

サムティ

(3244・JASDAQスタンダード)

2012年2月2日

バランスシート圧縮から再拡大へ

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	森山 茂
設立年月	1982/12
資本金	4,887百万円
(2011/11/30現在)	
上場日	2007/7/31
URL	http://www.samty.co.jp/
業種	不動産業

主要指標 2012/2/1 現在	
株価	28,530円
昨年来高値	53,700円 (11/1/25)
昨年来安値	20,550円 (11/3/15)
発行済株式数	163,158株
売買単位	1株
時価総額	4,654百万円
予想配当(会社)	1,200.0円
予想EPS(アナリスト)	9,193.54円
実績PBR	0.29倍

近畿地盤の不動産ディベロッパー

近畿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をベースに、フロービジネスの投資用ワンルームマンションの開発、再生流動化事業（短期の買取再販）を展開。米サブプライムローンを端緒とした金融危機により多くのディベロッパーが破綻に追い込まれていった中、安定的なキャッシュフローを生む賃貸事業が支えとなり、危機を乗り切った。2011年2月に東京支店を開設し、首都圏での再生流動化事業、投資用ワンルームマンション開発を開始。



11/11期業績は足踏みも回復トレンドに変化はない

11/11期の営業利益は28.5億円（前期比2.7%減）とほぼ横這い。概ね期初計画線での着地。10/11期にあった大型の業務委託フィー、キャピタルゲインの反動減を短期の買取再販の増加、投資用マンションの売上計上戸数の回復でカバーした。東京支店も再生流動化事業やワンルームマンション用地の取得で成果を上げており、業績は足踏みながら回復トレンドに変化はない。年間配当を200円増配の1,200円とする。

攻めの経営に転じ、固定資産取得を積極取得する方針

リーマンショック以降の厳しい資金調達環境に対応し、バランスシートの圧縮を進めてきた結果、賃料収入は09/11期の52億円をピークに43億円まで減少。バランスシートの改善が進んだため、12/11期から積極的な固定資産の取得に転じる方針。12/11期は140億円の取得を目指す。都心の優良物件は取得競争が厳しいため、地方都市の駅前好立地の利回りの高い物件を積極的に取得する方針。開発資金の調達環境も好転してきたため、首都圏における投資用ワンルームマンションの開発も拡大する。

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
2011/11	実績	16,227	25.8	2,850	-2.7	1,288	1.8	1,192	8.1	7,594.03
2012/11	会社予想 (2012年1月発表)	20,000	23.3	3,500	22.8	1,500	16.5	1,200	0.7	7,354.83
	アナリスト予想	22,000	35.6	4,000	40.4	2,000	55.3	1,500	25.8	9,193.54
2013/11	アナリスト予想	26,000	18.2	4,900	22.5	2,700	35.0	1,600	6.7	9,806.45

会 社 概 要

会 社 概 要

● 会社概要

大阪をはじめとする近畿圏を地盤とする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（賃貸マンション、オフィス、商業施設など）をベースに、マンション分譲（主に投資用ワンルームマンション）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。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。

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、不動産の流动性が枯渇する中、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ペナンツ（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あつたことが生き残りの鍵となった。

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使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（行使価格は28,000円で固定、対象株式数32,500株、行使期間2012年6月末まで）。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。

リーマンショック以降、厳しい金融環境が続いたことから、資金調達のために固定資産を売却してきた結果、賃料収入は09/11期の52.3億円をピークに11/11期には43.3億円まで減少した（販売用不動産からの賃料収入を含む）。財務の改善が進んだことや、資金調達環境の改善を背景に今後は固定資産を増やし、賃料収入の回復を図る。また、東京における投資用ワンルームマンション分譲や再生流動化を成長のドライバーとする方針。

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代表取締役社長の森山茂氏は、2月28日に代表取締役会長に就任予定。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進展、金融市場の落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。

新社長には常務の江口 和志氏が就任する予定。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)で実績を上げてきた。常務としては、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。守りから攻めに転じる姿勢を示す社長交代といえよう。

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(現社長)同じく(株)地産で経理職だった松下 一郎氏(現専務) 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氏の頭文字を組み合わせたもの。

会 社 概 要

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

（出所）有価証券報告書

（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） 自社開発の小規模賃貸マンションを富裕層に販売。当時はまだ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かった。

（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（2011年5月31日）現在

	株主	所有株式数 (株)	所有比率 (%)
1	森山 茂	37,113	22.87
2	松下 一郎	25,613	15.78
3	(有)剛ビル	9,500	5.85
4	江口 和志	7,613	4.69
5	キャピタランド・ファンド・インベストメント	5,750	3.54
6	(株)オージーキャピタル	3,529	2.17
7	森山 純子	3,250	2.00
8	山沢 滋	3,245	1.99
9	資産管理サービス信託銀行（証券投資信託口）	3,054	1.88
10	日本トラスティ・サービス信託銀行（信託口）	3,077	1.85

（出所）四半期報告書

（注）1位の森山 茂氏は社長（次期会長）、7位の森山 純子氏は配偶者

3位の（有）剛ビルは森山 茂氏の資産管理会社

2位の松下 一郎氏は専務、4位の江口 和志氏は常務（次期社長）

5位のキャピタランドは業務提携先

6位のオージーキャピタルは大阪ガスの100%子会社

8位の個人株主は利害関係人ではない

マイルストーン・キャピタル・マネジメントはワラントの行使後、すぐに売却しているもよう

バンクフォーメーション

● バンクフォーメーション

メインバンクは特に持たない。主要取引金融機関は、りそな銀行、三井住友銀行をはじめ、三菱東京UFJ銀行、みずほ銀行、関西アーバン銀行、東京スター銀行、大阪協栄信用金庫、オリックスなど。

事 業 概 要

事 業 の 内 容

● 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、その他事業に分けられていたが、米サブプライムローン問題の深刻化に伴う信用収縮による不動産の流動性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、不動産事業とした。

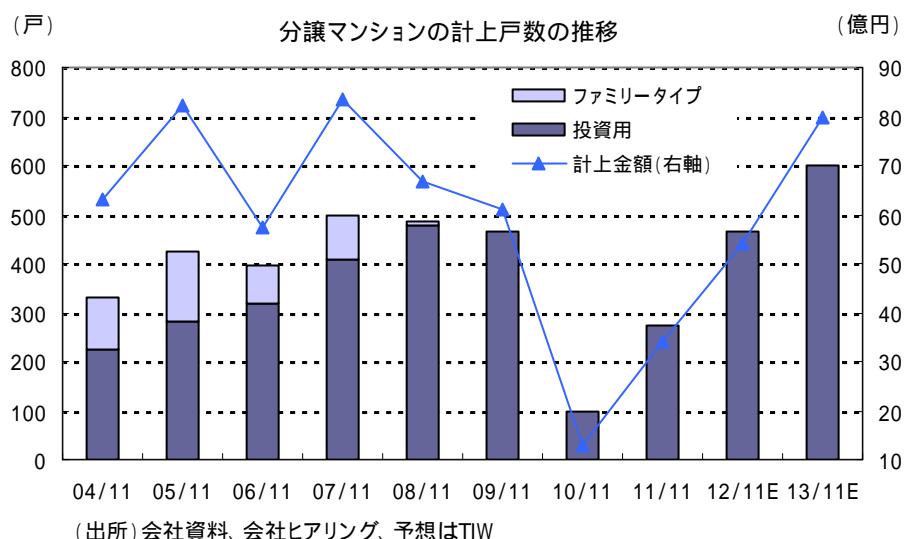
事業エリアは、地盤の近畿圏を中心に福岡、名古屋に展開。2011年2月には東京支店を開設し、首都圏での事業拡大に注力中。

部 門 別 事 業 内 容

● 部門別事業内容

➤ 不動産事業

不動産分譲事業と不動産流動化事業に大別される。不動産分譲は投資用マンション分譲とファミリータイプマンション分譲に細分化される。当初はファミリータイプを主体にしていたが、現在は販売業者への1棟売りでリスクの低い投資用マンションに特化し、ファミリータイプは休止中。投資用マンションの専有面積は25~35m²。ファミリータイプのマンションブランドは「アンビエント」。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棟売りを行い、ファミリータイプは販売委託をしている。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再開。



事 業 概 要

不動産流動化事業は、開発流動化と再生流動化に細分化される。開発流動化では1棟当たり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（ニューシティ・レジデンス投資法人）に売却してきた。開発案件の資金調達が難しかったため新規の開発は休止しているが、資金調達環境の改善を受け、REIT向けに「S-RESIDENCE」の開発を再開予定。現在の大坂ではNOI（ネット・オペレーティング・インカム）利回り8.5%の物件の開発が可能としており、これをNOI利回り6%程度で売却すれば、約30%の開発利益が上がる。金融環境の変化で売却が困難になった場合は保有に切替える方針。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。

再生流動化は、既存の収益不動産を取得し、リニューアル、リースアップなどバリューアップをした後、売却し転売益を稼ぐ。収益不動産の取得には金融機関が積極的に融資を行うことや、今後、CMBS（商業用不動産ローン担保証券）の償還に伴い、ディストレスト案件（金融機関等が換金に迫られ売り急いで割安な価格で市場に放出される物件）の取得機会が増えるとの認識から、成長のドライバーとする方針。

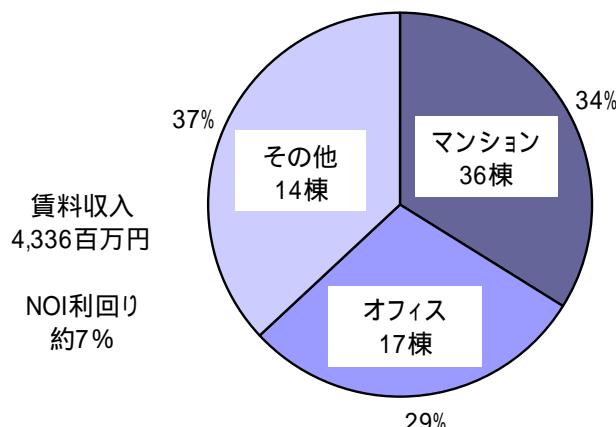
➤ 不動産賃貸事業

マンション、オフィスビル、商業施設、物流施設、ホテル、駐車場等の賃貸及び運営管理を行っている。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）を活用したスキームで行っている（SPCは全て連結している）。年間の売上高（賃料収入）は11/11期で43.3億円。販売用不動産103億円からの賃料収入約5億円もここに含まれている。11/11期末の有形固定資産は420億円（前期末比49億円減）と減少。資金調達のための売却は一巡し、今後は積極的な収益不動産の取得により資産積み上げを目指む。

賃貸資産は、賃貸マンションや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、安定的なポートフォリオになっている。

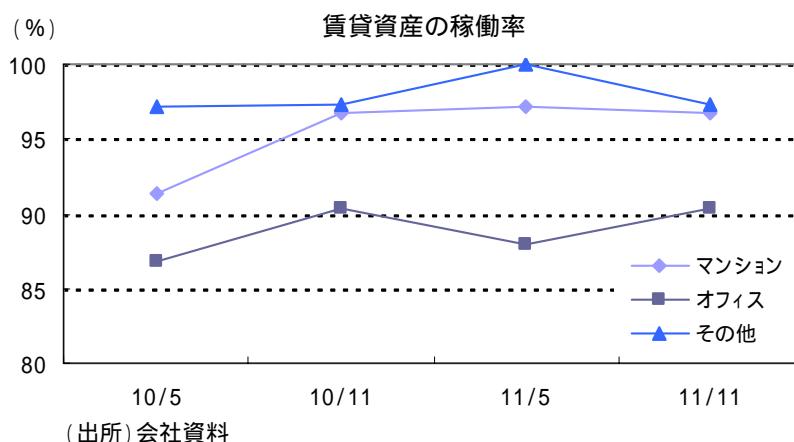
事業概要

稼働資産の内訳(11/11期の賃料ベース)



(出所)会社資料、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



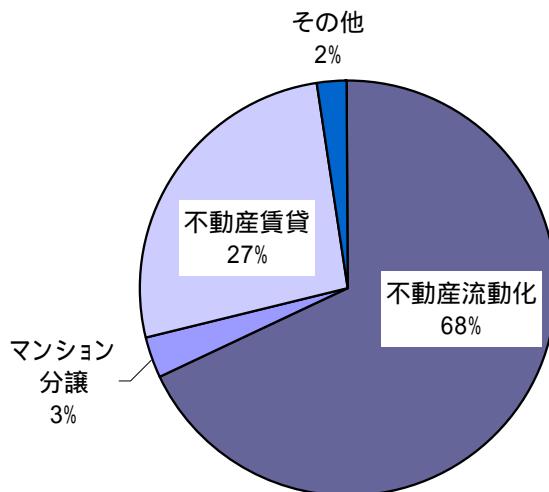
▶ その他事業

100%子会社のサン・トーアを通じ、「センターホテル東京」、「センターホテル大阪」の2棟のビジネスホテルを所有し、運営を行っている。

事業概要

売上構成

● 売上構成(11/11期)



(出所)決算短信、会社ヒアリング

収益構造

● 収益構造

販売部隊を持たないため従業員数は11/11期末で81人(前期末比6人増)と少なく、固定費は抑制されている。安定的な不動産賃貸事業で販管費と支払利息を賄えるようになっている。

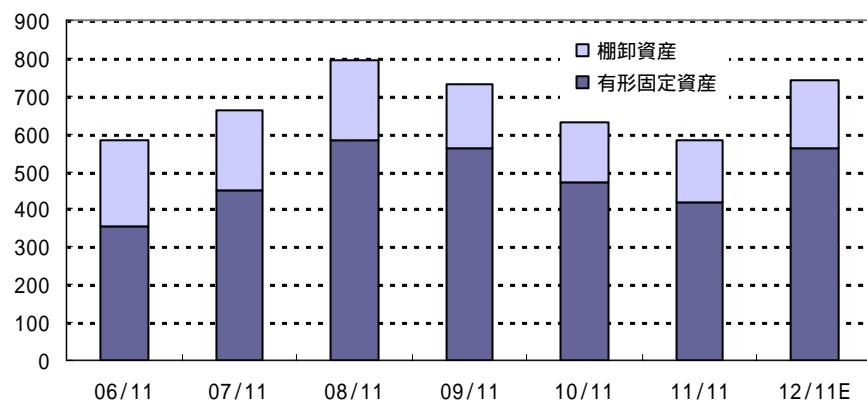
財務分析

資産圧縮は完了し、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金融機関の不動産融資姿勢の厳格化に対応し、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。販売用不動産の入替も進み、リーマンショック前に仕入れた物件の処理は進展している。

(億円) 保有不動産残高の推移



(出所) 決算短信をもとにTIW作成、予想はTIW

(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約 30 億円

賃貸等不動産には、以下のように 11/11 期末で約 30 億円の含み益がある。10/11 期末から大きな変化はなかった。この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 株当たりで 108,600 円程度になる。

賃貸等不動産の時価の注記開示

(単位) 百万円、%

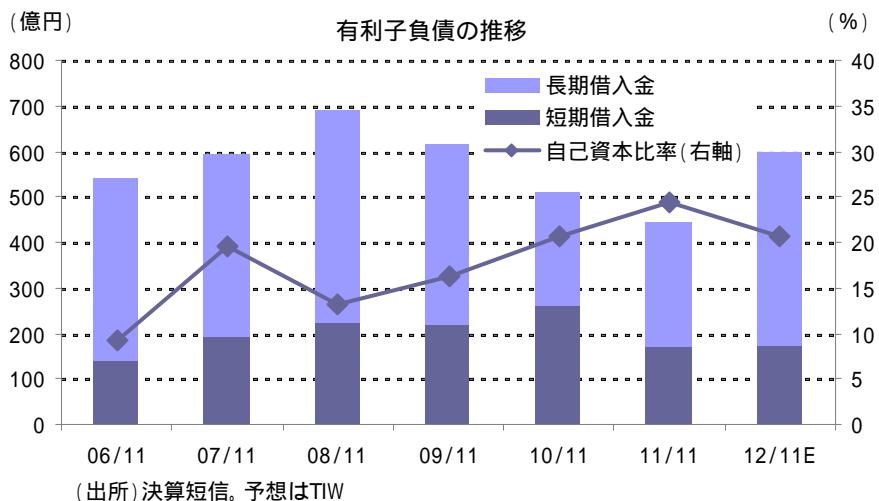
	簿価	時価	含み損益	含み益の対簿価比
10/11期末	44,504	48,163	3,659	8.2
11/11期末	39,280	42,336	3,056	7.8

(出所) 決算短信

財務分析

資産再拡大に伴い
有利子負債も増加
に転じよう

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、ワラントの行使などにより、11/11 期末には 24.5% まで回復。同社が目途とする 20% を上回ったことや、金融機関の不動産融資姿勢が緩和していることから、今後は固定資産の積極的な取得に転じ、賃料収入の回復を図る。12/11 期は 140 億円の固定資産の取得を目指し、長期の借入でファイナンスする方針。計画通り収益不動産の取得が進展した場合、12/11 期末の自己資本比率は 21% 弱まで低下するとみられる。さらに大幅な資産拡大をするにはエクイティファイナンスが必要となろう。



借入条件は改善

金融機関の融資姿勢の緩和を受け、借入条件は改善しており、足元の調達金利は 3% 程度と 1 年前に比べ 0.5~1pt 低下している。

大阪府和泉市に SPC を通じて保有している商業施設に関する長期借入金 37 億円についてコベナンツが付与されていたが、SPC の組換えを行い、新たな金融機関から借入れることでコベナンツを外した。これにより、コベナンツの付与された借入金はなくなった。

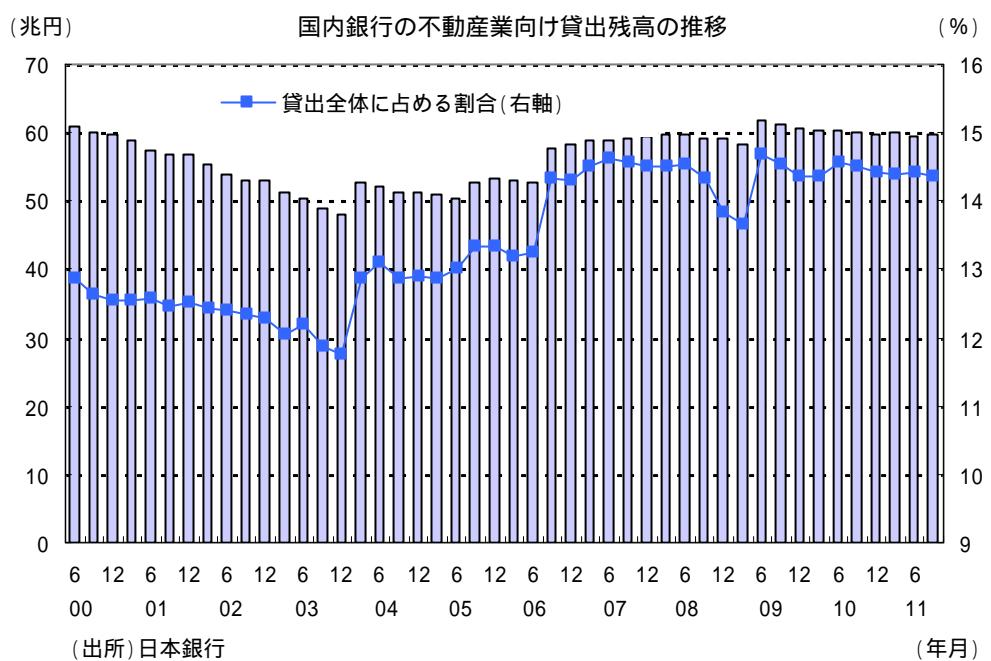
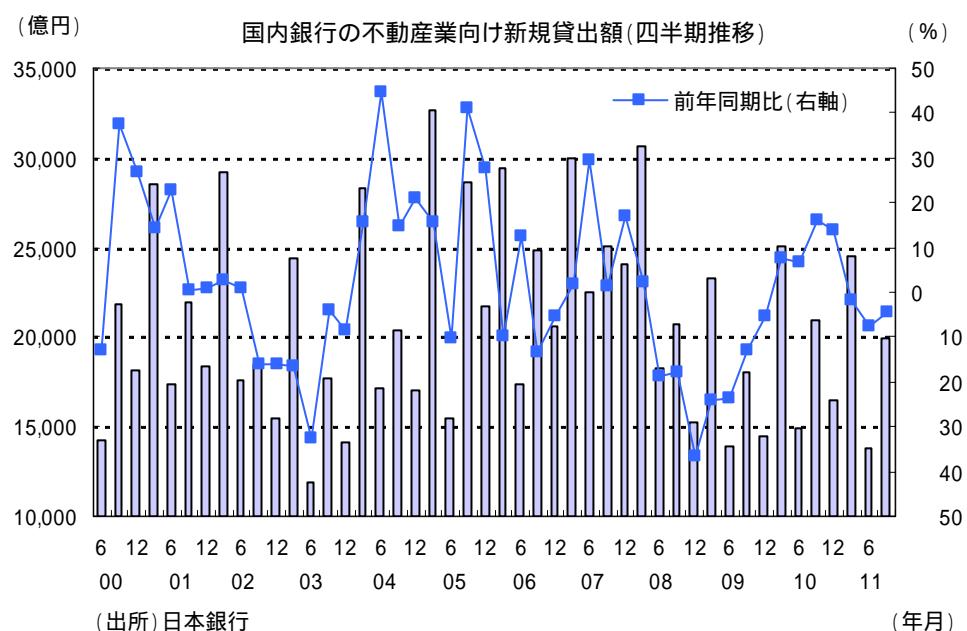
業 績

デットの資金調達
環境は良好

● 経営環境解説

➢ デットの資金調達環境

国内金融機関の不動産融資姿勢は東日本大震災の発生や、欧州金融危機の先行き不透明感にもかかわらず、大きな変化はなく、概ね積極姿勢を堅持している。特にリファイナンス環境は非常に良好であり、このため、ディストレスト案件の市場への放出が少なく、首都圏において格安で物件を取得できる投資機会は少ない。今後は欧州系ファンドの資産処分に期待したい。



業 績

投資家の
レジデンス選好の
傾向は継続

大阪のオフィス
市況は底がみえて
きた感がある

リーマンショック後
縮小した首都圏の
投資用マンション
市場は緩やかに回
復に向かおう

➤ 中小規模の収益不動産に対する投資家の動向

中小規模の収益不動産に関しては、個人富裕層、事業法人といった買い手は、賃料の安定性の高いレジデンスを選好する傾向が続いている。地方のオフィスビル、レジデンスには買い手が少なく、15%前後の利回りで取得可能な物件も多く、同社はここにビジネス機会があると考えている。

➤ 大阪のオフィス市況

大阪のオフィスの空室率は2010年4月以降、12%前後で推移していたが、昨年11月からやや改善傾向がみられ12月には10.9%（前月比0.4pt減）まで低下。平均賃料は緩やかな低下が続いているが、下落幅は縮小している。2012年は新規供給が少なく、空室率は緩やかな改善傾向になると期待される。

➤ 投資用マンション市況

投資用マンションの市場規模（年間の供給戸数）は近畿が3,000戸程度で比較的安定的。首都圏は2002年から2007年まで8,000戸超で推移していたが、地価上昇や事業者の破綻、開発資金に対する金融機関の融資厳格化などを受け5,000戸前後まで縮小。

主な開発業者は、近畿圏が日本エスリード（8877）、プレサンスコーポレーション（3254）、首都圏がエフ・ジー・ネクスト（8935）、TFDコーポレーション、トーシンパートナーズ、日商ハーモニー、スカイコート、陽光都市開発（8946）、アーバネットコーポレーション（3242）など。

エンドユーザーの個人の投資用マンションの需要は超低金利が継続していることから堅調。販売会社の需要は供給戸数減を受け東京、大阪とも旺盛であり、同社にとっては有利な状況にある。エンドユーザーに住宅ローンを提供しているジャックス（8584）、オリックス（8591）、ダイヤモンドアセットファイナンスなどの融資姿勢にも特に変化はない。

金融機関の不動産融資姿勢の緩和により、今後の供給は緩やかに回復に向かうとみられる。

業 績

11/11 期の利益
は物件売却のコン
トロールにより期初
計画線で着地

● 11/11 期業績解説

11/11 期決算は、前期比 25.8% 増収ながら、利益は概ね横這い。10/11 期には、「神戸ウォーターフロントかもめりあ東地区再開発事業」の業務委託フィー 6.2 億円や「サムティ新大阪フロントビル」のキャピタルゲイン 9.3 億円といった大口の高採算案件があった。これらの反動減を再生流動化案件の売却増や投資用ワンルームマンションの計上戸数の底打ちによりカバーした。期初予想に対しては、売上高は 17.2 億円上回ったものの、営業利益は 1.5 億円、経常利益は 1.1 億円、それぞれわずかながら下回った。純利益はほぼ計画通り（昨年 12 月 22 日に業績予想の修正を発表済み）。当初、浜松の商業施設（簿価 20 億円、リーマンショック前に取得した物件で減損済み）の売却で 1 億円程度の売却益を見込んでいたが、簿価での売却にとどまつたため、他の物件の売却を積み上げた。東日本大震災による保有物件の物理的な損傷はなかった。

セグメント別では、不動産賃貸事業が売上高 43.3 億円（前期比 5.8 億円減）、営業利益 22.4 億円（同 5.1 億円減）、賃料の下落による減収減益ではなく、固定資産を 51 億円売却したことによるもの（取得は 9 億円）。尚、固定資産の売却損益（特別損益）はネットで約 2 億円の益だった。

不動産事業は、売上高 115 億円（同 39 億円増）と物件売却増と投資用マンション分譲の計上戸数の回復により大きく伸び、営業利益は 20.2 億円（同 8.0 億円増）となった。再生流動化、投資用マンション分譲とも同程度の営業利益率だったもよう。再生流動化では、3 年ほど前に仕入れた「サムティ西日本物流センター」のキャピタルゲインが 3 億円強（売却額 19 億円強）と大きかったほか、秋葉原の「ドスパラパーツ館」（キャピタルゲイン 2 億円弱）のように期中に取得し期中に売却できた物件も多かった。

業 績

12/11 期は
積極的な固定資産
の取得を目指す

● 12/11 期業績予想

12/11 期の会社予想の営業利益は 35 億円(前期比 22.8% 増)。資金調達環境の改善を背景に、不動産賃貸事業において 140 億円の収益不動産(固定資産)の取得を目指すことにより賃料収入の回復を見込むほか、用地仕入れ再開後の物件が本格的に売上に上がってくる投資用ワンルームマンション分譲が大幅な增收となろう。再生流動化については保守的な予想になっており、上方修正余地があろう。

固定資産の取得は、東京では取得競争が厳しいため政令指定都市など地方の高利回り物件を中心に取得する方針。NOI 利回りのターゲットは 8.5% 。 140 億円の取得により、賃料収入は年間 12 億円、12/11 期への寄与は半分の 6 億円を見込む。固定資産の取得のための借入に伴う支払利息の増加により営業外損益は悪化見込み。

投資用ワンルームマンションは 467 戸の計上を見込むが、うち約 2 割は東京の物件。

13/11 期も同様
の傾向が続き、
営業増益を維持し
よう

● 13/11 期業績予想

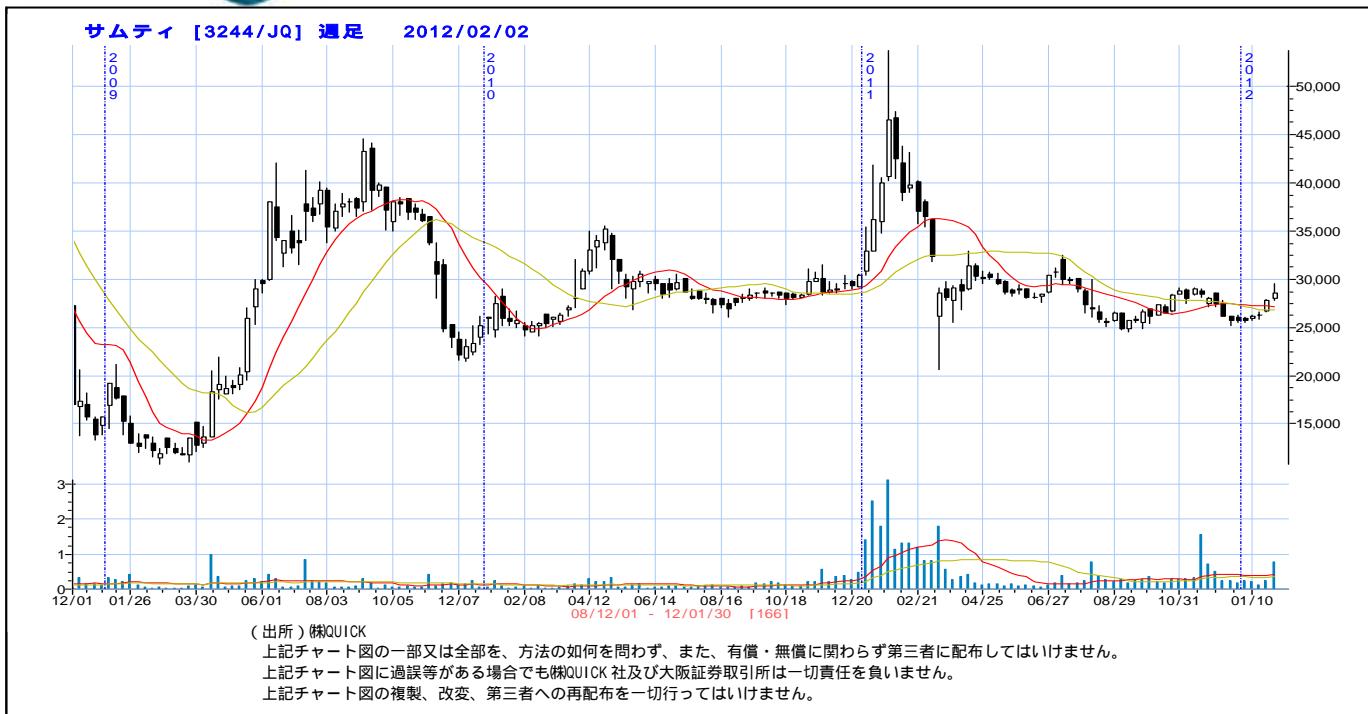
13/11 期も営業増益が続こう。12/11 期に取得した固定資産の通期寄与、固定資産の若干の追加取得により、賃料収入は過去最高を更新しよう。投資用ワンルームマンション分譲も東京の物件が本格的に計上になってくることから伸長が見込まれる。営業外損益は借入金の平残の増加により引き続き悪化が見込まれることや、税負担の正常化により、純利益はほぼ横ばいにとどまろう。

セグメント情報

	(単位)百万円								
	06/11	07/11	08/11	09/11	10/11	11/11	12/11CE	12/11E	13/11E
売上高	16,933	27,835	22,048	15,984	12,903	16,227	20,000	22,000	26,000
不動産	13,488	22,959	16,744	10,329	7,572	11,547	14,700	16,700	20,000
不動産流動化	7,728	14,625	10,056	4,222	6,172	8,147	9,300	10,700	12,000
不動産分譲	5,760	8,334	6,688	6,107	1,399	3,400	5,400	6,000	8,000
不動産賃貸	3,299	4,458	4,876	5,235	4,978	4,336	4,900	4,900	5,600
その他	145	417	427	418	352	343	400	400	400
営業利益	5,345	7,572	4,257	1,974	2,930	2,850	3,500	4,000	4,900
不動産	4,768	6,427	2,890	513	1,223	2,028	2,400	3,000	3,600
不動産流動化	3,701	5,013	1,802	59	na	na	na	2,000	2,200
不動産分譲	1,067	1,414	1,088	454	na	na	na	1,000	1,400
不動産賃貸	1,523	2,157	2,493	2,331	2,758	2,241	2,700	2,700	3,000
その他	25	83	45	105	43	31	100	100	100
消去又は全社	973	1,096	1,172	975	1,095	1,450	1,700	1,800	1,800

(出所)決算短信、有価証券報告書、会社ヒアリング

(注)CEは会社予想、EはTIW予想



			2009/11	2010/11	2011/11	2012/11 予 (アナリスト)
株価推移	株価(年間高値)	円	44,500	35,500	53,700	-
	株価(年間安値)	円	10,800	21,500	20,550	-
	月間平均出来高	株	3,777	2,431	11,536	-
業績推移	売上高	百万円	15,984	12,903	16,227	22,000
	営業利益	百万円	1,974	2,930	2,850	4,000
	経常利益	百万円	192	1,265	1,288	2,000
	当期純利益	百万円	1,506	1,103	1,192	1,500
	E P S	円	11,310.23	8,232.16	7,594.03	9,193.54
	R O E	%	12.2	8.0	7.8	8.7
貸借対照表 主要項目	流動資産合計	百万円	22,621	21,738	21,405	-
	固定資産合計	百万円	57,432	48,066	43,534	-
	資産合計	百万円	80,113	69,834	64,953	-
	流動負債合計	百万円	23,953	27,443	18,534	-
	固定負債合計	百万円	43,077	27,957	30,518	-
	負債合計	百万円	67,031	55,401	49,052	-
	株主資本合計	百万円	13,110	14,466	15,893	-
	純資産合計	百万円	13,082	14,432	15,900	-
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	3,551	7,577	6,615	-
	投資活動によるCF	百万円	2,221	4,091	618	-
	財務活動によるCF	百万円	-7,697	-10,540	-7,171	-
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	3,283	4,409	3,954	-

リス ク 分 析

事 業 に 関 す る リ ス ク

● 事業に関するリスク

- ・マイルストーン・キャピタル・マネジメントに対し発行されたワラントの未行使分（1月26日現在で6,096株）が転換された場合の希薄化。ただし、残り全てが行使されても、発行済株式数は3.7%増加するに過ぎない。足元の株価は行使価格近辺であり、行使されないと2012年6月末で失効する。
- ・キャップレート（還元利回り）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恐れ。
- ・相対的な調達金利の高さ。ただし、資金調達環境の改善や同社の業績回復により借入条件は改善傾向。
- ・収益不動産やマンション用地の取得競争の激化。

業 界 に 関 す る リ ス ク

● 業界に関するリスク

- ・欧州金融危機などにより金融機関の不動産融資姿勢が再び厳格化される可能性（現在のところその兆候はない）。
- ・金利上昇。
- ・投資用マンションの電話勧誘に係る行政の規制強化。陽光都市開発は執拗な電話勧誘を行ったとして宅建業法違反で2011年2月1日から22日間の営業停止処分を受けた。同社はエンドユーザーへの直販を行っておらず、直接の影響はない。
- ・消費税引上げは投資用マンションの価格上昇要因（利回り低下要因）となり、需要が減退する懸念。
- ・大地震の発生。

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式会社ティー・アイ・ダヴィリュ（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>