

REIT REPORT

|| リートレポート ||

サムティ・レジデンシャル投資法人

3459 東証 REIT

2017年11月14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
■ 同 REIT の概要	03
1. 同 REIT 及びそのスポンサー	03
2. 投資方針とポートフォリオの状況	03
■ J-REIT 市場の現状	05
1. J-REIT とは	05
2. 投資判断のポイント	06
■ 同 REIT の特徴	07
1. 成長モデル	07
2. 利益超過分配金の還元	07
3. ポートフォリオの特徴と優位性	08
■ 業績動向	09
1. 上場からの業績推移	09
2. 2017年7月期(第4期)の業績	11
3. 財務状況	12
4. 2018年1月期(第5期)以降の業績見通し	13
■ 成長戦略とその進捗	13
1. 成長戦略	13
2. 成長戦略の進捗	14
■ ベンチマーキング	18

■ 要約

主要地方都市を中心としたレジデンス投資に特徴。 着実な内部成長により計画を上回る運用成果を実現

サムティ・レジデンシャル投資法人<3459>は、関西を基盤として主要地方都市への投資実績が豊富なサムティ<3244>をスポンサーとする REIT である。2015年3月に設立され、2015年6月に東京証券取引所の不動産投資信託証券市場（J-REIT 市場）に上場した。決算期は年2回（1月、7月）である。スポンサーのサムティは、自社開発ブランド「S-RESIDENCE」シリーズ等による不動産事業（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（賃貸マンションの運営等）を両輪とし、ビジネスホテルの開発・運営等も手掛けている。主要地方都市における賃貸物件（レジデンス）の開発実績やリーシング力（賃貸付け）等に強みがある。

同 REIT の最大の特徴は、「主要地方都市を中心としたレジデンスへの投資」及び「サムティグループの活用」にある。特に、サムティグループが開発・保有する物件の安定供給（優先交渉権の付与）や多岐にわたるスポンサーサポートは同 REIT の強力な成長エンジンとなっている。運用資産は49物件、取得価格合計は51,551百万円であり、J-REIT の中ではまだ小さいが、当面の目標である資産規模1,000億円に向けたパイプラインは順調に積み上がっている。

2017年7月期（2017年2月1日－2017年7月31日）の業績は、物件取得による外部成長がなかったものの、営業収益が1,840百万円（2017年1月期比1.9%増）、営業利益が759百万円（同10.7%減）、経常利益が614百万円（同1.4%増）、当期純利益が613百万円（同1.4%増）となり、1口当たり分配金（利益超過分配金を含む）が2,670円と2017年1月期比25円増加した。また、業績予想に対しても、賃料収入や礼金、更新料の収入の増加やコスト削減など着実な内部成長により、営業収益及び各利益、1口当たり分配金（利益超過分配金を含む）のすべてが計画を上回っており、順調な運用成果を残したと評価できる。

同 REIT では2018年1月期（2017年8月1日－2018年1月31日）と2018年7月期（2018年2月1日－2018年7月31日）の業績予想を開示しており、2018年1月期は、営業収益1,826百万円（2017年7月期比0.8%減）、営業利益778百万円（同2.6%増）、経常利益615百万円（同0.0%増）、当期純利益614百万円（同0.0%増）、1口当たり分配金（利益超過分配金を含む）2,670円（2017年7月期比横ばい）を計画。また、2018年7月期は、営業収益1,842百万円（2018年1月期比0.9%増）、営業利益794百万円（同2.0%増）、経常利益615百万円（同0.0%増）、当期純利益614百万円（同0.0%増）、1口当たり分配金（利益超過分配金を含む）2,670円（2018年1月期比横ばい）を計画しており、引き続き、安定した業績が推移する見通しである。弊社では、前提条件に合理性があることや安定的なキャッシュフローから判断して、業績予想の達成は十分に可能とみている。むしろ、2017年7月期と同様、賃料収入の増加やコスト削減などによりどれだけ業績の上乗せができるかがポイントになるだろう。

要約

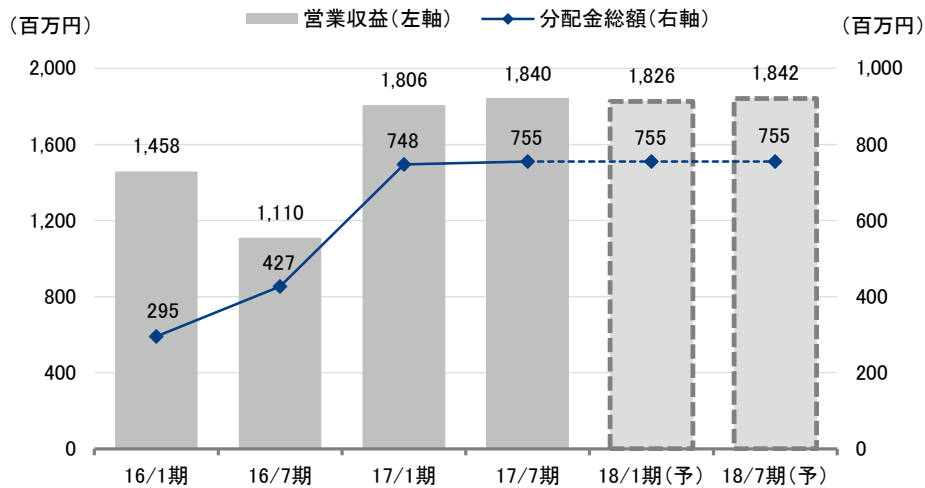
同 REIT の成長戦略は、スポンサー開発物件の「S-RESIDENCE」の継続的な取得を中心とし、それに加えてスポンサー保有物件やスポンサー以外の第三者が保有する物件を取得とする外部成長と、地域特性や物件特性等を勘案したリーシングやコスト削減などによる内部成長を軸としたものである。当面の目標として、資産規模 1,000 億円の達成を目指している。弊社では、外部成長については、パイプライン（検討中を含む）が順調に積み上がっていることから目標達成は射程圏内にあるものと評価している。また、内部成長についても、各主要地方都市における規模拡大が進むことにより、運用効率がさらに高まる効果が期待できるほか、地域特性にあった運用ノウハウの蓄積により着実な成長が可能であるとみている。

また、他のレジデンス特化型 J-REIT と比較すると、分配金利回りや NAV 倍率などから判断して同 REIT の投資口価格には明らかな割安感がある。したがって、今後、資産規模の拡大に向けた道筋や知名度の向上、運用実績の積み上げなどの進展により、調整される余地は十分にあるものと判断している。

Key Points

- ・主要地方都市を中心としたレジデンス投資を特徴とする J-REIT
- ・サムティグループによる物件の安定供給や多岐にわたるスポンサーサポートに強み
- ・2017年7月期は着実な内部成長により計画を上回る運用成果を実現
- ・当面の目標として、資産規模 1,000 億円を目指す

業績の推移



注：16/1期は2015年3月16日～2016年1月31日の11ヶ月間の実績
出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

■ 同 REIT の概要

主要地方都市を中心としたレジデンス投資を特徴とする J-REIT。 サムティグループによるスポンサーサポートに強み

1. 同 REIT 及びそのスポンサー

同 REIT は、関西を基盤として主要地方都市への投資実績が豊富なサムティをスポンサーとし、サムティアセットマネジメントへ資産運用を委託する REIT である。2015 年 3 月に設立され、2015 年 6 月に東京証券取引所の不動産投資信託証券市場（J-REIT 市場）に上場した。決算期は年 2 回（1 月、7 月）である。

スポンサーであるサムティは、1982 年 12 月に大阪市東淀川区に設立された総合不動産会社である。自社開発ブランド「S-RESIDENCE」シリーズ等による不動産事業（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（賃貸マンションの運営等）を両輪とし、ビジネスホテルの開発・運営等も手掛けている。主要地方都市における賃貸物件（レジデンス）の開発実績やリーシング力（賃貸付け）等に強みがある。

同 REIT の最大の特徴は、「主要地方都市を中心としたレジデンスへの投資」及び「サムティグループの活用」にある。特に、サムティグループが開発・保有する物件の安定供給（優先交渉権の付与）や多岐にわたるスポンサーサポートは同 REIT の強力な成長エンジンとなってきた。J-REIT 全銘柄（59 銘柄）のうち、レジデンス（住居系）特化型は 8 銘柄が存在するが、主要地方都市を中心としたものは唯一である。運用資産は 49 物件、取得価格合計は 51,551 百万円であり、J-REIT の中ではまだ小さいが、当面の目標である資産規模 1,000 億円に向けたパイプラインは順調に積み上がっている。

高い稼働率により安定的なキャッシュフローを生み出すポートフォリオ

2. 投資方針とポートフォリオの状況

(1) 投資方針

a) レジデンス（賃貸住宅）を中心としたアコモデーションアセット等への投資

レジデンスを 80% 以上組み入れるとともに、20% 以下であれば運営型施設（ホテル及びヘルスケア施設等）も可能となっている（現時点での実績はない）。また、レジデンスについては、堅調な単身世帯需要の取り込みが期待できるシングル及びコンパクトタイプ※の物件を重視している。

※ シングルタイプは戸当たりの専有面積が 30㎡未満、コンパクトタイプは戸当たりの専有面積が 30㎡以上 60㎡未満。

b) 主要地方都市を中心とした投資

主要地方都市（札幌市、仙台市、名古屋市、京都市、大阪市、神戸市、広島市及び福岡市）に 50% 以上組み入れる一方、その他地方都市は 20% 以下とし、首都圏は 30% 程度とする方針である。*

※ 取得価格ベース。上記投資比率は目標であり実際のポートフォリオの状況はこれと乖離する場合がある。

同 REIT の概要

(2) ポートフォリオの状況

a) エリア別投資比率

主要地方都市が 67.4%、その他地方都市が 15.1%、首都圏が 17.5% となっており、地方都市比率は合わせて 82.5% に上る。レジデンス投資については高稼働率が期待できる首都圏を中心とする J-REIT がほとんどの中で、地方都市中心で高い稼働率(2017年7月末時点で 95.6%)を誇る同 REIT の存在はユニークと言える。また、近畿が 32.0%、東海が 22.7% と高い比率となっているが、九州 12.2%、東北 9.2%、北海道 5.3%、北関東 1.2% と全国に展開しているところも特徴と言える。

b) 築年数別比率

2017年7月末時点の築年数は、5年未満が 31.0%、5年以上10年未満が 30.4%、10年以上15年未満が 31.0%、15年以上20年未満が 7.6% となっており、平均築年数は 8.4年とレジデンス系 REIT の中で最も築浅で、物件が比較的新しいところに特徴がある。築浅物件が多いということは、修繕にかかる費用を低く抑えられることや、利用者の人気が高く高稼働率に結び付くところにメリットがある。

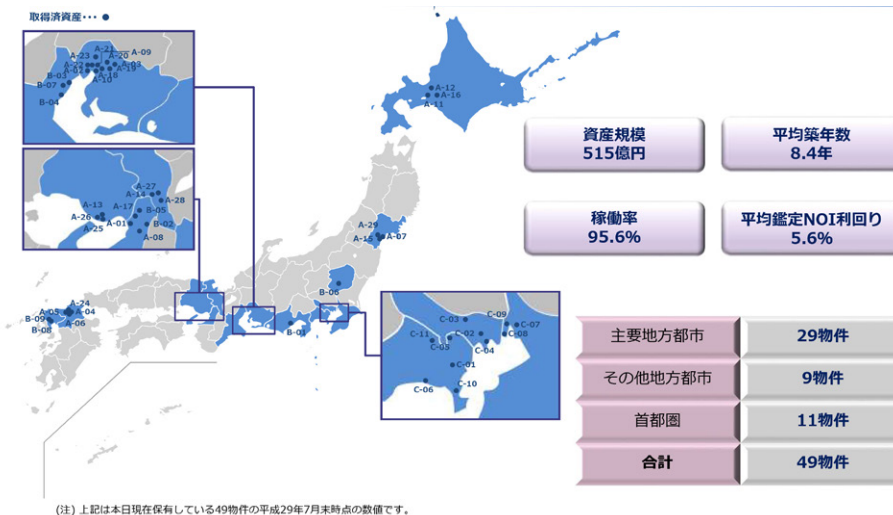
c) レジデンス戸当たり平均面積比率

シングルが 53.7%、コンパクトが 36.0% と両方合わせて 89.8% となる。残りはファミリータイプとなっている。

d) 取得先別投資比率

物件取得ルートは、スポンサーによる開発及び保有・ウェアハウジングによるものが 66.7% を占め、それ以外ではブリッジファンドの活用が 14.8%、外部からの取得が 18.6% となっている。また、保有物件の情報ルートでは、スポンサーによるものが 46.7% である一方、同 REIT の運用会社によるものが 53.3% となっている。

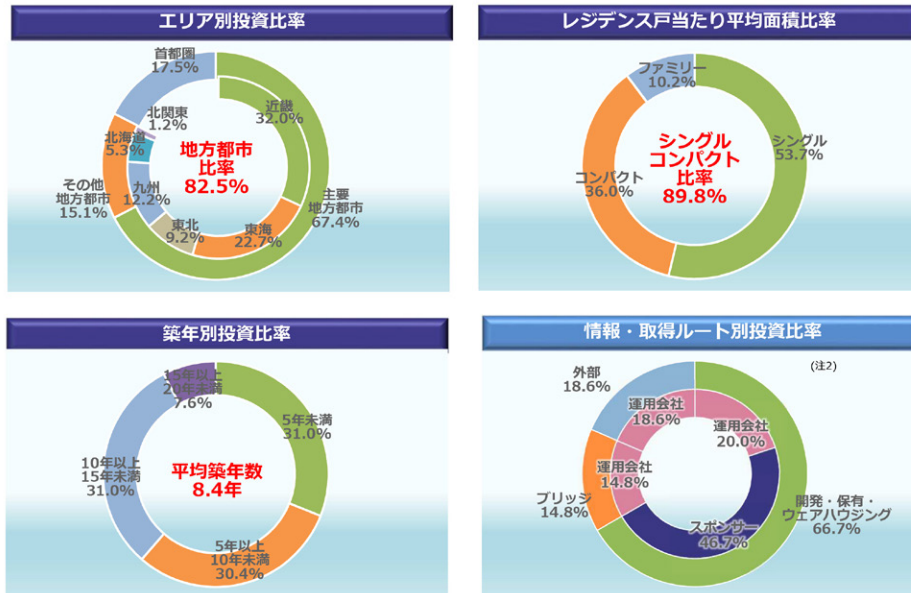
ポートフォリオの概要



出所：決算説明会資料より掲載

同 REIT の概要

保有物件の構成



(注1) 各比率は本日現在保有している49物件の取得価格ベースで算出しています。
(注2) 外円は保有物件の取得ルートを、また、内円は保有物件の情報ルートの比率を記載しています。
出所：決算説明会資料より掲載

J-REIT 市場の現状

J-REIT 市場は外部環境による追い風や、投資対象の多様化などにより順調に拡大

1. J-REIT とは

投資家から集めた資金で収益不動産（オフィスやレジデンス、商業施設など）へ投資し、そこから得られた不動産収入を原資として投資家に分配する金融商品である。投資対象が安定したキャッシュフローを生み出す収益不動産であることに加え、比較的高い利回り※が期待できるところに特徴があり、分かりやすく言えば、ハイリスク・ハイリターン型の株式とローリスク・ローリターン型の債券の中間（ミドルリスク・ミドルリターン型）に位置するものと言える。2017年9月末のJ-REIT全体の時価総額は約11兆2,978億円、銘柄数は59の規模に上る。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。また、最近では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。

※ 2017年9月末現在のJ-REIT平均分配金利回りは4.16%（フィスコ調べ）。

J-REIT 市場の現状

東証REIT指数の推移



出所：東京証券取引所ホームページよりフィスコ作成

2. 投資判断のポイント

J-REIT に対する投資判断は、安定性及び成長性、収益性の視点から、いかに収益不動産からのキャッシュフローを安定的かつ持続的に成長させていけるかがポイントと言える。特に、保有物件(アセットタイプ)によってキャッシュフローの質が大きく変わることから、各 REIT の投資方針やポートフォリオの状況に注意する必要がある。同 REIT の投資対象であるレジデンスは、一般的に言えば、景気の影響を比較的受けづらく、利用者が小口分散されていることからキャッシュフローの安定性は高いと言える。半面、オフィス型などに比べると収益性の面で若干落ちる傾向がみられる。

なお、安定性の評価には、「賃料単価」や「稼働率」の推移(変動)、成長性の評価には、「資産残高の伸び」のほか、「賃料単価」や「稼働率」の改善(余地)、「賃貸事業費用」等の削減(余地)、収益性の評価には、「NOI 利回り」※1や「利益率」の高さなどが重要な指標となっている。また、財務基盤の安定性や今後の物件取得に向けた資金調達力を維持しつつ、有利子負債を効果的に活用することが「1口当たり分配金」を増やすことにつながるため、財務の状況(方針)も重要な判断材料と言える。「総資産 LTV」※2や有利子負債の長短比率などが重要な指標である。

※1 (不動産賃貸利益 + 減価償却費) ÷ 不動産取得価格。

※2 Loan to Value の略。有利子負債 ÷ 総資産。

なお、成長性の評価については、外部成長と内部成長の2つの面から判断する必要がある。外部成長とは、新たな物件取得により資産規模を拡大し、キャッシュフロー全体を底上げすることである。ただ、公募増資を伴う場合には発行口数も増えることから、必ずしも「1口当たり分配金」の増加とはならないことに注意が必要である。もちろん、その場合でも、資産規模の拡大が運用効率を高めることにより内部成長を促す要因となる。したがって、良質な物件取得ルートをいかに確保しているかがカギを握っている。一方、内部成長とは、賃料単価のアップや稼働率の向上、コスト削減等により保有物件からのキャッシュフローを増やすことである。運営管理の効率性やノウハウの活用がポイントとなる。

■ 同 REIT の特徴

安定的な物件供給を含めたスポンサーサポートが強力な成長エンジン

1. 成長モデル

同 REIT の成長モデルは、他の REIT と同様に、外部成長及び内部成長によってキャッシュフローの拡大を図り、「1 口当たり分配金（利益超過分配金を含む）」を増やすものである。特に、外部成長については、スポンサーからの安定供給が同 REIT の強力な成長エンジンとなっている。今後は、第三者からの物件取得についても強化する方針であるが、その場合でも、ウェアハウジング機能などを含め、多岐にわたるスポンサーサポートの活用は大きな武器となると考えられる。また、内部成長については、主要地方都市の物件が中心であることから、地域特性や物件特性、周辺のマーケット状況にあったきめ細かいリーシングやコスト削減がポイントになっている。

2. 利益超過分配金の還元

同 REIT の大きな特徴として、「利益超過分配金」の還元が挙げられる。通常、REIT は運用成果の分配として、当期純利益の全額を投資主に還元することを基本としているが、同 REIT の場合には、当期純利益に加えて、減価償却費の一部を投資家に還元する分配方針を採用している。この通常の利益分配金を超える部分を「利益超過分配金」と呼ぶ。ただ、本来、減価償却費は建物等の機能維持のための資本的支出に使用される性質のものであることから、一定のキャッシュマネジメントや制限のもとで実施する方針となっている。すなわち、外部経済環境や不動産市況、同 REIT の財務等を総合的に勘案した上、資本的支出や運転資金等に充当後のフリーキャッシュフローの中から、財務基盤の強化やポートフォリオの収益力向上に向けた投資とともに最適な配分を決定している。また、財務基盤の毀損を避けるため、「分配金総額（利益超過分配金を含む）」の「当期純利益＋減価償却費（35% を上限）」に対する割合（ペイアウトレシオ）については 70% を目処とすることなども設けている。

J-REIT 全銘柄の中で「利益超過分配金」を還元しているものは少なく、特にレジデンス系では同 REIT のみとなっている。それを可能としているのは、同 REIT のポートフォリオの特徴にある。地方レジデンス中心であることから物件取得価格に対する減価償却費の割合が大きくなる傾向があること、築浅物件が多いことにより資本的支出（修繕費等）が少ないところに起因する（余剰資金が生まれやすい）。弊社では、スポンサーからの新築物件の安定供給が期待できることから、今後も「利益超過分配金」の還元は可能であるとみており、同 REIT の投資魅力の 1 つと捉えている。

同 REIT の特徴

3. ポートフォリオの特徴と優位性

(1) 主要地方都市を中心としたレジデンス投資

他のレジデンス特化型 J-REIT をはじめ、J-REIT によるレジデンス投資は首都圏が中心となっていることから、同 REIT は独自のポジショニングと言える。同 REIT の上場後（2015 年 6 月 30 日以降）、すべての上場 J-REIT が取得した物件のうち、東京都及び首都圏を除くその他の地域における同 REIT の物件取得件数のシェアは 41.8% を占めている。競合の激しい首都圏においては、不動産価格の高騰も含め、物件取得が困難な状況がみられるが、比較的プレイヤーの少ない地方都市においては合理的な水準で物件取得がしやすいメリットがある。

一方、人口流入や単身世帯の伸びが大きい首都圏（特に東京 23 区）と比較すると、地方都市の物件には稼働率に対する懸念のほか、物件取得ルートやネットワークがないこと、取得後の運用効率の低さなどが手を出しにくい要因となっている。もっとも、同 REIT が中心とする主要地方都市は、世帯数伸び率や転入超過数において東京 23 区にも引けを取らない状況にある※¹。実際、同 REIT の主要地方都市の稼働率は首都圏と同水準で推移※²している上、他のレジデンス特化型 J-REIT と比べても高い水準となっている。また、物件取得ルートやネットワーク、運用効率についても、サムティグループの活用や連携が可能であるとともに、今後、各主要地方都市での規模拡大が進んでいけば、さらにネットワークの構築や運用効率の向上につながる好循環が期待できる。最近では、主要地方都市における投資実績が認知されてきたことにより、持ち込み案件を含めて、地元での物件情報が入手しやすくなっているようだ。

※¹ 2000 年から 2016 年までの世帯数伸び率では東京 23 区が 23.0% の伸び率であるのに対し、主要地方都市全体では 20.1% と東京 23 区と同様の増加傾向を示している。また、2000 年以降、東京 23 区が転入超過で推移しているのと同様に、主要地方都市においても全体として見ると安定的な転入超過となっている。

※² 2017 年 7 月末の同 REIT の稼働率は主要地方都市が 95.2%、首都圏が 97.8% となっている。

(2) サムティグループによるスポンサーサポート

前述したとおり、同 REIT の独自のポートフォリオを可能としているのが、サムティグループによるスポンサーサポートである。特に、サムティグループの自社開発ブランド「S-RESIDENCE」シリーズ等の新築物件を中心とした安定供給は優位性の源泉となっている。また、サムティグループが培ってきた主要地方都市での豊富な運用ノウハウのほか、外部取得物件についても多岐にわたるサムティグループのサポートが活用されている。代表的なものとして、「ウェアハウジング機能の提供」※¹や「再開発に関する支援」、「賃料固定型マスターリース契約の提供」※²、「リーシングサポート業務の提供」などが挙げられる。

※¹ 収益安定化や取得タイミング調整のため、投資法人が取得する前にスポンサーまたは設立した SPC（ブリッジファンド）が取得する物件取得手法のこと。

※² マスターリース会社が一括で借り上げ（サブリース）、同 REIT に対して固定賃料を保証する契約。

業績動向

小規模ながら独自のポジショングにより着実に拡大

1. 上場からの業績推移

上場時（2015年7月1日）には28物件（取得価格合計30,500百万円）であった資産規模は、2016年8月の公募増資等による物件取得に伴い、現在（2017年7月31日）は49物件（取得価格51,551百万円）と、まだ小規模ではあるが着実に拡大してきた。

また、「1口当たり分配金（利益超過分配金を含む）」についても、稼働率の向上及び安定化、調整後賃料単価※のアップ等により着実に伸びている。

※{月額賃料収入 + (礼金収入 ÷ 想定契約期間)} ÷ 契約面積により計算（想定契約期間は4年間）。
エリア毎の調整後賃料単価は、個別物件毎の調整後賃料単価を各エリアにおける各物件の契約面積比率に応じて加重平均することにより算出。

業績推移

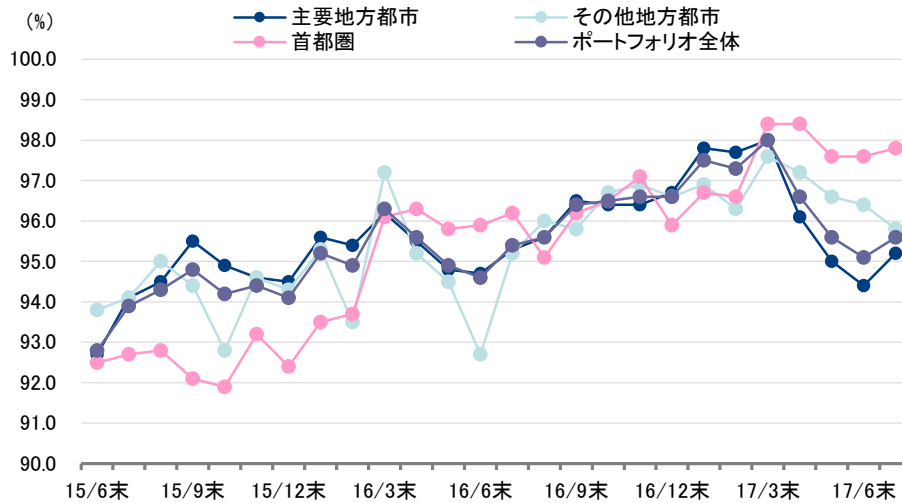
(単位：百万円)

	上場時 実績	16/1期 (11ヶ月間) 実績	16/7期 実績	17/1期 実績	17/7期 実績
営業収益	-	1,458	1,110	1,806	1,840
営業利益	-	598	417	849	759
経常利益	-	170	331	606	614
当期純利益	-	168	330	605	613
1口当たり分配金合計(円)	-	1,810	2,618	2,645	2,670
1口当たり分配金(円)	-	1,034	2,026	2,138	2,169
1口当たり利益超過分配金(円)	-	776	592	507	501
物件数(物件)	28	29	29	49	49
取得価格合計	30,500	30,962	30,962	51,551	51,551
鑑定評価額合計	30,936	32,434	32,975	55,693	56,490
鑑定 NOI 利回り	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
平均築年数(年)	7.0	7.6	8.1	7.9	8.4
稼働率	92.8%*	95.2%	95.4%	97.5%	95.6%
賃貸可能戸数(戸)	2,297	2,345	2,345	3,754	3,754

※上場時の稼働率は2015年6月末時点のものであり、竣工間もないS-FORT 鶴舞 marks、S-FORT 湘南平塚、及び2015年10月1日に取得したS-FORT 学園前を除いた数字
出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

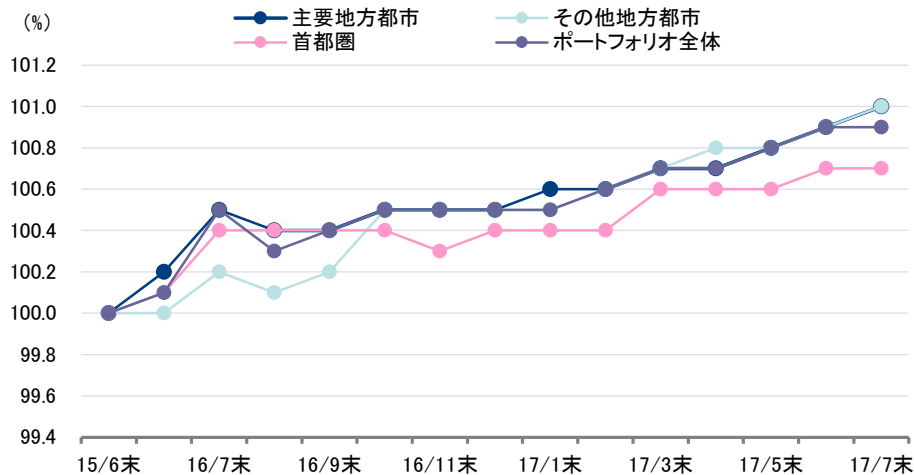
業績動向

エリア別稼働率の推移



注：2015年4月から2015年8月の稼働率は竣工間もないS-FORT 鶴舞 marks、S-FORT 湘南平塚及び2015年10月1日に取得したS-FORT 学園前を除いた数値。
2015年9月の稼働率はS-FORT 鶴舞 marks、S-FORT 湘南平塚を含むが、取得前のS-FORT 学園前を除いた数値。
2016年7月の稼働率は2016年8月に取得した20物件は含まない。
2016年8月の稼働率は竣工間もないS-FORT 鶴舞 cubeを除いた数値。
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

調整後賃料単価の推移



注：{月額賃料収入 + (礼金収入 ÷ 想定契約期間)} ÷ 契約面積により計算 (想定契約期間は4年間)。
エリア毎の調整後賃料単価は、個別物件毎の調整後賃料単価を各エリアにおける各物件の契約面積比率に応じて加重平均することにより算出
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

2017年7月期の業績は着実な内部成長により好調に推移。 1口当たり分配金（利益超過分配金を含む）も計画を上回る増配

2. 2017年7月期（第4期）の業績

2017年7月期（2017年2月1日 - 2017年7月31日）の業績は、物件取得による外部成長がなかったものの、着実な内部成長により、営業収益が1,840百万円（2017年1月期比1.9%増）、営業利益が759百万円（同10.7%減）、経常利益が614百万円（同1.4%増）、当期純利益が613百万円（同1.4%増）となり、1口当たり分配金（利益超過分配金を含む）が2,670円と2017年1月期比25円増加した。また、業績予想に対しても、営業収益が計画比42百万円増、営業利益が同13百万円増、経常利益が同18百万円増、当期純利益が同18百万円増、1口当たり分配金（利益超過分配金を含む）が同45円増とそれぞれ計画を上回っており、順調な運用成果を残したと評価できる。

業績予想（計画）との差異要因は以下のとおりである。

営業収益は、稼働率及び賃料収入が好調に推移したこと（計画比6百万円増）に加えて、その他収入（礼金収入、更新料収入、原状回復収入等）の増加（同35百万円増）が計画を上回る要因（営業収益全体の計画比は42百万円増）となった。なお、期中平均稼働率は96.4%（計画は95.5%）と高い水準を維持するとともに、調整後賃料単価についても着実な向上※を図ることができた。特筆すべきは、礼金収入及び更新料収入の収受による上振れである。地方では必ずしも根付いていない制度であるが物件の魅力向上や効果的なリーシング活動等により、収受件数が増えてきつつあるようだ。

※2017年7月期末の調整後賃料単価（礼金収入を含む）は、前期末（2017年1月期末）と比較して約0.4ポイントの上昇となっている。

一方、営業費用についても、水道光熱費等（計画比5百万円減）を計画より低く抑えたものの、バリューアップ工事等の先行投資を積極的に行ったことに伴う修繕費の増加（計画比35百万円増）により計画を上回った（営業費用全体の計画比は29百万円増）。費用増加要因となったバリューアップ工事等については今後の損益改善に向けて余力をつくる効果があることから、同社にとっては意図した展開と見ていいだろう。

営業外損益については、基準金利上昇リスクを保守的に見ていたが、金利上昇がなかったため、支払利息減等により計画比4百万円増（プラス要因）となった。

以上から、2017年7月期の業績を総括すると、外部成長（物件取得）はなかったものの、着実な内部成長により前期及び計画を上回る「1口当たり分配金（利益超過分配金を含む）」を実現したこと、今後の内部成長に向けた先行投資（バリューアップ工事等）の充実を図ることができたことなどが評価すべきポイントと言える。

業績動向

2017年7月期(第4期)の実績

(単位:百万円)

	17/1期 実績	17/7期 実績	前期比		17/7期 期初予想	差異
				増減率		
営業収益	1,806	1,840	34	1.9%	1,797	42
営業費用	956	1,081	124	13.0%	1,052	29
営業利益	849	759	-90	-10.7%	745	13
営業外損益	-243	-144	99	-	-148	4
経常利益	606	614	8	1.4%	596	18
当期純利益	605	613	8	1.4%	595	18
1口当たり分配金合計(円)	2,645	2,670	25	0.9%	2,625	45
1口当たり分配金(円)	2,138	2,169	31	1.4%	2,105	64
1口当たり利益超過分配金(円)	507	501	-6	-1.2%	520	-19
投資口数	283,000	283,000	-	-	283,000	-
期中平均稼働率	96.5%	96.4%	-0.1pt	-	95.5%	0.9pt
資本的支出	26	41	15	57.7%	55	-14
減価償却費	434	434	-0	-0.0%	436	-1
ペイアウトレシオ	72.0%	72.0%	-	-	72.0%	-

出所:決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

3. 財務状況

2017年7月末の財務状況に大きな変化はなかった。総資産は55,525百万円(前期末比0.5%減)、純資産も26,262百万円(同0.5%減)とともにほぼ横ばいで推移し、自己資本比率は47.3%(前期末も47.3%)と同水準を維持した。また、有利子負債も28,600百万円(同0.5%減)、総資産LTVも51.5%(前期末も51.5%)と同横ばいで推移しており、財務基盤の安定性や今後の資金調達力に懸念はない。

貸借対照表・財務指標

(単位:百万円)

	17/1期末 実績	17/7期末 実績	前期末比	
				増減率
総資産	55,828	55,525	-303	-0.5%
純資産	26,397	26,262	-134	-0.5%
有利子負債	28,750	28,600	-150	-0.5%
短期借入金	550	400	-150	-27.3%
1年内返済予定の長期借入金	-	5,000	-	-
長期借入金	27,200	22,200	-5,000	-18.4%
投資法人債	1,000	1,000	-	-
総資産LTV	51.5%	51.5%	0.0pt	-
長期負債比率	98.1%	81.1%	-17.0pt	-
固定化比率	18.1%	18.2%	0.1pt	-
平均残存期間(年)	2.7	2.3	-0.4	-

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

4. 2018年1月期（第5期）以降の業績見通し

2018年1月期(2017年8月1日－2018年1月31日)の業績予想については、営業収益を1,826百万円(2017年7月期比0.8%減)、営業利益を778百万円(同2.6%増)、経常利益を615百万円(同0.0%増)、当期純利益を614百万円(同0.0%増)、1口当たり分配金(利益超過分配金を含む)を2,670円と2017年7月期と同水準を見込んでいる。期中平均稼働率は95.5%(2017年7月期は96.4%)を想定している。

また、2018年7月期(2018年2月1日－2018年7月31日)の業績予想についても、営業収益を1,842百万円(2018年1月期比0.9%増)、営業利益を794百万円(同2.0%増)、経常利益を615百万円(同0.0%増)、当期純利益を614百万円(同0.0%増)、1口当たり分配金(利益超過分配金を含む)を2,670円と見込んでおり、2期連続で当期純利益及び1口当たり分配金(利益超過分配金を含む)は横ばいで推移する見通しである。期中平均稼働率は95.5%を想定している。

弊社では、前提条件に合理性があることや安定的なキャッシュフローから判断して、業績予想の達成は十分に可能とみている。むしろ、2017年7月期と同様、賃料収入やコスト削減などによりどれだけ業績の上乗せできるかがポイントになるだろう。また、パイプラインが十分に積み上がっていることから、新規物件の取得のタイミングによって前提条件が大きく変化する可能性にも注意が必要である。

■ 成長戦略とその進捗

資産規模 1,000 億円の達成を目指す

1. 成長戦略

同 REIT は、以下に掲げる外部成長戦略、内部成長戦略、財務戦略に取り組むとともに、当面の運用目標として、資産規模 1,000 億円の達成を目指している。まずは、全体を俯瞰するために項目を挙げ、各戦略については後述する。

(1) 外部成長戦略

- a) スポンサー開発物件の「S-RESIDENCE」の継続的な取得による資産規模の拡大及びポートフォリオの質の向上
- b) スポンサーサポートによる物件取得
- c) 資産運用会社独自のルートを活用した物件取得
- d) 差別化されたポートフォリオ構築方針の活用

成長戦略とその進捗

(2) 内部成長戦略

- a) 既存設備の見直し等による資産価値及び収益率の向上
- b) 運用コストの削減
- c) 新規設備の導入による物件競争力の強化と入居者のユーザビリティの向上
- d) 賃料固定型 ML 契約を活用した収益の安定化

(3) 財務戦略

- a) 借入期間の長期化と負債コストの低減
- b) バンクフォーメーションの拡充
- c) 将来的な格付取得

外部成長に向けたパイプラインを順調に拡大**2. 成長戦略の進捗****(1) 外部成長戦略の進捗****a) ブリッジファンドへの出資**

2017年3月には、ブリッジファンドへの匿名組合出資（250百万円）を実施し、当ファンドに組み入れられた8物件について優先交渉権（優先交渉権の行使価格8,786百万円（上限））を獲得した。

b) スポンサーと連携したウェアハウジング

引き続き、豊富な情報・取得ルートの活用により、スポンサーとの連携によるウェアハウジングにも取り組んでいる。2017年7月末時点においては、医療機関や大学に隣接する物件などを中心として14物件を確保している。

c) パイプラインの状況

以上を含め、今後の取得予定物件であるパイプラインについては、1) スポンサーが開発中または開発済の優先的交渉権を付与された物件（7物件）のほか、2) スポンサーの保有・ウェアハウジングによる物件（上記b）、3) ブリッジファンドへの出資により優先的交渉権を獲得した物件（上記a）、4) スポンサーが売買契約書を締結している第三者保有の物件（2物件）の合計31物件を確保しており、順調に積み上がっていると言える。今後も、医療機関及び大学等の教育施設に近接した物件に継続的に投資し、また賃料固定型 ML を活用することなどで安定的な収益の確保を図る方針である。

成長戦略とその進捗

スポンサーが開発中または開発済の優先的交渉権を付与された物件

物件名	所在地	賃貸戸数	竣工(予定)時期	エリア
S-RESIDENCE 鶴舞	名古屋市中区	109戸	2017年 9月	主要地方都市
S-RESIDENCE 木川東	大阪市淀川区	177戸	2018年 1月	主要地方都市
S-RESIDENCE 名古屋市東区	名古屋市東区	95戸	2018年12月	主要地方都市
S-RESIDENCE 吹田市江坂町	大阪府吹田市	153戸	2019年 2月	その他地方都市
S-RESIDENCE 川崎貝塚	川崎市川崎区	43戸	2017年 2月	首都圏
S-RESIDENCE 本八幡	千葉県市川市	81戸	2018年 11月	首都圏
S-RESIDENCE 松戸本町	千葉県松戸市	52戸	2018年 10月	首都圏

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

スポンサーの保有・ウェアハウジングによる物件

物件名	所在地	賃貸戸数	竣工時期	エリア
サムティ中広通り	広島市西区	72戸	2007年 3月	主要地方都市
サムティ幟町	広島市中区	60戸	2008年 4月	主要地方都市
サムティ鶴見	広島市中区	51戸	2008年10月	主要地方都市
グランデューク鶴舞 reale	名古屋市昭和区	56戸	2017年 1月	主要地方都市
AS レジデンス津シティ	三重県津市	62戸	2006年 2月	その他地方都市
サムティ本荘	熊本市中央区	99戸	2006年 2月	その他地方都市
サムティ水前寺	熊本市中央区	119戸	2006年 7月	その他地方都市
スタジオスクエア高砂町	大分県大分市	92戸	2006年12月	その他地方都市
ユニエターナ西宮上ヶ原	兵庫県西宮市	62戸	2007年 2月	その他地方都市
サムティ熊本慶徳校前	熊本市中央区	91戸	2008年 1月	その他地方都市
グランデューク津新町	三重県津市	69戸	2010年 1月	その他地方都市
クレストタワー柏	千葉県柏市	37戸	2006年 3月	首都圏
S-FORT 川口並木	埼玉県川口市	70戸	2016年 7月	首都圏
S-FORT 戸田公園	埼玉県戸田市	62戸	2017年 1月	首都圏

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

ブリッジファンドへの出資により優先的交渉権を獲得した物件

物件名	所在地	賃貸戸数	竣工時期	エリア
S-FORT 青葉上杉	仙台市青葉区	66戸	2007年10月	主要地方都市
S-FORT 豊平三条	札幌市豊平区	63戸	2008年 3月	主要地方都市
S-RESIDENCE 緑橋駅前	大阪市東成区	148戸	2016年10月	主要地方都市
サムティ西宮レジデンス	兵庫県西宮市	102戸	2009年 3月	その他地方都市
カレッジスクエア保谷	東京都西東京市	60戸	2007年 3月	首都圏
CQ レジデンス玉川学園	東京都町田市	60戸	2008年 2月	首都圏
トロワポヌール本町	千葉県船橋市	117戸	2008年 3月	首都圏
S-RESIDENCE 横浜反町	横浜市神奈川区	36戸	2016年11月	首都圏

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

スポンサーが売買契約書を締結している第三者保有の物件

物件名	所在地	賃貸戸数	竣工(予定)時期	エリア
名古屋市中区松原 PJ	名古屋市中区	84戸	2018年2月	主要地方都市
新潟市中央区 PJ	新潟市中央区	83戸	2018年3月	その他地方都市

注：上記物件の取得決定の事実はない

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

礼金及び更新料収入の増加等により、着実な内部成長を実現

(2) 内部成長戦略の進捗

a) 稼働率及び賃料単価の推移

立地を含めた物件自体の競争力や高いリーシング力により、稼働率は引き続き 95% 超の高い水準で推移している。また、調整後賃料単価についても、物件の特性に合わせた運営により 2017 年 7 月期末は前期末と比べて 0.4 ポイント程度の向上を実現した。特に、入居者の入替があった物件（465 件）のうち、増額が 275 件（全体の 59.1%）、据え置きが 55 件（同 11.8%）、減額が 135 件（同 29.0%）となっており、2017 年 1 月期と比べて増額割合が 1.1 ポイント増加している（逆に、減額は 1.2 ポイントの減少）。家具・家電の設置やインターネット設備の導入等が賃料増額に奏功したほか、入替時の礼金獲得を推進したこと、賃料ギャップ解消による増額などが寄与したようだ。また、保有物件の更新状況についても、更新率 91.2%（更新件数 913 件）と高い水準を維持するとともに、更新料収受件数は 223 件（更新件数全体の 24.4%）と着実に増えてきた。*更に、礼金収受件数は 269 件と 2017 年 1 月期 186 件と比べ増加しており、前述のとおり、地方では必ずしも根付いていない制度であるが、見方を変えれば、今後の改善余地（内部成長の伸びしろ）として捉えることもできる。

* 前期（2017 年 1 月期）は、更新件数 657 件（更新率 94.3%）のうち、更新料収受件数は 99 件（全体の 15.1%）であった。

b) コスト削減

引き続き、地域や物件の特性に合わせたサービスの見直しによる支出削減にも取り組んだ。具体的には、ガス供給会社の変更や水道契約の内容の見直しによるコスト削減のほか、降雪地域においては、融雪システムの稼働を状況に応じてオンライン管理することにより燃料使用料の抑制につなげている。

c) その他各種施策

宅配ボックスの設置や防犯カメラの設置、インターフォンの設置など、入居者への安心・安全・快適な住環境の提供と物件価値向上、ひいては同 REIT の知名度向上に資する施策にも取り組んでいる。

環境・社会への配慮した不動産として、 DBJ Green Building 認証を取得

(3) サステナビリティに関する取り組み

環境・社会への配慮及び入居者の満足度向上等に資する取り組みとして、DBJ Green Building 認証取得※においても一定の成果を残すことができた。特に、賃貸仕様では難しいとされてきたなかで、スポンサー開発による「S-RESIDENCE 江坂」が取得できたことについては、同 REIT の評価を高める効果はもちろん、サムティグループ全体におけるノウハウの蓄積やモチベーション向上にも貢献するものと期待できる。ESG 投資の流れのなかで機関投資家などからの問い合わせも増えているようだ。

※ 環境・社会への配慮が成された不動産を支援するために、2011年4月に日本政策投資銀行（DBJ）が創設した認証制度である。対象物件の環境性能に加えて、防災やコミュニティへの配慮等を含む様々なステークホルダーへの対応を含めた総合的な評価に基づき、社会・経済に求められる不動産を評価・認証し、その取り組みを支援している。

弊社では、パイプラインが順調に積み上がっていることから、資産規模 1,000 億円の達成は射程圏内にあるものと評価している。パイプラインの取得タイミングが重要となるが、市場環境の変化への対応や、市場評価を高めることで、タイミングを見ながら物件の取得を行う方針のようだ。更に、1,000 億円達成後の成長ペースをいかに加速していくのかも重要なポイントである。特に、主要地方都市及びその周辺都市を含めたポテンシャルの大きさはもちろん、ホテルへの進出にも注目すべきだろう。ホテルについては、既にスポンサーが保有・運営している物件がいくつか存在し、物件の質や稼働状況（見込み）、運営形態（例えば、賃料固定型 ML の活用など）にもよるが、安定した稼働が見込めることから、外部成長に向けた間口を広げることは、成長ペースの加速やポートフォリオの安定性を確保するうえでもプラスに働くものと評価して良いだろう。一方、内部成長については、高水準で稼働率が推移していることや、コスト削減の取り組みが進んでいることに加え、2017年7月期のような賃料単価向上（礼金や更新料を含む）も今後期待ができる。また、外部成長による各主要地方都市における資産規模の拡大が進めば、運用効率がさらに高まる効果が期待できるほか、地域特性にあった運用ノウハウの蓄積により持続的なバリューアップ及びコスト削減の余地も更に広がっていくものと考えられる。今後も同 REIT ならではのポートフォリオがどのような進化を遂げていくのかに注目していきたい。

■ ベンチマーキング

投資口価格には割安感があるが、 資産規模拡大や知名度向上により調整余地は大きい

他のレジデンス特化型 J-REIT と比較すると、分配金利回り（利益超過分配金を含まない）の高さや NAV 倍率の低さから判断して、同 REIT の投資口価格には明らかに割安感がある。この要因として、資産規模が小さいことや、知名度や投資魅力が十分に伝わっていないこと、初めての主要地方都市中心のポートフォリオであることから運用実績を見極める段階にあったことなどが考えられる。安定性については、資産規模 1,000 億円に向けてパイプラインが順調に積み上がっていることから解消される可能性が高い。また、知名度や投資魅力についても、IR 活動に積極的に取り組む方針であり、解消されていくものと考えられる。初めての主要地方都市中心のポートフォリオであることについても、同 REIT が安定的なキャッシュフローを生み出すことが実証されてきたことを勘案すると、今後、調整される余地は大きいと考えられる。また、足元の J-REIT 市場全体がやや軟調に推移していることも影響しているものとみられるが、市場全体に勢いが戻ってくれば、割安銘柄として一気に注目を集めるシナリオも想定される。したがって、内部要因及び外部要因の両面から、投資口価格の反転のタイミングに注意する必要があるだろう。

レジデンス特化型 REIT の各指標比較

2017年10月17日時点の情報

	コード	決算月	投資口 価格	分配金 利回り	口数	時価総額	NAV 倍率	棟数	取得価格 合計
積水ハウス・レジデンシャル投資法人	8973	3月/9月	111,800	3.97%	1,105,510	123,596	0.99	113	2,069
スターツプロシード投資法人	8979	4月/10月	160,300	5.50%	256,777	41,161	0.83	106	810
日本賃貸住宅投資法人	8986	3月/9月	79,400	4.71%	1,640,060	130,221	1.00	199	2,258
日本アコモデーションファンド投資法人	3226	2月/8月	430,000	3.81%	484,522	208,344	1.15	121	3,016
アドバンス・レジデンス投資法人	3269	1月/7月	266,400	3.87%	1,350,000	359,640	1.25	260	4,427
ケネディクス・レジデンシャル投資法人	3278	1月/7月	293,000	4.64%	349,089	102,283	0.96	115	1,644
コンフォリア・レジデンシャル投資法人	3282	1月/7月	229,500	4.09%	563,694	129,368	1.04	111	1,885
サムティ・レジデンシャル投資法人	3459	1月/7月	87,500	4.96% 6.10%	283,000	24,763	0.86	49	515

注：同 REIT の分配金利回りの上段は利益超過分配金を含まない場合、下段は含む場合を示している
出所：不動産投資情報ポータルよりフィスコ作成

重要事項（ディスクレマー）

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