

サムティ

(3244・JASDAQスタンダード) 2010年12月21日

JASDAQアナリストレポート・プラットフォーム<ベーシックレポート>

バランスシートのリストラが一巡し、反転攻勢へ

(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	森山 茂
設 立 年 月	1982/12
資 本 金	4,471 百万円 (2010/8/31 現在)
上 場 日	2007/7/31
U R L	http://www.samty.co.jp/
業 種	不動産業

主要指標 2010/12/16 現在	
株 価	30,000 円
発行済株式数	138,254 株
売買単位	1 株
時価総額	4,147 百万円
予想配当	1,000 円 (会社)
予想EPS	8,679.68 円 (アナリスト)
実績PBR	0.29 倍

■ 安定的な賃貸事業をベースに、買取再販で再成長を図る

- 08/11期に棚卸資産評価損49.4億円をはじめ、減損損失、SPC出資評価損など合計63.9億円の特損を計上。49.2億円の純損失となり、コベナンツ（財務制限条項）に抵触。継続疑義の注記が付されたが、2009年7月に解消。安定した賃貸資産を保有していることが支えとなり、金融危機を乗り切った。
- 08/11期の評価損計上や、その後の物件売却の進展による有利子負債の圧縮などにより、バランスシートのリストラは一巡。デットの調達環境の改善もあり、用地仕入れ、物件の取得を再開し始めた。
- 08/11期末に棚卸資産から112億円を固定資産に振替えており、8月末の有形固定資産は508億円。8~9割が近畿圏のマンション、オフィス、商業施設など。NOI（減価償却前利益）利回りは7.5%程度のもよう。10/11期決算発表時に賃貸等不動産の時価が注記開示されるが、数十億円の含み益になっていると推測される。
- 安定的な賃貸事業で販管費と支払利息を貯える事業構造になっている。金融機関の不良債権絡みの物件を安く買取り、バリューアップ後、短期で再販する不動産再生ビジネスを当面の成長のドライバーとする方針。
- 10/11期は、仕入れ抑制から分譲が端境期だが、再生ビジネス案件の寄与などにより、会社業績予想を上回るとみられる。

【業績動向】

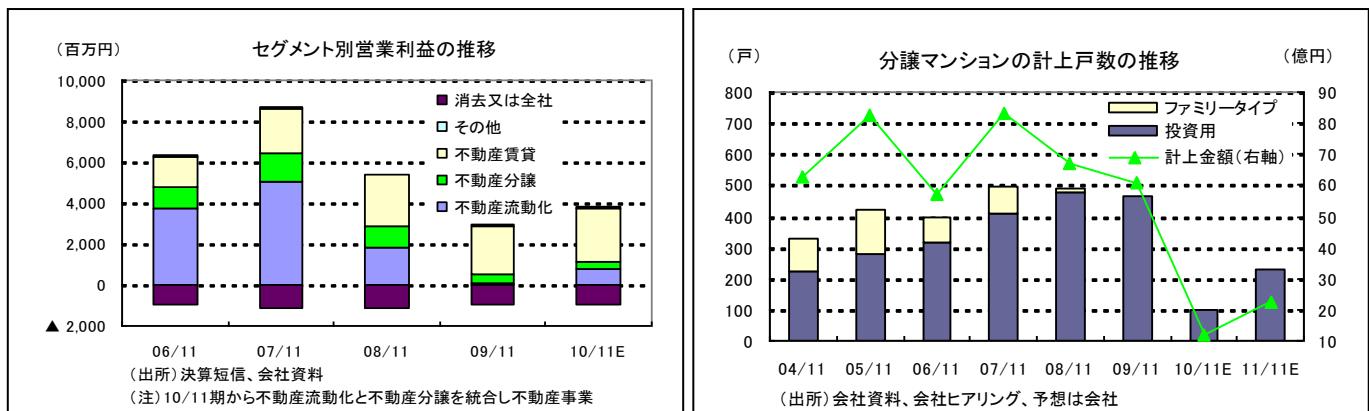
		売上高	前年比	営業利益	前年比	経常利益	前年比	当期純利益	前年比	EPS
2009/11	実 績	15,984	-27.5	1,974	-53.6	192	-90.2	1,506	黒転	11,310.23
2010/11	会社予想 (2010年1月発表)	11,600	-27.4	2,900	46.9	700	264.6	900	-40.2	6,755.49
	アナリスト予想	12,500	-21.8	3,000	52.0	1,000	420.8	1,200	-20.3	8,679.68
2011/11	アナリスト予想	14,000	12.0	3,400	13.3	1,300	30.0	1,300	8.3	9,402.98

会社概要

- 会社概要：安定的な不動産賃貸をコア事業に、マンション分譲（主に投資用ワンルームマンション）、流動化（開発流動化及び再生流動化）に展開。近畿圏が主な事業エリア。連結子会社のサン・トーアがビジネスホテル2棟を保有し、ホテル運営を行っている。SPCは全て連結しており、今後のSPCの連結化による影響はない。流動化の出口戦略の一環として、シンガポールの政府系でアジア最大級の不動産会社であるキャピタランドと資本・事業提携している。金融危機以降は、新規の開発にローンが付きにくくなつたため、再生流動化を当面の成長ドライバーにする方針。
- 経営者：創業メンバーの一人で代表取締役社長の森山茂氏。
- 設立経緯：地産（2002年8月に会社更生法適用を申請）で営業職を約10年勤めた森山氏（現社長）、同じく地産で経理職だった松下氏（現専務）、総務職だった谷口氏の3氏がスピナウトして設立。社名のサムティ（設立時の社名はサムティ開発）は、創業メンバー3氏の頭文字に因んだもの。
- 沿革：不動産市況が低迷していた1982年（昭和57年）に大阪市東淀川区において設立。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。これにより得た資金を使って、1984年に自社開発の小規模な投資用マンションの1棟売りを開始。バブルの波に乗り投資用マンションの開発事業を拡大していった。当時はまだ投資用マンションの区分所有の概念が乏しく、富裕層への1棟売りを中心だった。過剰流動性による不動産価格の高騰により、大阪の投資用マンションの賃貸利回りが1%程度まで低下するなどバブルの様相が強まつたことを危惧し、九州にシフトしたことで、バブル崩壊による破綻を免れた。九州はまだ5~6%の利回りがあり、森山社長の出身地で土地勘もあった。1991年にはファミリー向け分譲マンションの販売を開始。2001年には自社開発の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年に近畿財務局受付第1号となる不動産証券化を実施し（自社保有の賃貸マンション4棟、25億円を流動化）、不動産流動化事業を開始。SPC向けに開発物件を売却し、利益を急拡大させていった。2005年に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。2006年にビジネスホテルを保有・運営する（株）サン・トーアの株式を取得し、連結子会社化。同年にキャピタランド・ジャパンと共同投資事業契約を締結。2007年後半から米サブプライムローン問題が深刻化していく中、開発流動化物件が出口を失い、バランスシートに抱え込むことになった。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63.9億円を特損計上。同時に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替えた。大幅な純損失となつたことによりコベナンツに抵触し、08/11期決算短信に継続企業の前提に関する疑義の注記が付されたが、2009年7月に解消した。
- 大株主：森山茂社長が27%を保有する筆頭株主。他の創業メンバーの松下氏、谷口氏も大株主に名を連ねる。事業提携先のキャピタランド・ファンド・インベストメントが4.3%を保有する5位の株主。事業資金確保のため2010年6月にマイルストーン・キャピタル・マネジメントに対する第三者割当によるワント（新株予約権）を発行。行使価格は28,000円で固定、行使期間2012年6月末まで。全て行使されると32,500株（調達額9.1億円）となるが、マイルストーンは行使時の発行済株式数の5%を超えて保有することはできないという行使制限条項が付されている。尚、これまでに行使されたのは1,500株。2010年9月に信用補完を主目的として大阪ガス（9532）の100%子会社のオージーキャピタルに3,529株（約1億円）の第三者割当増資を実施。オージーキャピタルは第6位の大株主となつた。

事業概要

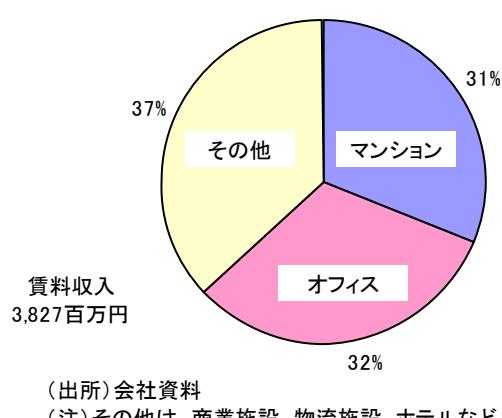
- 事業の内容：従来、セグメントは、不動産賃貸事業、不動産分譲事業、不動産流動化事業の3つに分類していたが、金融危機以降の事業環境激変による不動産の流動性の枯渇や、開発資金の調達が困難になったことを受け、10/11期から不動産流動化事業と不動産分譲事業を統合し、不動産事業にセグメント変更。近畿圏を中心に福岡、名古屋に展開。不動産分譲事業は投資用マンション（25～35m²）が主体で、ブランド名は「サムティ」。ファミリータイプマンションのブランド名は「アンビエント」。不動産ファンド向けの高級賃貸マンションのブランド名は「S-RESIDENCE」。
- 部門別事業内容：不動産分譲事業では、投資用マンションやファミリータイプマンションの企画、開発を行っている。自前の販売部隊を持たず、投資用マンションは販売業者への1棟売りを基本としており、ファミリータイプマンションは販売委託を行っている。金融危機後は、用地仕入れを休止していたが、デットの調達環境の改善を受け仕入れを再開し始めた。不動産流動化事業は、開発流動化と再生流動化に分けられる。開発流動化では、1棟当たり20億円以上の賃貸マンション「S-RESIDENCE」を開発し、キャピタランドや私募ファンド、REITに売却してきた。現在は開発案件の資金調達が難しいため用地仕入れを休止している。再生流動化では、既存物件を取得し、リニューアル、リーシングを行い、バリューアップをして売却する。開発案件に比べ資金調達をしやすいことや、金融機関の不良債権処理により安価に取得するチャンスとの認識から、当面の成長ドライバーとする方針。不動産賃貸事業では、08/11期末に流動化目的だった棚卸資産15物件、112億円を固定資産に振替えるなどし、2010年8月末の有形固定資産は508億円。ほとんどが稼働しており、販売用不動産からの賃料と合わせ、年間約50億円の賃料収入がある。
- 売上構成：09/11期の売上構成は、不動産流動化事業26%、不動産分譲事業38%、不動産賃貸事業33%、その他事業（ホテルなど）3%。セグメントを統合した10/11期3Q累計（12-8月）の売上構成は、不動産事業60%、不動産賃貸事業38%、その他事業2%。
- 競合：近畿における投資用マンション分譲で競合するのは、日本エスリード（東証1部8877）、プレサンスコーポレーション（東証2部3254）。再生流動化ビジネスは、大手の参入もなく競合が少ない。
- 事業エリア：再生ビジネスの機会の多い東京での事業展開のため東京支店の開設を準備中。
- 収益構造：ストックビジネスの賃貸事業で販管費と支払利息を賄うことができる。分譲事業では、営業部隊を持たず固定費を抑制している。今後の注力分野の再生流動化（短期の買取再販）では、40～50億円を投資し、半年で10%の投資リターンを目指している。



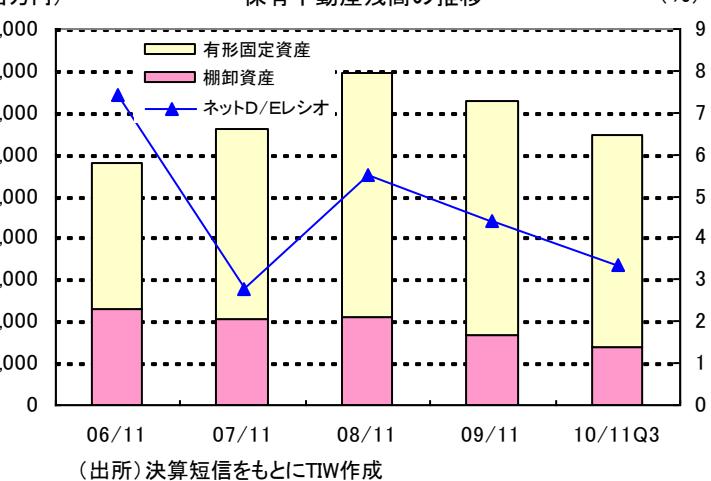
財務分析

- 金融危機を受け開発物件が出口を失ったことにより、有利子負債残高は2008年5月末に739億円(07/11期末比144億円増)まで膨らんだが、その後、物件売却を進めたことにより、2010年8月末には523億円まで圧縮。D/Eレシオも下図のように改善。8月末の自己資本比率は20.0%（前期末比3.7%増）と同社が目処とする20%の水準まで回復。
- 8月末の保有不動産は、棚卸資産136億円（前期末比31億円減）、有形固定資産508億円（同52億円減）。自己資本比率の回復や、デットの調達環境が改善してきたことから一段のバランスシートの圧縮は行わない方針。
- 08/11期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49.4億円を計上したほか、減損損失2.8億円、SPC出資評価損4.6億円の計上などにより財務の健全化を一気に進めた。物件の売却環境の悪化により、保有が長期に及びそうな棚卸資産112億円を固定資産に振替えたが、評価損を落とした後であり、評価損逃れというわけではない。
- 固定資産及び棚卸資産のうちの稼働資産の用途別内訳は、下図の通り。8～9割は近畿圏に所在している。NOI利回りは全体で約7.5%のもよう。用途別では、賃貸マンション約8%、オフィス約7%、その他約7.5%。減損を意識する必要がある物件はないもよう。最近売却した物件の売却キャップレートは6.7～7%程度となっていることからみて、10/11期決算で注記開示される賃貸等不動産の時価は数十億円の含み益になっていると推測する。
- 主要な取引銀行は、りそな銀行、三井住友銀行。金融環境の落着きによりリファイナンス懸念は大きく後退している。金融危機下ではリファイナンスの際に借入の短期化が進んだが、再び借入の長期化を進め調達の安定化を図っている。用地仕入れや再生案件取得の好機とみて資金を必要としているが、大手行は開発案件の融資に対しては依然保守的なため、足元の新規案件については信用組合、信用金庫から調達している。関西では不動産融資に信用組合、信用金庫が不動産融資に積極姿勢を示している。ただし、信用組合、信用金庫からの調達金利はアップフロントフィーを含めると3.5～4%程度と高い。当面は短期の買取再販への注力により高い調達金利はそれほど問題にはならないとみられるが、安定的に分譲事業を開拓していくうえでは調達金利の抑制が課題。

稼働資産の内訳(10/11期3Q累計の賃料ベース)



保有不動産残高の推移 (%)



業績

- 経営環境解説：金融危機を受け極度に硬化した金融機関の不動産融資姿勢は昨春頃から緩和してきている。これを受け、不動産の流動性は回復傾向にある。キャップレートの上昇は止まり（賃貸マンションに関してはやや低下気味）、不動産価格の底打ち感が出てきた。こうしたことを受け、金融機関は徐々に不良債権処理に動き出しており、再生流動化の事業機会が増えることが見込まれる。オフィス市況は、景気の低迷、企業の採用抑制などを受け需要が弱い中、大阪エリアでは供給過多となっており、募集賃料の低下が継続している。
- 業績解説：10/11期 3Q 累計業績は、売上高 101 億円（前年同期比 22.5% 減）、営業利益 26.8 億円（同 49.5% 増）、経常利益 13.4 億円（同 2.7 倍）、純利益 11.6 億円（同 10.9% 増）。主要セグメントの営業利益は、不動産事業 16.1 億円（同 2.9 倍）、不動産賃貸事業 17.5 億円（同 5.1% 減）。不動産事業では「サムティ新大阪フロントビル」を 26.5 億円で事業法人に売却し、9.3 億円のキャピタルゲインを計上。2009 年 9 月末に入札で仕入れた物件だが、改装した後、短期で売却にこぎつけた。ほかには、「神戸ウォーターフロントかもめりあ東地区再開発事業」のプロジェクトの企画立案による業務委託フィー 6.2 億円の寄与が大きかった。本件は当初の開発業者の破綻により頓挫していた事業を承継したもの。投資用マンション分譲は、計上戸数が 72 戸（4 棟）、売上高 9.6 億円、営業利益 0.7 億円にとどまっている。用地の仕入れをストップしていたため、自社開発物件は端境期となり、これらは全て買取再販したもの。通期の計上戸数は期初時点では 228 戸（09/11 期は 464 戸）を見込んでいたが、100 戸にとどまる見込み。「S-RESIDENCE」など開発物件の出口として活用してきたキャピタランドはリーマンショックで大きな痛手を負い物件の購入力を失ったが、中国の不動産市況の活況などを受け復活。成長性の高いアジア新興国での開発を積極化している。日本においても不動産市況が底打ちしたとの認識から京都でサービスアパートメントの開発を同社と共同で行うことを検討しているもうう。
- 10/11 期業績予想：10/11 期は、3Q 累計まで既に通期の経常利益、純利益予想を達成している。投資用マンション分譲や不動産賃貸事業は期初の想定を下回っているが、「サムティ新大阪フロントビル」の売却益 9.3 億円が期初予想には織り込まれていなかったことによる。不動産賃貸事業の営業利益の通期予想 26 億円に対する 3Q 累計の進捗率は 67% とやや弱い。これは、空室率悪化や賃料下落によるものではなく、期初のデットの調達環境がまだ厳しかったため、事業資金確保のための物件売却を想定以上に進めたことによる。4Q（9-11 月）にはキャピタルゲインがほとんどなかったとみられ、営業利益は概ね会社計画線にとどまったとみられる。用地仕入れや再生案件取得の再開に伴う新規の借入や借換えに対してはアップフロントフィーが重い状態とはいえ、営業外費用の予想は保守的であり、経常利益は会社計画を上回るだろう。過年度法人税の戻入が 10/11 期も残り、純利益は経常利益を上回るだろう。1,000 円の復配予想。
- 11/11 期業績予想：11/11 期は、小幅営業増益を予想する。「サムティ新大阪フロントビル」の売却益 9.3 億円や「神戸ウォーターフロントかもめりあ東地区再開発事業」のフィー収入 6.2 億円の剥落が厳しいが、不良債権絡みの短期の買取再販の増加や、投資用マンション分譲の計上戸数の増加により、概ねカバーできよう。買取再販の進捗が遅れた場合は、既存の保有資産の売却によるキャピタルゲインで補い、小幅営業増益を確保すると予想する。用地仕入れ等を再開しているが、約定弁済も進むため有利子負債は余り増えず、営業外損益が大幅に悪化することはないだろう。



			2007/11	2008/11	2009/11	2010/11 予
株価推移	株価(年間高値)	円	258,000	150,000	44,500	-
	株価(年間安値)	円	126,000	15,800	10,800	-
	出来高	株	43,388	3,557	3,777	-
業績推移	売上高	百万円	27,835	22,048	15,984	12,500
	営業利益	百万円	7,572	4,257	1,974	3,000
	経常利益	百万円	5,560	1,960	192	1,000
	当期純利益	百万円	3,206	-4,522	1,506	1,200
	E P S	円	28,158.87	-34,056.72	11,310.23	8,679.68
	R O E	%	28.0	-32.2	12.2	8.3
貸借対照表 主要項目	流動資産合計	百万円	35,820	28,652	22,621	-
	固定資産合計	百万円	48,011	59,370	57,432	-
	資産合計	百万円	83,936	88,117	80,113	-
	流動負債合計	百万円	24,212	25,484	23,953	-
	固定負債合計	百万円	43,244	51,054	43,077	-
	負債合計	百万円	67,457	76,538	67,031	-
	株主資本合計	百万円	16,521	11,603	13,110	-
	純資産合計	百万円	16,479	11,578	13,082	-
キャッシュフロー計算書 主要項目	営業活動によるCF	百万円	5,164	-13,533	3,551	-
	投資活動によるCF	百万円	-9,871	-2,287	2,221	-
	財務活動によるCF	百万円	11,956	7,546	-7,697	-
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	13,495	5,217	3,283	-

リスク分析

- 事業に関するリスク
 - マイルストーン・キャピタル・マネエジメントに対し発行したワラントが行使され大幅な希薄化が生じる恐れ。全て行使されると発行済株式数は 32,500 株増加する（現時点の行使は 1,500 株）。残りの潜在株式数は 31,000 株となり、現状の発行済株式数の約 22% に相当する。ただし、同社にワラントの買取オプションがあり、ワラント 1 個当たりの払込金額 11,193 円と同額で買戻すことができる（ワラントの発行総額は 363 万円）。デットの調達環境が改善しているため、残り全てのワラントが行使されることにはならないとみられる。
 - 再びデットの調達環境が悪化し、用地の仕入れ、再生案件の取得が思うように進まなくなったり、物件の売却が困難になる恐れ。
 - 調達金利の上昇。
 - マンション用地の取得競争が再び激化していること。
 - 円高などを受けた景気回復の遅れによる保有資産の稼働率、賃料の低下（ただし、主力の賃貸マンションはキャッシュフローの安定性が高い）。キャップレートの上昇。これらに伴い保有資産の価格が下落し、棚卸資産評価損や減損損失が発生する可能性。
 - 大地震の発生。
- 業界に関するリスク
 - 事業のエリアの中心となる大阪は、「梅田北ヤード」の開業など今後、大規模オフィスの新規供給が多く、再びオフィス市況が崩れる恐れ。ただし、同社が保有するオフィスは中規模、小規模のため、直接の影響は限定的とみられる。
 - 東京への一極集中が続くことにより、大阪エリアのオフィス需要、住宅需要が中長期的に減少していく恐れ。

ディスクレーマー

1. 本レポートは、株式会社大阪証券取引所（以下「大証」といいます。）が実施する「JASDAQ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、大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、当該企業が大証に支払った金額に大証からの助成金を加えたうえで（株）ティー・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、大証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、大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、大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、大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大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、大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、大阪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.ose.or.jp/jasdaq/5578>