

サムティ

(3244・JASDAQ スタンダード)

2012 年 6 月 25 日

第三者割当による優先株式を発行へ

アップデートレポート

(株)ティー・アイ・ダヴリュ
堀部 吉胤

主要指標 2012/6/21 現在

株 価	32,550 円
年初来高値	53,800 円 (3/14)
年初来安値	25,500 円 (1/6)
発行済株式数	169,319 株
売 買 単 位	1 株
時 価 総 額	5,511 百万円
予 想 配 当 (会 社)	1,200.0 円
予 想 E P S (ア ナ リ ス ト)	7,087.21 円
実 績 P B R	0.35 倍

直前のレポート発行日

ベーシック 2012/2/2

仕入れ強化のために 18 億円の優先株式を発行へ

5 月 17 日に第三者割当による 18 億円の優先株式の発行を発表。7 月 5 日に発行予定。割当先はマイルストーンターンアラウンドマネジメント。リーマンショック後の資金調達環境の激変に伴う資産圧縮局面から資産再拡大局面に入っており、エクイティファイナンスの可能性が高まっていたためサプライズはない。

優先株式のスキームはやや複雑であるが、基本的には、2013 年 11 月末までにシンガポール市場への上場申請を目指し、上場時に普通株式に転換し、売出すことを想定している。転換価格は 36,000 円。全て普通株式に転換されると発行済株式数は 5 万株増加する。希薄化率は 29.53%。

優先株式取得により得た資金はレバレッジを効かせ、70 億円程度の収益不動産を取得し、EPS の希薄化を緩和する方針。

仕入れの進捗は計画に対し大幅に遅れている

12/11 期は賃貸等不動産（固定資産）を 140 億円取得するという積極的な仕入れ計画を掲げているが、1Q（12-2 月）はわずか 4.4 億円の取得にとどまった。2Q 累計（12-5 月）でも 20 億円程度にとどまったもよう。利回りを重視した姿勢で臨んでいることによる。再生流動化（短期の買取再販）案件の仕入れも低調なため、TIW 業績予想を前回予想から下方修正した。優先株式発行により調達する資金を使った今後の仕入れ活動に注目したい。

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	1Q(12-2月)	実 績	1,914	16.4	443	-13.3	81	27.4	90	2.0 倍	637.33
2012/11	1Q(12-2月)	実 績	2,342	22.4	381	-13.9	5	-93.5	-30	赤 転	-188.04
2011/11	通 期	実 績	16,227	25.8	2,850	-2.7	1,288	1.8	1,192	8.1	7,594.03
2012/11	通 期	新・会社予想 (2012 年 4 月発表)	12 年 1 月に公表された会社予想から変更なし。								
		旧・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
		新・アナリスト予想	20,400	25.7	3,300	15.8	1,500	16.5	1,200	0.7	7,087.21
		旧・アナリスト予想 (2012 年 2 月発表)	22,000	35.6	4,000	40.4	2,000	55.3	1,500	25.8	9,193.54
2013/11	通 期	新・アナリスト予想	23,000	12.7	3,900	18.2	1,900	26.7	1,100	-8.3	5,906.01
		旧・アナリスト予想 (2012 年 2 月発表)	26,000	18.2	4,900	22.5	2,700	35.0	1,600	6.7	6,496.61

資金調達環境は
良好だが、不動産
売買は引き続き低調

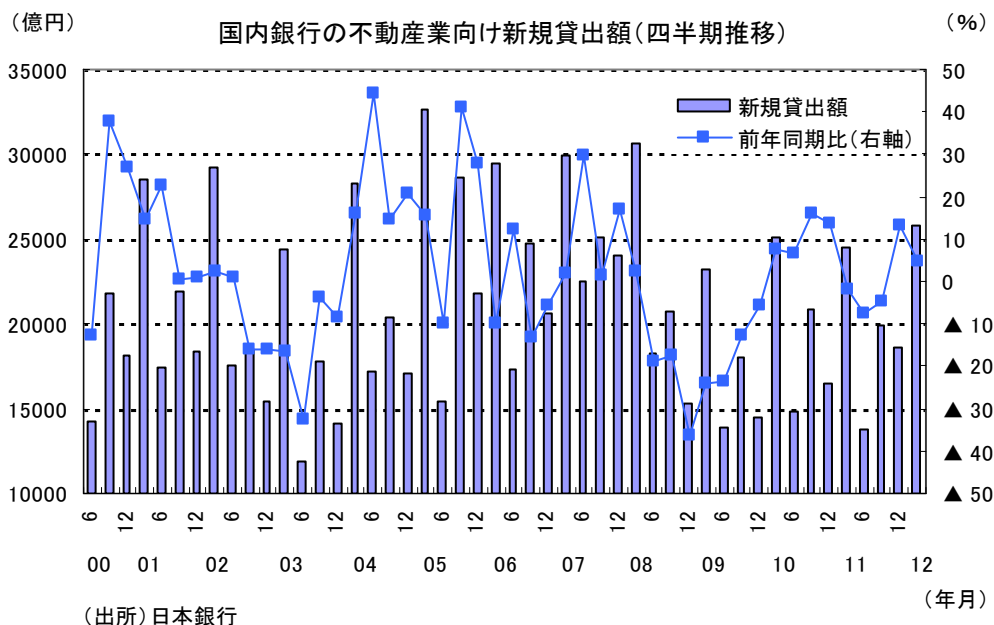
● 経営環境解説

➤ 不動産投資市場

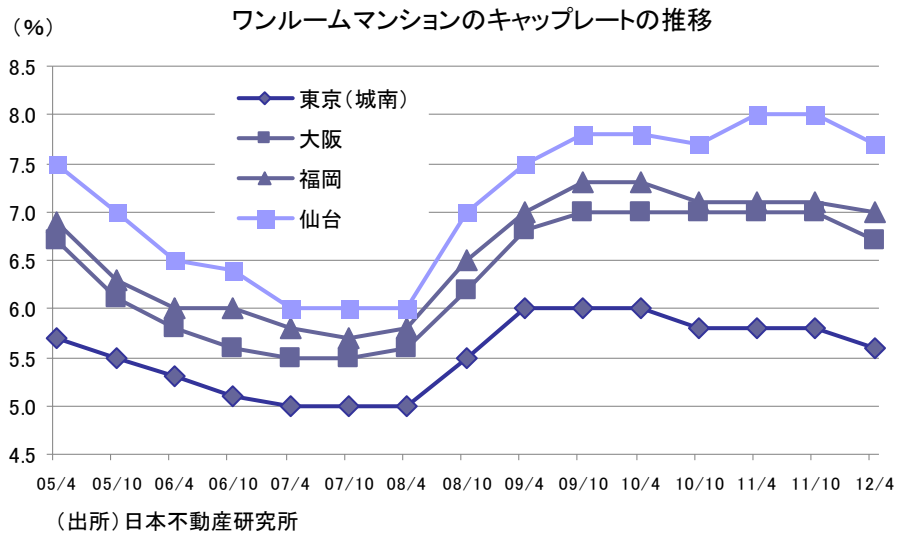
デットの資金調達環境は、金融緩和が継続される中、良好な状態が続いている。超低金利の継続もあり、REIT、私募ファンド、事業法人、個人富裕層とも収益不動産への投資意欲は非常に強い。特に当社が得意とするレジデンスは賃料が安定していることから、人気を集めており、ワンルームマンションのキャップレート（期待利回り）は東京をはじめとして低下傾向にある。

半面、良好な金融環境はリファイナンスを容易にし、私募ファンドなどからの優良物件の売却が増えないことにもつながっており、市場からの物件の取得は容易ではない。オフィスでは賃料の底入れがなかなかみえてこないことから買い手と売り手の価格目線の乖離が縮まらないこともあり、目立った不動産取引はREITとスポンサー間の取引に限られるなど、低調な状態が続いている。

来年3月に金融モラトリアム法（中小企業等金融円滑化法）の期限が切れることなどから、当社が主な投資対象とする中小型物件の市場放出が年末に向け増加することに期待したい。



業 績



投資用マンション の需要は底堅い

➤ 投資用マンション市況

市況に特段の変化はない。エンドユーザーの需要は超低金利の継続、公的年金への不信などを背景に堅調に推移している。一方、都心の用地取得難から新規物件の供給が少ないため、販売会社は売り物件の確保に苦勞しており、当社のように販売会社に卸を行っている会社にとっては売り手市場の状況となっている。

1Q 決算は大きな イベントがなく 静かな立ち上がり

● 12/11 期 1Q (12-2 月) 業績解説

1Q 決算は、売上高 23.4 億円（前年同期比 22.4%増）、営業利益 3.8 億円（同 13.9%減）。例年同様、1Q は再生流動化（短期の買取再販）案件の売却が少なく、静かな立ち上がり。セグメント利益の合計は 7.2 億円（同 0.3 億円増）と小幅に増加したが、過去から保有する大型の販売用不動産のリファイナンスに係るアップフロントフィー 0.98 億円を営業外費用ではなく、販管費（全社費用）として処理したため、営業利益は減益となった。

基盤の賃貸事業の売上高は 9.9 億円（前年同期比 0.9 億円減）、営業利益 5.3 億円（同 0.3 億円減）。11/11 期の一部固定資産の売却を受け、若干の減収減益となったが、ポートフォリオに占めるオフィスのウェイトが限定的なため、概ね安定的に推移している。

業 績

リーマンショック
前に仕入れた
マンション用地の
販売は完了

不動産事業の売上高は 12.6 億円（前年同期比 5.2 億円増）、営業利益は 1.7 億円（同 0.5 億円増）。不動産事業は不動産流動化とマンション分譲から構成されており、それぞれの売上高は、投資用マンション分譲（1 棟卸）が 8.1 億円、再生流動化案件の売却が 4.5 億円（小型の店舗など 2 物件）。投資用マンション分譲では、「サムティ南堀江 LUCE」（大阪市西区）、「S-RESIDENCE 難波 EAST」（大阪市浪速区）など 3 棟 54 戸を引渡した。セグメントの営業利益率は 13.6%（同 1.4pt 減）とやや低下。再生流動化案件のキャピタルゲインが小さかったほか、投資用マンション分譲 3 棟のうち 1 棟がリーマンショック前に用地を仕入れた案件だったため。リーマンショック前に仕入れた投資用マンション用地の販売はこれで完了した。

(単位)百万円

	10/11				11/11				12/11	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q CE
売上高	1,644	4,091	4,382	2,784	1,914	4,783	3,860	5,669	2,342	5,258
不動産販売	253	2,695	3,084	1,593	743	3,624	2,681	4,499	1,263	na
賃貸事業	1,311	1,304	1,211	1,096	1,087	1,071	1,097	1,080	995	na
その他	79	92	86	95	83	87	81	91	84	na
売上原価	782	2,405	2,929	1,944	1,012	3,323	2,627	4,397	1,346	na
売上総利益	861	1,686	1,453	841	902	1,459	1,233	1,273	996	na
販売管理費	350	506	456	598	458	493	462	602	614	na
営業利益	511	1,179	997	242	443	965	771	670	381	819
不動産販売	▲ 6	790	828	▲ 389	113	1,086	407	419	172	na
賃貸事業	716	678	359	1,004	567	554	584	535	537	na
その他	10	16	2	14	4	15	1	10	11	na
連結調整	▲ 209	▲ 305	▲ 192	▲ 388	▲ 244	▲ 690	▲ 222	▲ 293	▲ 339	na
営業外収益	25	55	7	60	101	3	6	5	5	na
営業外費用	472	547	412	382	463	445	379	391	381	na
支払利息・支払手数料	460	536	400	364	456	438	367	380	376	na
経常利益	64	687	593	▲ 80	81	523	398	285	5	295
特別利益	12	295	252	39	82	0	0	140	0	na
特別損失	0	422	163	160	1	11	3	25	19	na
税金等調整前純利益	76	561	682	▲ 201	163	512	395	399	▲ 14	na
法人税等	31	221	▲ 99	▲ 137	72	245	168	▲ 577	18	na
少数株主利益	0	0	0	0	0	0	0	0	▲ 1	na
純利益	45	339	781	▲ 63	90	267	227	607	▲ 30	230

(出所) 決算短信をもとに TIW 作成

(注) CE は会社予想

賃貸事業の営業利益が、10/11 期 3Q に少ないのは販売用不動産の評価損を賃貸事業で認識したため。

逆に 4Q の営業利益が膨らんでいるのは、販売用不動産に係る原価を不動産販売で認識したため。

業

績

仕入れは遅れ気味

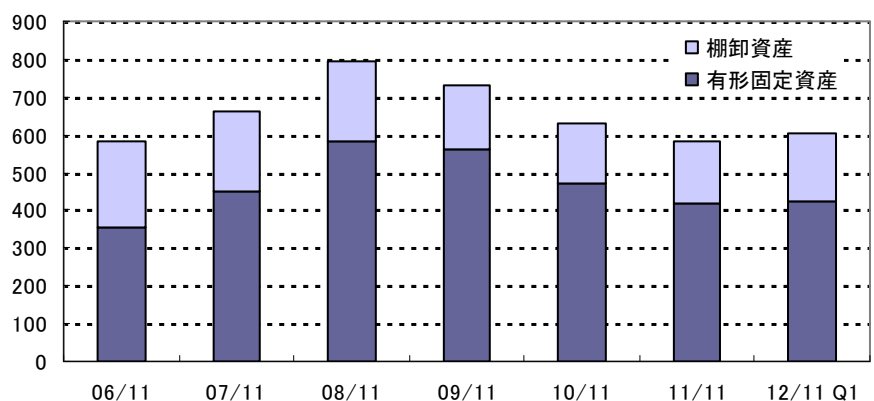
1Q の棚卸資産の仕入れは、流動化案件が都心の商業施設、地方のレジデンスの 2 物件、計 18 億円、投資用マンション用地が 3 物件（150 戸相当分）、20 億円強。流動化案件は具体的には、「有楽町イトシア」の 4 階部分（東京都千代田区の商業施設で 4 階部分は映画館）と「多賀城ロジュマン G 棟」（宮城県多賀城市の高層レジデンス）。後者の NOI（減価償却前賃貸利益）利回りは 10%程度のもよう。

固定資産としては、大阪府茨木市のレジデンス「イトーピア紫明園」（3LDK29 戸）を 4.4 億円（NOI 利回り 9.9%）で仕入れた。

リーマンショック以降の資金調達環境の悪化に伴い賃貸用不動産の売却を進めてきたが、金融環境の好転を受け、積極的な仕入れを行う方針に転じている。今期は 140 億円の賃貸用不動産の取得を目指しているが、利回り面で妥協しない姿勢で臨んだ結果、スロースタートとなった。尚、2Q（3-5 月）に入って、福岡のオフィスビル「博多祇園ビル」の取得がリリースされている。私募ファンドから 16 億円弱で取得したもよう。

（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

利回りの高い地方
物件の取得に注力

賃料の安定している都心のレジデンスは個人富裕層や事業会社、私募ファンドなどの取得意欲が強く、キャップレートは低下傾向にあり、利回り面から妙味が薄れている。このため当社では、10%前後の利回りが見込める地方のレジデンスを積極的に取得する方針。立地によってはオフィスの取得も行う。地方物件に注力するのは、地方の金融機関の融資姿勢が積極的で資金調達しやすい面もある。地方物件は利回りが高いことと引換えに流動性が低いいため、固定資産として保有する方針。

業 績

北海道に事業 エリアを拡大へ

地方物件の取得強化策として、2月に不動産・金融のアドバイザリー会社の（株）ビーロットと業務提携したほか、6月に福岡支店を4月に取得した「博多祇園ビル」内に開設した。ビーロット社は、本社が港区赤坂だが、札幌支店を開設しており、札幌を中心とする北海道エリアにおいて豊富な情報を有している。当社はこれまで北海道における投資実績がなく、ビーロット社との提携を契機に札幌での投資を始める。

積極仕入れの ために優先株式を 発行へ

収益不動産取得のためのデットの資金調達環境は良好なものの、取得には一定の自己資金を必要とすることや、自己資本比率を維持するため（1Q末の自己資本比率23.7%）、5月17日にマイルストーンアライアメントに対する第三者割当による優先株式の発行を発表した（詳細は8ページ参照）。

仕入れの遅れを 考慮し、TIW 業績 予想を下方修正

● 12/11 期業績予想

12/11 期会社業績予想の修正はなく、営業利益予想は35億円（前期比22.8%増）。不動産賃貸事業において140億円の賃貸用不動産（固定資産）の取得を前提にしており、これに伴う今期への賃料収入の寄与は6億円を見込んでいる（年間ベースで12億円の想定）。尚、取得した収益不動産を販売用不動産、固定資産のいずれに振り分けても賃料収入は不動産賃貸事業に計上される。先述の通り、仕入れには積極姿勢ながら取得競争は厳しく、利回り面で妥協をしていないため、2Q累計の固定資産の取得は約20億円にとどまったとみられる。基本的に1件当たり5～10億円の中小型物件の取得を中心としているため、一気に巻き返すのは困難とみられ、不動産賃貸事業の利益は計画未達になる可能性が高いだろう。

ただし、前期比では、下期に比較的大規模の大きい大阪の商業ビルのキャピタルゲインが見込まれているほか、投資用分譲マンションの引渡戸数の拡大により増益が見込まれる。

尚、営業外費用には優先株式発行関連費用0.5億円弱が計上されるが、これまでのところ仕入れが低調なため、支払利息が想定を下回るとみられ吸収できよう。

● 13/11 期業績予想

13/11 期業績は、優先株式発行により得た資金を使った今後の収益不動産の仕入れ動向に左右される。今後の仕入れの進捗に注目したい。12/11 期上期の仕入れが低調だったため、前回のTIW業績予想からは下方修正する。

純利益が微減益予想なのは、税負担が正常化するため。尚、優先株式の配当支払いは発生しない（8ページ参照）。

今後の仕入れ動向 に注目

業

績

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	20,400	23,000
不動産	13,488	22,959	16,744	10,329	7,572	11,547	14,700	15,500	17,500
不動産流動化	7,728	14,625	10,056	4,222	6,172	8,147	9,300	9,500	9,500
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	4,500	5,100
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	3,300	3,900
不動産	4,768	6,427	2,890	513	1,223	2,028	2,400	2,600	2,800
不動産流動化	3,701	5,013	1,802	59	na	na	na	1,600	1,400
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	2,400	2,800
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

優先株式発行の概要

18 億円の優先株式を発行へ

5 月 17 日にマイルストーン・ターンアラウンド・マネジメント（以下、MTM 社）を引受先とする第三者割当による優先株式の発行、及び MTM 社との業務提携を発表。7 月 4 日予定の臨時株主総会の承認を前提に 7 月 5 日に発行予定。2010 年 6 月にマイルストーン・キャピタル・マネジメントに対し、第三者割当によるワラント（新株予約権）を発行している。社名は似ているが、全くの別会社。

MTM 社は経営、財務、事業に関するコンサルティングや投資業務を行っており、株主は社長の早瀬 恵三氏を筆頭に SMBC ベンチャーキャピタル、日本政策投資銀行、住友不動産販売。早瀬社長は三井住友銀行出身で同行の系列のマックスリアルティの常務などを歴任。MTM 社とは、業務提携契約も締結し、今後の海外におけるビジネス展開を踏まえた資本政策、事業戦略、資金調達に関する助言を受ける。

シンガポール上場を目指し、優先株式は上場時に普通株式に転換し売出される予定

優先株式の発行額は 18 億円（手取概算額 17.55 億円）。MTM 社の資金回収のための出口としては、主に以下の 3 通りがある（スキームが複雑なため単純化して説明している）。

- ① 2013 年 11 月末までにシンガポール市場に上場申請することを目指し（国内を含めた他市場の可能性も）、上場時に普通株式に転換し、売出に利用する。転換価格は 36,000 円。全て普通株式に転換されると普通株式は 5 万株増加し、希薄化率は 29.53%。尚、この場合も JASDAQ 上場は継続する。
- ② シンガポール市場など他市場への上場ができない場合、あるいは売出価格の低迷により MTM 社が投下資本を回収できない場合、当社が優先株式を買い戻す。優先株式発行から買戻しまでの期間の利息相当額として、年率 10%複利で計算した金額を 18 億円に加算して支払う。尚、2013 年 12 月 1 日から買戻しまでの期間については、年率 5%の優先株配当を支払うが、この分については買戻し時に 10%複利で計算した利息相当額から控除される。
- ③ ②と同様の場合、普通株式に転換し、保有又は市場で売却する。②の方法による優先株式の買戻しと組み合わせることもありうる。

単純な公募増資に比べ希薄化のタイミングを遅らせる効果がある

①がメインシナリオであり、シンガポール市場上場のための形式要件は既に満たしている。この場合、優先株式発行から普通株式への転換までの期間の優先株式への配当は一切発生しない。単純な公募増資に比べ、今回のスキームは希薄化のタイミングを遅らせることができ、この間に優先株式発行により得た資金を使って収益不動産を取得し、利益を拡大させることで EPS の希薄化を緩和することができる。

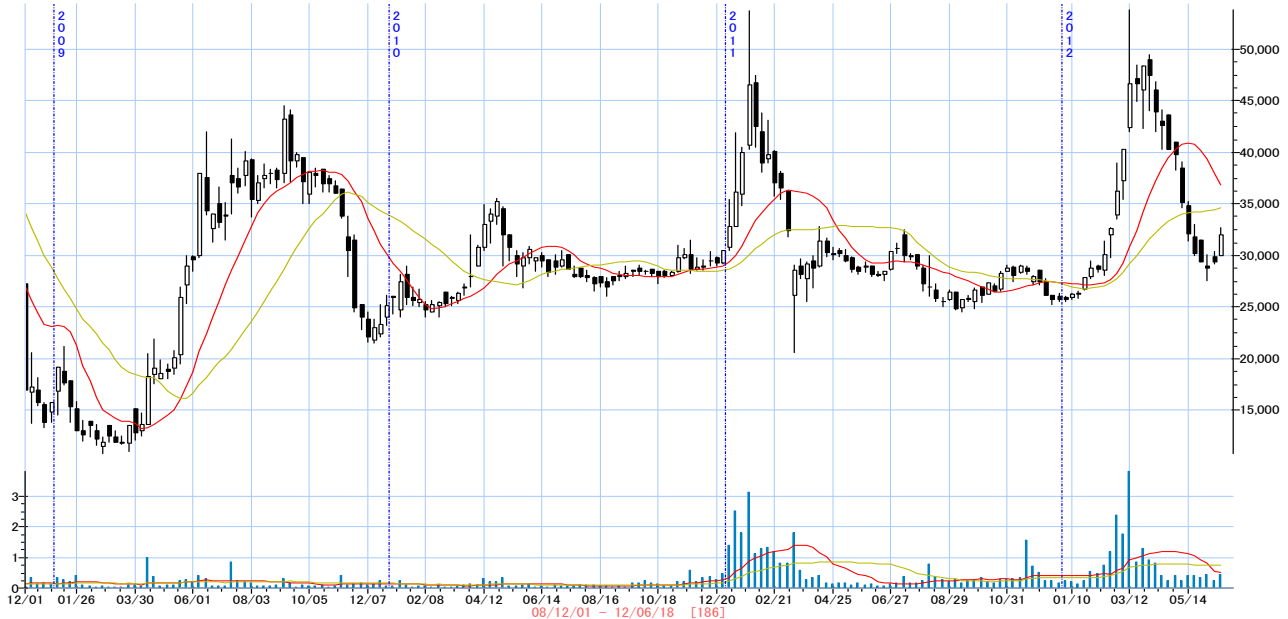
優先株式発行の概要

調達資金は2013年2月までに仕入れ資金として使い切る予定。レバレッジを効かせ（LTV75%程度を想定）、70億円程度の収益不動産（販売用不動産又は賃貸用不動産）を取得する方針。全て賃貸用不動産の取得に充てると、NOI利回り9%で取得しても純利益の押し上げ効果は1.7億円程度にとどまると試算されるため（デットの調達金利3%、法人税率40%を前提とした）、短期の買取再販案件の取得も織り交ぜて利益の拡大を図る考え。

優先株式としての
保有期間は2年を
目途とする

シンガポール市場などに上場できないなどの理由で、優先株式を買戻すことになった場合の金利は10%複利とかなり高いが、その場合でも優先株式としての保有期間は2年を目途としているため金利負担は限定的。また、収益不動産の取得にはレバレッジを効かすため、LTVを75%、デットの調達金利を3%とすると、エクイティとデット合算の調達金利は4.75%にとどまり、高利回りの収益不動産を取得すれば採算に合う。

サムティ [3244/JQ] 週足 2012/06/25



(出所) 株式会社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けません。
上記チャート図に過誤等がある場合でも株式会社QUICK 社及び大阪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なってはけません。

			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	20,400
	営 業 利 益	百万円	1,974	2,930	2,850	3,300
	経 常 利 益	百万円	192	1,265	1,288	1,500
	当 期 純 利 益	百万円	1,506	1,103	1,192	1,200
	E P S	円	11,310.23	8,232.16	7,594.03	7,087.21
	R O E	%	12.2	8.0	7.8	7.1
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

- マイルストーンターンアラウンドマネジメントに対する優先株式 18 億が普通株式に転換された場合、29.53%の株式の希薄化が生じる。また、普通株に転換されなかった場合は年 10%複利の金利負担が生じる。
- 改善傾向ではあるが、調達金利が相対的にまだ高い。
- 収益不動産やマンション用地の取得競争の一段の激化。
- 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。

業界に関するリスク

● 業界に関するリスク

- 欧州債務危機の長期化などによる金融機関の不動産融資姿勢が厳格化される恐れ。
- 財政悪化による長期金利の上昇の恐れ。
- 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。
- 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>