジメント（現サムティアセットマネジメント）の株式を取得し、完全子会社化

（出所）有価証券報告書、会社資料

（注1）近畿日本鉄道（9041）の分譲マンションの販売受託からスタート。

（注2）当時は区分所有マンションを投資用として販売するという概念がなく、自社開発の小規模賃貸マンションを富裕層に1棟売りしていた。

（注3）自社保有の賃貸マンション4棟、25億円を流動化した。

# 会社概要

## 大株主

### ● 大株主（2013年11月末現在）

	株主	所有株式数 (株)	所有比率 (%)
1	森山 茂	37,187	19.31
2	松下 一郎	25,687	13.34
3	(有) 剛ビル	9,500	4.93
4	江口 和志	7,687	3.99
5	UBS AG ロンドン アジア エクイティーズ	5,601	2.90
6	笠城 秀彬	5,052	2.62
7	Samty Holdings Co., Ltd	5,000	2.59
8	日本トラスティ・サービス信託銀行（信託口）	4,234	2.19
9	(株) オージーキャピタル	3,529	1.83
10	森山 純子	3,250	1.68
	上位10位合計	106,727	55.45

(出所) 有価証券報告書

(注) 4月1日の1:100の株式分割を考慮していない。

1位の森山 茂氏は代表取締役会長、2位の松下 一郎氏は代表取締役副会長、4位の江口 和志氏は代表取締役社長。

6位の個人株主と当社の事業上の関係はない。10位の森山 純子氏は森山 茂氏の配偶者。

3位の(有)剛ビルは森山 茂氏の資産管理会社。

9位のオージーキャピタルは大阪ガスの100%子会社。

7位のSamty Holdings Co., Ltd. (マイルストーンターンアラウンドメントが単独出資しているいわゆるファンド)の保有は議決権のあるA種優先株式。半分の2,500株は1月に普通株式に転換され、大量保有報告書によると既に全株売却されている。

## バンクフォーメーション

### ● バンクフォーメーション

メインバンクはなく、主要取引行は、三井住友銀行、りそな銀行、三菱東京UFJ銀行、みずほ銀行、関西アーバン銀行など。

## 事業概要

### 事業の内容

#### ● 事業の内容

不動産事業、不動産賃貸事業、その他事業の3セグメント体制。09/11期まで不動産事業は不動産流動化事業と不動産分譲事業に分かれていたが、リーマンショック後、不動産流動化事業を大幅に縮小したことから統合された。

2010年半ば頃から資金調達環境が改善するにつれ不動産流動化事業を再拡大している。また、業容拡大に向け、現在、キャピタランドとサービスアパートメントの共同開発を企画しているほか、2012年11月に燦キャピタルマネージメント(2134)から燦アセットマネージメント(現サムティアセットマネージメント)を買収し、外部投資家の資金の活用による投資機会の拡大を模索している。

事業エリアは、地盤の近畿圏を中心に福岡、名古屋に展開。2011年2月に東京支店を開設し、東京での事業を開始したほか、北海道にも進出するなど事業エリアを拡大中。14/11期に札幌支店、名古屋支店を開設予定。

### 部門別事業内容

#### ● 部門別事業内容

##### ▶ 不動産事業

以下の4つのサブセグメントに細分される。

##### ① 投資分譲

投資用マンション(通常100戸未満)の企画開発を行う。戸当り専有面積は25~35㎡。自前の販売部隊を持たず、販売業者に卸販売をしており(1棟を複数の販売業者に分けて販売することが多い)、最終投資家の個人等への直販は行っていない。リーマンショック前後から用地仕入れを休止していたが、金融環境の落ち着きとともに2010年5月頃から用地仕入れを本格的に再開。大阪中心に展開しているが、2011年2月に東京支店を開設し、東京でも事業展開している。

##### ② 住宅分譲

一次取得者向けのファミリータイプマンションの企画開発を行う。マンションブランドは「アンビエント」。販売業者に販売委託をし、直販は行わない。事業機会のある場合は、宅地及び戸建分譲を行う場合もある。

ファンドバブルによる地価高騰を受け、2006年を最後に新たなファミリータイプマンション用地の仕入れは行っていない。現在継続中の事業は、2010年4月に販売を開始した「アンビエントガーデン彦根」(81区画の宅地分譲)のみ。本件は当社単独による住友大阪セメント彦根工場跡地の再開事業で商業施設との複合開発。13/11期の本事業の売上高2.6億円はこの「アンビエントガーデン彦根」によるもので、残りの区画はわずかとみられる。

現在、実質休止中の事業であり、今後もファミリータイプのマンションの開発を再開する予定はない。

## 事業概要

### ③ ソリューション

開発流動化と再生流動化（短期の買取再販）にさらに細分される。開発流動化では1棟当り100戸超（概ね20億円超）の賃貸マンション（マンションブランドは「S-RESIDENCE」）を企画開発し、キャピタランドや私募ファンド、REITなどに1棟売りしてきた。①の投資分譲とは、規模や販売先が異なるが、事業内容として大きな差はない。リーマンショック以降、開発資金の調達が多かったため新規の開発は休止していたが、資金調達環境の改善を受け、開発を再開。尚、賃貸マンションの開発に関しては、資本業務提携先のキャピタランド・ジャパンとの間にパイプライン契約があり、毎年200億円に達するまでキャピタランド・ジャパンに優先交渉権がある（ただし、近年は取得していない）。

再生流動化では、既存の収益不動産を取得し、リニューアル、稼働率改善などバリューアップを図った後、売却する。保有期間中の賃貸収入と転売益が収益となる（賃貸収入は不動産賃貸事業に計上）。

### ④ アセットマネジメント

2012年11月に買収した燦キャピタルマネージメント（現サムティアセットマネジメント）を通じて、私募ファンドの運用を行う。AM（アセットマネジメント）フィーなど各種フィーのほか、ファンドへのエクイティ出資からの配当が収入となる。2004年4月に「サムティ・レジデンシャル・ファンド」を組成したのを皮切りにAM事業を開始したが、2007年9月の金融商品取引法の施行により、投資運用業者の登録が必要となりコンプライアンスや内部監査体制の整備が求められることになったため、運用していた2~3のファンドのAMを燦キャピタルマネージメントに委託し、撤退した経緯がある。燦キャピタルマネージメントの運用ファンドは、当社から委託している2~3のファンドを含め20弱のもよう。AUM（運用資産残高）は非開示。100億円未満とみられる。将来的にはREIT事業への進出も視野に入れている。

#### ▶ 不動産賃貸事業

マンション、オフィスビル、商業施設、物流施設、リゾートホテル（「天橋立ホテル」）、駐車場等を保有、賃貸している。一部、サブリースも行っている。大型の収益不動産の取得・保有については、SPC（特別目的会社）を活用（SPCは全て連結している）。13/11期末の固定資産は538億円。

子会社のサムティ管理において、賃貸マンション等の管理の受託業務を行っている。

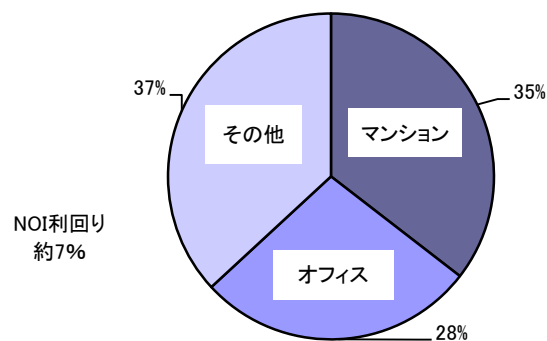
年間の売上高（ほとんどが賃貸収入）は13/11期で51.4億円。販売用不動産の保有期間の賃料も含まれている。投資用マンションも原則、リーシングしてから卸販売するため、若干の賃料が計上されている。

## 事業概要

賃貸資産は、マンション、オフィス、その他に分散されている。賃貸マンションや、契約期間の長い商業施設、物流施設など稼働率、賃料の安定性の高い物件のウエイトが高く、景気の影響を受けやすいオフィスのウエイトが限定的なため安定的なポートフォリオになっている。

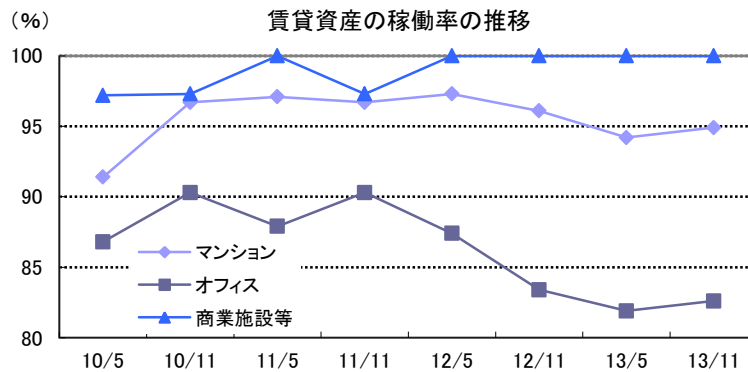
オフィスの稼働率は下図のようにかなり低いが、バリューアップの余地の大きい低稼働率の物件を取得することによって低下している面もある。

賃貸資産の内訳(13/11期の賃料ベース)



(出所) 有価証券報告書、会社ヒアリング

(注) その他は、商業施設、物流施設、ホテルなど



(出所) 会社資料

### ➤ その他事業

100%子会社のサン・トーアを通じ、「センターホテル東京」(中央区日本橋、客室数 107 室)、「センターホテル大阪」(大阪市中央区北浜、客室数 84 室)の 2 棟のビジネスホテルを所有し、運営を行っている。

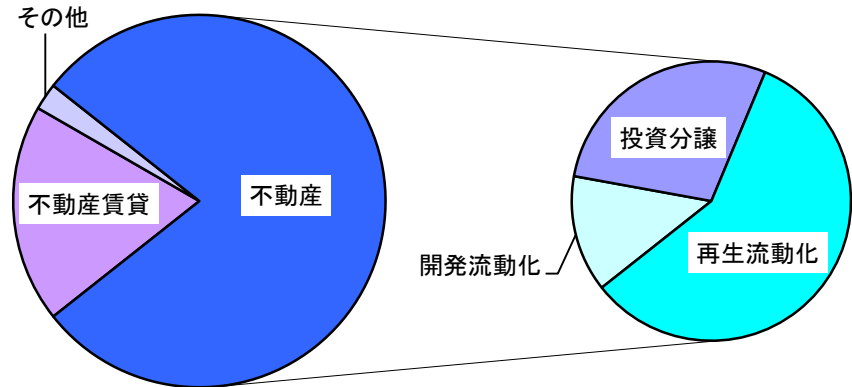
サムティ管理において、分譲マンション管理(当社分譲物件ではなく、外部の物件)及び建設リフォームを行っている。分譲マンション管理棟数は 13/11 期末で 66 棟。



# 事業概要

## 売上構成

### ● 売上構成（13/11 期）



（出所）決算短信、有価証券報告書をもとにTIW作成  
 （注）再生流動化にはアセットマネジメントを含む  
 投資分譲には住宅分譲を含む

## 収益構造

### ● 収益構造

自前の販売部隊を持たないため 13/11 期末の従業員数は単体で 74 人（前期末比 1 人減）、連結で 116 人（同 4 人減）と少なく、固定費は抑制されている。結果、安定的な賃貸収入で販管費と支払利息をほぼカバーできている。

## 財務分析

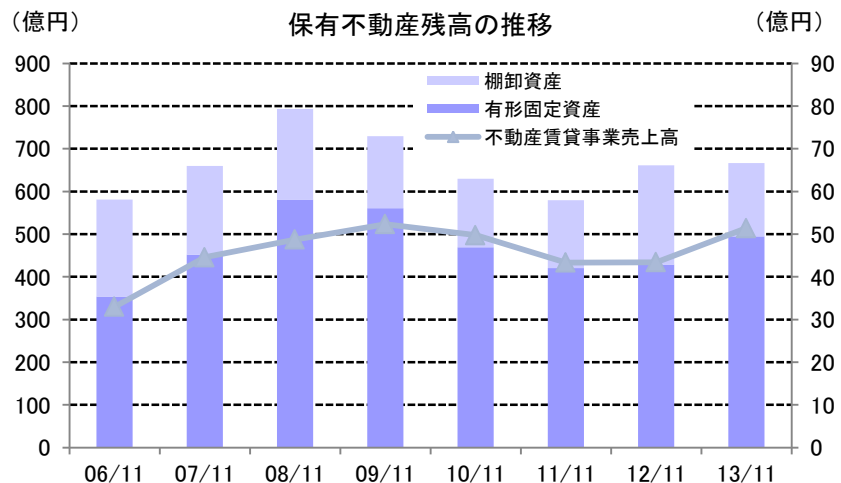
金融環境の好転を  
背景に資産は再拡大へ

米サブプライムローン問題の深刻化、リーマンショックを受けた資金調達環境の悪化による不動産価格下落に対応し、08/11 期末に棚卸資産に関する低価法を早期適用し、棚卸資産評価損 49.4 億円、減損損失 2.8 億円、SPC 出資評価損 4.6 億円を計上し、財務体質の健全化を図った。合わせて、不動産の流動性低下に対応し、販売用不動産から固定資産に 112 億円を振替えた。

その後も厳しい資金調達環境が続いたため、固定資産の売却を中心に資産の圧縮、有利子負債の削減を進めてきた。また、販売用不動産の入替も進み、資産内容は改善している。

資金調達環境の改善を受け、漸減傾向にあった賃貸収入の反転拡大を図るべく、12/11 期から資産再拡大方針に転じた。13/11 期は、棚卸資産が大型物件の売却の進展により減少したが、固定資産は減少傾向から増加に転じた。

デットの調達環境が非常に良好なため、積極投資を行っていく方針であり、14/11 期は賃貸資産の入替を進めつつ固定資産を 100 億円積み上げる予定。



(出所) 決算短信をもとにTIW作成

(注) 08/11 期末に減損処理及び棚卸資産から固定資産への112億円の振替を実施

賃貸等不動産の含  
み益は増加に転じ  
た

13/11 期末の賃貸等不動産の含み益は 21.7 億円（前期末比 5.9 億円増）。13/11 期の物件入替に伴う売却損益は 2.6 億円（売却資産の簿価は 27.1 億円）と売却による含み益の減少が限定的だった中、キャップレートの低下、減価償却の進展により、減少傾向だった含み益が増加に転じた。尚、13/11 期は棚卸資産と固定資産の間で振替はなかった。

含み益を税引後で自己資本に加味した NAV（純資産価値）は、1 株当りで 993 円と計算される（優先株式が全て普通株式に転換された場合の希薄化を考慮している）。

# 財務分析

## 賃貸等不動産の含み損益

(単位)百万円、%

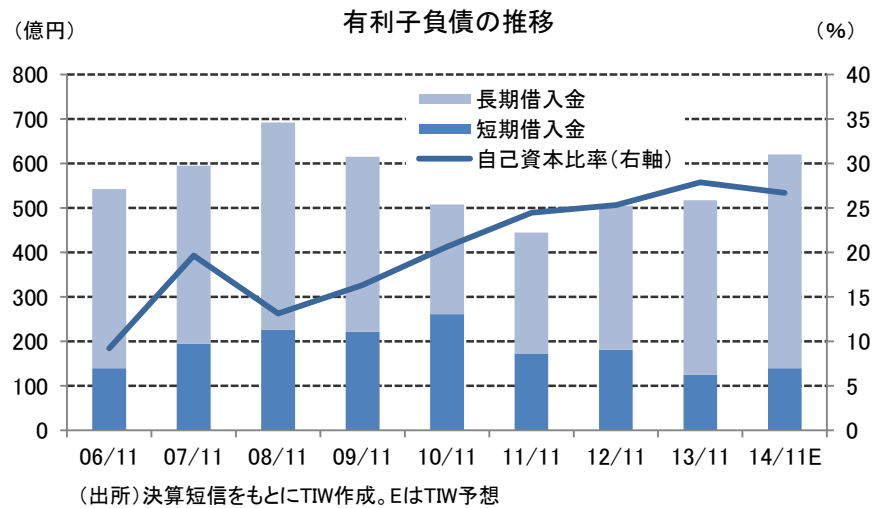
	簿価	時価	含み損益	含み益の対簿価比
10/11期末	44,504	48,163	3,659	8.2
11/11期末	39,280	42,336	3,056	7.8
12/11期末	40,607	42,190	1,583	3.9
13/11期末	47,482	49,660	2,178	4.6

(出所)決算短信をもとにTIW作成

### 自己資本比率は着実に改善

08/11 期末に財務リストラを行い、45.2 億円の純損失となった結果、自己資本比率は 13.1% (前期末比 6.5pt 減) と低下したが、その後の資産圧縮、期間利益の積み上げ、ワラントの行使、優先株式の発行、公募増資などにより、資産を拡大させながらも 13/11 期末には 27.9% (前期末比 2.6pt 増) まで改善した。

14/11 期は固定資産の積み増しを 100 億円計画するなど、積極的な仕入れを行う方針であり、有利子負債は増加する見込みだが、期間利益の積み上げにより自己資本比率は若干の低下にとどまろう。また、良好な金融環境を受けリファイナンス時の借入金利は低下しており、支払利息は横ばいにとどまろう。



昨年からの REIT の  
活発な PO、物件取  
得が継続

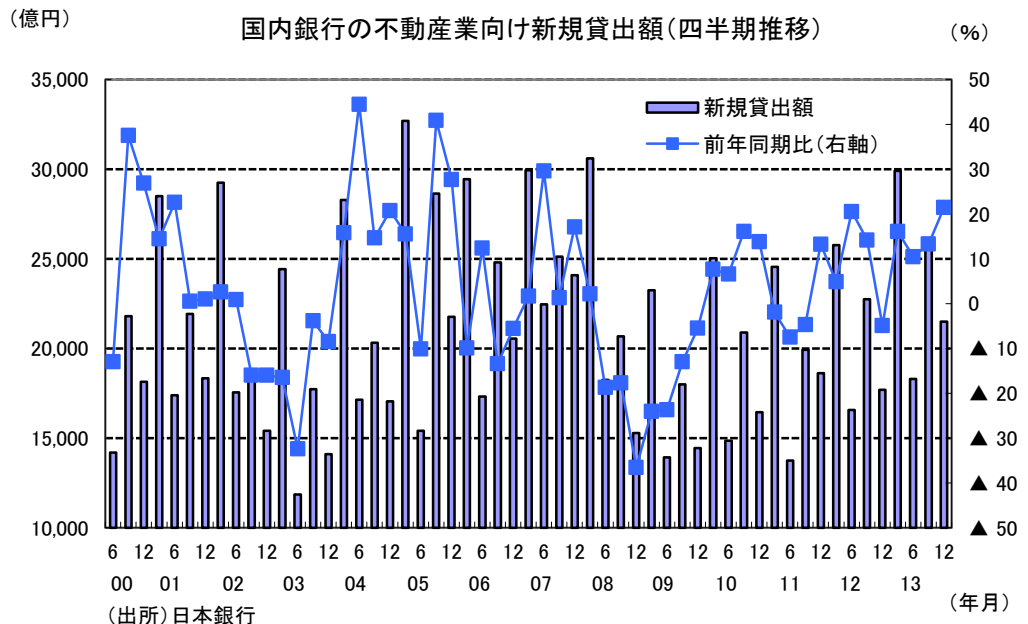
● 経営環境解説

➤ 不動産投資市場

不動産投資市場は、デット、エクイティ両面の良好な資金調達環境を背景に非常に活発。金融機関は不動産融資の積極姿勢を強め、借入期間、LTV(Loan to Value：物件価値に対する借入の比率)、スプレッドなどの借入条件は一段と緩和している。J-REIT 市場では、2012 年末から金融緩和期待や景気回復期待を受け東証 REIT 指数が急騰したことを背景に、2013 年は PO や IPO のラッシュとなり、同年の資産取得額は、過去最高の 2 兆 2,268 億円（前年比 2.8 倍）と急伸し、引続き不動産投資市場で圧倒的な存在感を示した。取得したアセットタイプは、IPO に絡んで物流施設、商業施設の取得が多かったが、今後賃料のアップサイドが期待できるオフィスも次いで多かった。

今年に入って米金融緩和の縮小、中国など新興国の景気減速、ウクライナ問題の発生などを受け、株式市場は軟調な展開となっているのに対し、東証 REIT 指数は底堅く推移している。2 月こそ PO、IPO の発表がなく、REIT の物件取得は 502 億円と一服したが、3 月は 4 銘柄の PO、1 銘柄の IPO 発表があり、基調としては活発な PO、それに伴う物件取得が続いている。

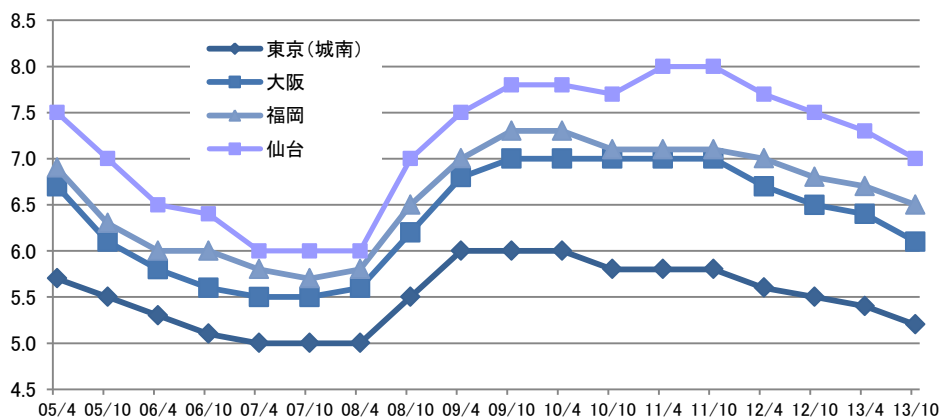
上場 REIT 以外でも私募 REIT、私募ファンド、ディベロッパー、事業会社、個人富裕層とも物件取得意欲は非常に旺盛で、プレーヤーも増加している。世界的に金利が上昇する中、日本は 3%程度と大きなポジティブ・イールドスプレッドがあり、賃料の上昇期待もあることから、様子見姿勢の強かった海外投資家も本格的に動き出してきた。



取得競争は一段と熾烈で、キャップレートは低下傾向

需要が盛り上がる一方、物件の供給は少ない状況が続いており、物件の取得競争は熾烈を極めていいる。このためアセットタイプにかかわらず、キャップレートは低下傾向が続き、不動産価格は上昇基調。優良物件の供給が少ないのは、円高是正などにより企業業績が持ち直し、これに伴い製造業の財務リストラのための物件売却が昨年3月までに概ね一巡したことなどによる。取得競争の激化は東京都心部にとどまらず、東京周辺部、地方にも波及している。

(%) 賃貸住宅(ワンルーム)のキャップレートの推移



(出所)一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」  
(注)期待利回りベース

需要は堅調だが、用地価格や建築費の上昇が懸念材料

➤ 投資用マンション市場

新築の投資用ワンルームマンションの販売環境は、リーマンショック後も超低金利の継続や公的年金への不信などから堅調だった。アベノミクス以降は用地価格や労務逼迫による建築コストの上昇を受け販売価格が上昇気味となっており、利回り商品としての魅力は低下しているが、不動産価格の先高観、株高による資産効果、相続税の課税強化決定を受けた相続税対策などから好調を持続している。

供給面では、用地取得難に加え、建築費高騰から着工を見送る動きもあり、供給は低水準で推移。販売は好調なため在庫不足になっている。用地取得難、建築費の上昇は続きそうなため、供給がさらに細る可能性が高く、在庫不足、販売価格上昇の傾向は今後も続くだろう。販売会社は品不足に苦しんでおり、ディベロッパーは卸価格を上げやすい状況にあるといえる。

## 業 績

好調な物件売却などにより、13/11期は大幅増収増益

### ● 13/11 期業績解説

13/11 期業績は、売上高 273 億円（前期比 2.5 倍）、営業利益 27.8 億円（同 60.3%増）、経常利益 20.9 億円（同 11.3 倍）、純利益 16.6 億円（同 46.9%増）。12/11 期に予定していた大阪の大型商業施設 2 物件の売却の期ずれ約 60 億円もあり、大幅増収増益となった。概ね 3Q 累計（12-8 月）決算発表時の業績予想修正に沿った着地。

期初会社予想に対しては、売上高は 33.7 億円上回ったものの、営業利益は 7.1 億円下回った。経常利益は 0.9 億円の上振れ、純利益は 1.6 億円の上振れとちぐはぐな動きとなった。

売上高の上振れは、上記の大型商業施設の期ずれのうち 1 件約 45 億円については 14/11 期の売却を想定し期初計画に織り込んでいなかったことによる。同物件はリーマンショック前に用地を取得した高簿価物件だったため、原価回収にとどまり、利益寄与はなかった。

営業利益の下振れは、物件売却を 20 億円弱先送りしたことによるもの。下記のように期初に想定していなかった営業外収益が見込めるようになったことや、物件価格の先高観から、売却を急がなかったとみられる。

ピエリ守山に係る匿名組合出資の評価益 9.2 億円を営業外に計上

営業利益の下振れを挽回し、経常利益では逆に期初予想を若干上回ったのは、営業外収益に持分法投資利益 9.2 億円を計上したため。これは、滋賀県守山市の琵琶湖岸に所在する大型商業施設「ピエリ守山」を保有・運営する合同会社アンビエントガーデン守山を営業者とした匿名組合への出資に関し、当合同会社を持分法適用関連会社として連結する際に時価評価し、評価益を認識したことによるもの。

「ピエリ守山」は旧大和システムの開発により 2008 年に開業したが、時を同じくしてリーマンショックが発生したことや近隣商業施設との競合激化を受け約 200 あった専門店が激減、「明るい廃墟」「生ける廃墟」と地元で揶揄されるまでになっていた（大和システムは 2010 年 10 月に民事再生法適用申請に至った）。こうした状況の中、大型商業施設として再生させることを企図し、当社と資本業務提携しているマイルストーンアライアメントと共同で昨年 8 月に匿名組合出資した。当社の出資比率は 50% 弱で、出資額は数億円のもよう。2 月末で全面リニューアルに入り、今秋～来春のオープンを目指している。長期保有方針かバリュアアップ後に売却方針かは明らかにしていない。連結時の時価評価の際にバリュアアップはかなり織り込まれたと考えられるため、売却する場合、売却益は限定的と考える。

下期の不動産事業の営業利益は、物件売却の先送りにより余り伸びず

セグメントで牽引したのは、不動産事業で、売上高 216 億円（前期比 3.6 倍）、営業利益 19.0 億円（同 2.5 倍）。同セグメントの上期と下期の売上高は、概ね同水準だったが、営業利益は上期に 16.3 億円とほとんどを稼いだ。

上期には大阪の大型賃貸マンション「S-RESIDENCE」2 棟を 26 億円で売却。リーマンショック前後から開発がストップしていたため開発流動化案件の売上計上は 4 期ぶりとなる。用地価格や建築費の本格上昇前に開発した案件のため高採算だったとみられる。

再生流動化案件は通期で 123 億円（前期比 4.5 倍）と先述の通り 12/11 期からの期ずれが約 60 億円あったため急伸。期ずれの大型商業施設 2 物件は下期の売却であり、下期の再生流動化案件の売却はこの 2 件以外はほとんどなかった。上期の売却は賃貸マンションが中心だった。

投資用マンションの計上戸数は通期で 477 戸（同 261 戸増）と大幅増となり、売上高は 60.6 億円（同 2.0 倍）と急増した。建築費上昇で営業利益率は前期比 1~2pt 低下したもよう。

保有資産からの賃料収入は前期比微減になったもよう

不動産賃貸事業は、売上高 51.4 億円（前期比 18.4%増）、営業利益 21.8 億円（同 2.2%増）。大幅増収となった主因は、サブリースや子会社のサムティ管理における管理棟数の増加に伴う管理収入の増加など。これにより売上高は期初計画の 49 億円を上回った。保有資産からの賃料収入は、物件売却が上期から順調に進捗したのに対し、物件取得が下期に偏ったことから、前期比微減だったとみられる。サブリースやサムティ管理の管理事業の収益性は低いいため、営業利益の伸びは小幅にとどまった。

その他事業は、売上高 8.3 億円（前期比 34.8%増）、営業利益 1.0 億円（同 13.8%増）。大幅増収となった主因は、サムティ管理で行っている建設リフォーム業が消費増税の駆け込み需要もあり好調だったため。ただし、収益性は低い。主力のホテル事業は高稼働が続き好調。

エクイティ出資も含め積極的に固定資産を積み上げた

昨年 5 月に公募増資により約 20 億円を調達（詳細は昨年 9 月 9 日付アップデートレポート参照）。この資金も活用し、下期から積極的な物件取得、開発用地の取得を行った。固定資産としては、通期で 10 物件 96 億円を取得（売却は 9 物件 27 億円）したほか、先述のピエリ守山をはじめとする匿名組合等へのエクイティ出資を 25 億円行った。

棚卸資産としての収益不動産の取得は 5 物件 22 億円とやや低調だったが、開発用地の取得は 15 件（東京 7 件、大阪・神戸 8 件）、48 億円と順調だった。棟数では東京と大阪が拮抗しているが、戸数ベースでは大阪が東京の 2~3 倍のもよう。

大阪・神戸の8件の中には、「S-RESIDENCE」となる大型物件も含まれているとみられる（開発流動化に分類される「S-RESIDENCE」と投資用マンションとの境界は曖昧）。用地取得競争が激化する中、当社は強みを持つ大阪でのリーシング力を生かし、比較的競争が少ない大阪の大型レジデンス用地の取得に注力している。

繰越欠損金は解消された

固定資産の売却に伴い特別利益に売却益を4.3億円、売却損を1.6億円計上。良好な売却環境の中、売却損が出ているのは、土地・建物からなる複合不動産について、土地・建物全体では売却益となっても、会計処理上、土地、建物のいずれかで売却損が出ているケースがあるためようだ。

実効税率が低めになったのは、繰越欠損金が若干残っていたため。13/11期で繰越欠損金は解消され、14/11期から税負担は完全に正常化する。

不動産事業が牽引し、大幅営業増益見込み

● 14/11期業績予想

14/11期会社業績予想は、売上高260億円（前期比5.0%減）、営業利益42億円（同50.8%増）、経常利益25億円（同19.5%増）、純利益18.5億円（同11.0%増）。先述のように13/11期に約45億円の大型商業施設の売却があった反動で小幅減収予想ながら、この物件については利益には中立。

販管費は、札幌支店、名古屋支店の開設、人員増を予定していることから28億円（前期比2.6億円増）程度に増加しそうとしているが、不動産事業が牽引し、大幅営業増益を見込む。サブセグメントの開発流動化、再生流動化、投資分譲のいずれにおいても増益を見込んでいるもよう。

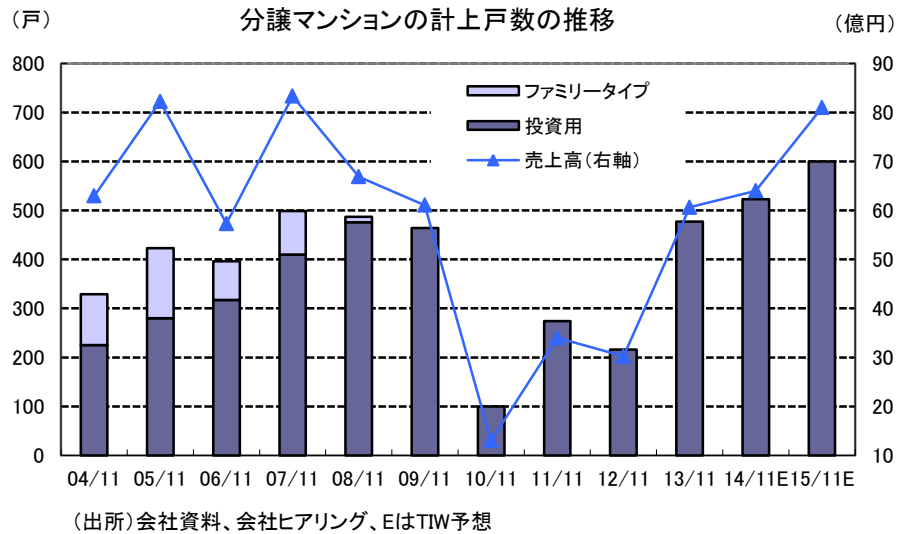
開発流動化では、「S-RESIDENCE」は前期より1棟多い3棟、約50億円の売却を見込んでいる。1棟は前期に竣工済みで、2棟は4Q（9-11月）に竣工予定。再生流動化は前期からの期ずれを含め9棟、80億円程度の売却を想定している。前期のような大型低採算案件はなく、売却環境が一段と良好なことから利益率は大幅に好転する見込み。

建築費高騰は、価格転嫁などで吸収できる見込み

投資用マンションの計上戸数は523戸（前期比46戸増）を見込む。用地価格や建築費の上昇が続いているが、営業利益率は逆に前期比1~2pt改善し、巡航ベースとする17%を概ね確保できる見込み。比較的安く用地を取得できた物件があることに加え、建築費高騰への対策として、①容積率を限度まで使わず階数を低くすることで工期を短縮する、②リーシングの際、賃料を引上げ、利回りの維持・向上に努めることにより、用地価格、建築費の上昇分の販売会社への価格転嫁を図る、などを行っていることによる。



# 業 績



物件取得は、これまでのところ順調に推移

不動産賃貸事業では、大型商業施設（固定資産）の売却を予定しているようだが、固定資産をネットで100億円積み上げることで、小幅営業増益を見込んでいる。

14/11期に入って、これまでのところ、「リベール山王」（名古屋の賃貸マンション、総戸数230戸）、「サムティシャルム博多A館・B館」（店舗付賃貸マンション、総戸数70戸）、「水戸サウスタワー」（大型商業施設、キータントはヤマダ電機）、「サムティ長崎大学病院前」（賃貸マンション、総戸数110戸）を取得したとリリースされている。利回りを重視し、取得競争が激しいオフィスを避け、地方の商業施設、賃貸マンションを積極的に取得している。取得金額では「水戸サウスタワー」が大きく、これら公表されている収益不動産の取得金額の合計は約90億円とTIWでは推測している。「水戸サウスタワー」は棚卸資産として取得したようだが、物件取得は順調といえる。

さらなる物件取得に向け、3月末に三井住友銀行など3行と総額30億円のシンジケートローン契約を好条件で締結した。

営業外では前期の一過性の持分法投資利益が剥落

営業外損益では、前期の「ピエリ守山」に係る持分法投資利益9.2億円が剥落する。「ピエリ守山」に関しては、リニューアル費用の支出に伴い、今期は逆に持分法投資損失が数千万円発生するとみられる。固定資産をネットで100億円積み増す計画のため、これに伴い借入金が増加するだろうが、借入金利の低下により支払利息は概ね横ばいととどまるだろう。

希薄化によりEPSは減少予想

特別損益には、大型商業施設など固定資産の売却益をネットで7億円程度見込んでいると推測される。税負担は正常化する。会社予想EPSが前期比減少予想なのは、A種優先株式9億円の普通株式への転換による希薄化のため。

15/11 期業績も  
堅調に推移しよう

● 15/11 期業績予想

15/11 期業績は増益率が鈍化するものの堅調に推移すると予想する。不動産事業では「S-RESIDENCE」の竣工が3棟予定されているようであり、14/11期並みかそれ以上の売上高となろう。投資用マンションの計上戸数は、600戸程度にさらに増加する見通しで、単価アップも見込めよう。再生流動化は今後の仕入れ動向にもよるが、良好な金融環境を背景に堅調に推移しよう。

不動産賃貸事業では、引続き収益不動産の積み上げを100億円程度目指すとみられ、小幅増益が見込めよう。

営業外では、「ピエリ守山」の保有を続けた場合、持分法投資損益がプラスに転じるとみられるが、まだこの期への寄与は数千万円にとどまるとみられる。収益不動産の積み上げに伴い借入金は増加するが、リファイナンス時の金利引下げ余地が残っているため、支払利息は微増にとどまるとみる。

特別利益には、固定資産の入替に伴う売却益が発生するだろうが、表記TIW予想では14/11期よりも控え目にみた。

● 16/11 期以降の業績見通し

昨年10月15日の13/11期3Q累計決算発表と同時に中長期経営計画「Challenge40」を発表。アベノミクスや東京五輪開催決定などにより不動産市場の先行きに対し強気の見方をしており、計数目標は下表の通り意欲的。

既存事業としては、事業の安定性を確保するため資産の積み上げにより賃貸事業の拡大を図る。収益不動産の取得の目線はNOI利回りで7%とし、25年を目処に長期のファイナンスを行うことで、賃貸キャッシュフローが借入金の返済を上回るようにし、借入金の増加を抑制する。それでも積極的な資産拡大を図るため、計画達成のためには2年に1度のエクイティファイナンスが必要と考えているもよう。金融環境に大きく左右される不動産開発・再生事業はリスクをコントロールしながらも拡大方針。

新規事業としては、資本・業務提携しているキャピタランドと東南アジアなどでの事業展開、REIT事業への参入も模索しているが、計数目標には織り込まれていない。

意欲的な中長期経  
営計画を策定

	13/11実績	16/11	18/11	23/11
売上高	27,374	33,000	42,000	82,000
賃貸事業	5,140	8,500	12,500	30,000
営業利益	2,785	5,500	9,750	21,000
経常利益	2,091	4,500	7,000	17,000
純利益	1,666	2,500	4,500	11,000
総資産	80,122	110,000	150,000	300,000
ROA(%)	3.5	5.0	6.5	7.0

(出所)会社資料、会社ヒアリングをもとにTIW作成

(注)ROA=営業利益÷総資産

# 業 績

## 損益計算書

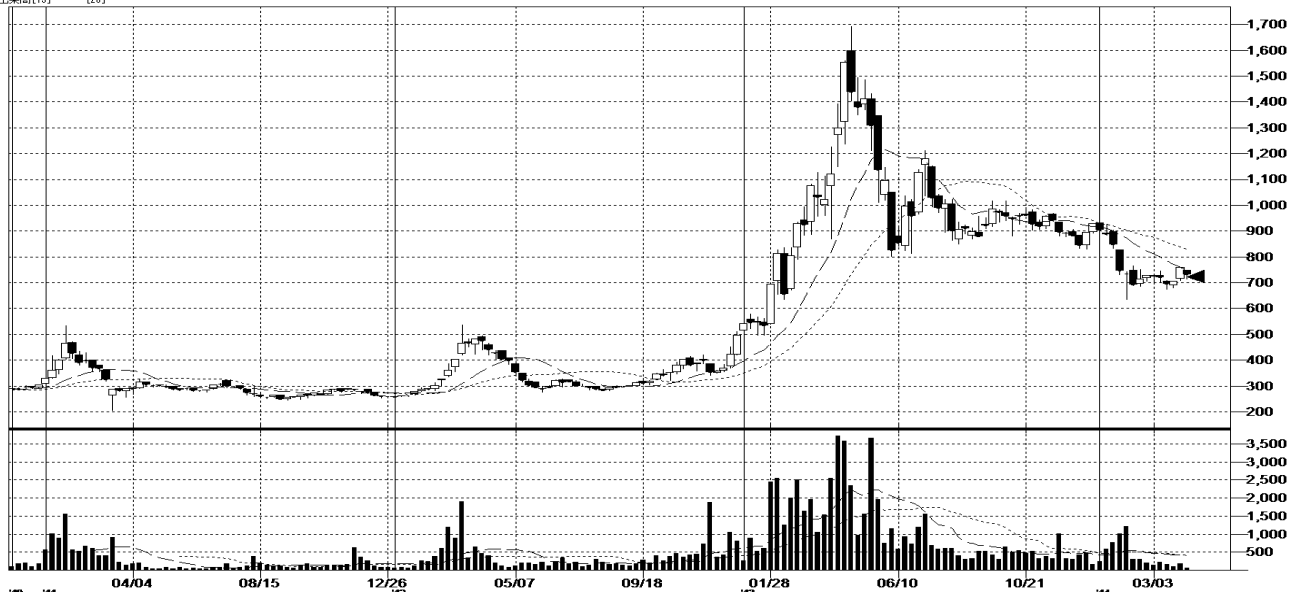
(単位)百万円

	06/11	07/11	08/11	09/11	10/11	11/11	12/11	13/11	14/11CE	14/11E	15/11E
売上高	16,933	27,835	22,048	15,984	12,903	16,227	10,870	27,374	26,000	26,300	29,900
不動産	5,847	13,065	9,890	4,203	7,572	11,547	5,954	21,602	19,800	20,100	23,000
開発流動化	2,960	11,200	5,286	800	0	0	0	2,659	na	5,000	5,500
再生流動化	2,887	1,865	4,604	3,403	6,153	8,062	2,732	12,385	na	8,200	9,050
アセットマネジメント	1,880	1,560	165	19	19	12	8	223	na	300	350
投資分譲	3,805	5,252	6,365	6,012	1,346	3,189	3,023	6,066	na	6,500	8,100
住宅分譲	1,956	3,083	323	95	53	283	189	266	na	100	0
不動産賃貸	3,299	4,458	4,876	5,235	4,978	4,336	4,343	5,140	5,600	5,600	6,300
住居	1,648	2,374	2,412	2,196	1,744	1,466	1,607	1,823	na	2,000	2,300
オフィス	1,022	1,283	1,280	1,258	1,599	1,251	972	1,421	na	1,500	1,600
その他	630	800	1,183	1,781	1,634	1,619	1,763	1,895	na	2,100	2,400
その他	145	417	427	418	352	343	572	631	600	600	600
売上原価	10,090	18,176	15,683	12,046	8,061	11,360	6,992	22,051	19,000	19,100	21,950
売上総利益	6,843	9,659	6,365	3,937	4,842	4,867	3,878	5,323	7,000	7,200	7,950
販管費	1,498	2,086	2,107	1,963	1,911	2,016	2,141	2,537	2,800	2,800	2,850
営業利益	5,345	7,572	4,257	1,974	2,930	2,850	1,737	2,785	4,200	4,400	5,100
不動産	4,768	6,427	2,890	513	1,223	2,028	758	1,907	3,600	3,800	4,350
不動産流動化	3,701	5,013	1,802	59	na	na	na	na	na	2,700	3,000
不動産分譲	1,067	1,414	1,088	454	na	na	na	na	na	1,100	1,350
不動産賃貸	1,523	2,157	2,493	2,331	2,758	2,241	2,135	2,182	2,300	2,300	2,500
その他	25	83	45	105	43	31	93	106	100	100	100
消去又は全社	▲ 973	▲ 1,096	▲ 1,172	▲ 975	▲ 1,095	▲ 1,450	▲ 1,250	▲ 1,410	▲ 1,800	▲ 1,800	▲ 1,850
営業外収益	166	145	168	483	148	117	25	1,034	na	50	100
営業外費用	1,684	2,158	2,465	2,265	1,813	1,680	1,577	1,727	na	1,750	1,800
支払利息・支払手数料	1,306	1,792	2,240	2,193	1,672	1,642	1,516	1,697	na	1,700	1,780
経常利益	3,827	5,560	1,960	192	1,265	1,288	185	2,091	2,500	2,700	3,400
特別利益	423	109	745	1,410	600	223	1,005	430	na	900	500
固定資産売却益	407	80	554	694	534	221	905	430	na	900	500
特別損失	480	141	6,399	1,002	746	40	102	220	na	200	100
税金等調整前当期純利益	3,770	5,528	▲ 3,693	600	1,119	1,470	1,088	2,302	na	3,400	3,800
法人税等	1,835	2,321	833	▲ 906	16	277	▲ 43	635	na	1,290	1,450
少数株主利益	1	0	▲ 4	0	0	0	▲ 1	0	na	0	0
純利益	1,933	3,206	▲ 4,522	1,506	1,103	1,192	1,134	1,666	1,850	2,110	2,350

(出所) 決算短信、有価証券報告書、会社資料、会社ヒアリング

(注) CEは会社予想、EはTIW予想

3244 サムライ 東証 10/11/29~14/4/7  
 MC:移動平均(単線移動平均)[18]-----[26]-----  
 S1:出来高[18]-----[26]-----



(C) QUICK Corp. All rights reserved.

(出所) 株QUICK

上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。

上記チャート図に過誤等がある場合でも株QUICK 社及び東京証券取引所は一切責任を負いません。

上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行っはけません。

			2011/11	2012/11	2013/11	2014/11 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	537	538	1,695	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	205	252	350	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	11,536	15,074	49,295	-
業 績 推 移	売 上 高	百 万 円	16,227	10,870	27,374	26,300
	営 業 利 益	百 万 円	2,850	1,737	2,785	4,400
	経 常 利 益	百 万 円	1,288	185	2,091	2,700
	当 期 純 利 益	百 万 円	1,192	1,134	1,666	2,110
	E P S	円	75.94	67.68	93.30	88.70
	R O E	%	7.8	6.5	8.1	8.8
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百 万 円	21,405	29,579	26,276	-
	固 定 資 産 合 計	百 万 円	43,534	44,670	53,842	-
	資 産 合 計	百 万 円	64,953	74,259	80,122	-
	流 動 負 債 合 計	百 万 円	18,534	19,823	15,774	-
	固 定 負 債 合 計	百 万 円	30,518	35,545	41,893	-
	負 債 合 計	百 万 円	49,052	55,368	57,668	-
	株 主 資 本 合 計	百 万 円	15,893	18,803	22,300	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百 万 円	15,900	18,891	22,453	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百 万 円	6,615	-4,473	9,347	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百 万 円	618	-2,587	-8,857	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百 万 円	-7,171	7,751	2,547	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百 万 円	3,954	4,644	7,681	-

(注) 4月1日に1:100の株式分割を実施。過去の株価、出来高、EPSは遡及修正している。

## リスク分析

### 事業に関するリスク

#### ● 事業に関するリスク

- Samty Holdings Co., Ltd. に対して発行された優先株式 18 億円の残り 9 億円が 2014 年 6 月 30 日から普通株式に転換可能になり、14/11 期中に全て転換される可能性が高い。その場合、発行済株式数は約 251 万株増加し、11.8%の株式の希薄化が生じる。
- 今後も積極的な資産獲得により業容を拡大していく方針であり、エクイティファイナンスを頻繁に行う可能性がある。
- 収益不動産やマンション用地の取得競争の一段の激化。地方自治体の投資用マンション規制の強化も仕入れに影響する。
- 東京五輪などによる一層の労務逼迫による建築費の上昇。
- キャップレートの上昇、賃貸キャッシュフローの悪化により販売用不動産、固定資産の価格が下落し、棚卸資産評価損や固定資産の減損が発生する可能性。当社は、地方物件の取得を強化中であり、地方物件は長期的にみて賃貸キャッシュフローの安定性に欠ける嫌いがある。

### 業界に関するリスク

#### ● 業界に関するリスク

- 景気回復を伴わない長期金利の上昇。米国の政策金利の引上げなど海外金利が上昇した場合、日本国債を売って外債を購入する動きが広がり、長期金利が上昇する可能性があると考えられる。
- 金融機関の不動産融資姿勢の厳格化。
- 投資用マンションの電話勧誘に係る行政の規制強化（ただし、エンドユーザーへの直販を行っていないため直接の影響はない）。
- 消費税率引上げは投資用マンションの価格上昇（利回り低下）要因となり、需要が減退する可能性（投資用マンションには住宅ローン減税の恩恵はない）。
- 大地震の発生。
- 少子高齢化の進展、人口の減少。

## ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社ティール・アイ・ダヴリュ（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

### <指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.tse.or.jp/listing/analystreport/index.html>