

# サンセイランディック

(3277・東証1部)

2017年3月27日

## 年明け以降、仕入れは回復傾向のもよう

### ベーシックレポート

(株)アイフィスジャパン  
堀部 吉胤

#### 会社概要

所在地	東京都千代田区
代表者	松崎 隆司
設立年月	1976/2
資本金	720 百万円
(2016/12/31 現在)	
上場日	2011/12/13
URL	<a href="http://www.sansei-l.co.jp/">http://www.sansei-l.co.jp/</a>
業種	不動産業

#### 主要指標 2017/03/24 現在

株価	783 円
年初来高値	1,057 円 (2016/03/31)
年初来安値	636 円 (2016/09/20)
発行済株式数	8,157,000 株
売買単位	100 株
時価総額	6,386 百万円
予想配当 (会社)	15.0 円
予想EPS (アナリスト)	111.93 円
実績PBR	0.93 倍

#### 戸建住宅の底地の流動化を全国展開するニッチトップ企業

旧借地法に基づく戸建住宅の底地の流動化がコア事業。相続発生などに絡んで底地を仕入れ、権利関係を調整後、主に借地権者に販売する。底地の流動化を全国展開する不動産会社は当社以外に無く、同分野で最大手。このほか、老朽化したアパートなどの居抜き物件（借家権付土地建物）を仕入れ、賃貸借契約を合意解約した後、更地化し戸建業者などに販売する事業のウエイトが大きい。ハイエンド注文住宅の建築も手掛けている。民泊への事業展開を模索中。



#### 16/12 期は期初予想に対し売上高が大幅未達も利益はクリア

16/12 期決算は、売上高 123 億円（前期比 6.3%増）、営業利益 14.4 億円（同 11.3%増）。売上高は居抜き物件において大型案件の期ずれが複数発生したことなどから期初予想を 23.7 億円下回ったが、主力の底地及び所有権の粗利益率が想定を上回ったことや、販管費が想定を下回ったことなどでカバーし、営業利益は逆に期初予想を 0.4 億円上回った。

仕入高は 64.4 億円（前期比 30.9%減）と苦戦した。特に 15/12 期に急伸した居抜き物件が 21.7 億円（同 55.3%減）と急反落した。

#### 17/12 期は粗利益率の低下を増収でカバーし小幅増益予想

17/12 期会社業績予想は、売上高 144 億円（前期比 17.5%増）、営業利益 14.6 億円（同 1.4%増）。16/12 期の仕入れが低調で期初の販売用不動産が 68.7 億円（前期初比 8.2 億円減）と減少しているため、期中仕入れ期中販売の依存度が高い計画になっている。不動産価格の上昇が頭打ちになっていることを受け、仕入れにおいて売り手と価格目線が合いやすくなってきており、17/12 期に入って仕入れは回復基調にあるという。底地をはじめ 16/12 期の粗利益率が出来過ぎといえる高水準だった反動などにより、営業利益は微増にとどまる想定。

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	
2016/12 実績	12,300	6.3	1,446	11.3	1,328	11.1	853	17.9	104.94	
2017/12	会社予想 (2017年2月発表)	14,448	17.5	1,466	1.4	1,374	3.4	929	8.9	114.03
	アナリスト予想	13,980	13.7	1,458	0.8	1,363	2.6	913	7.0	111.93
2018/12	アナリスト予想	14,910	6.7	1,501	2.9	1,401	2.8	965	5.6	118.31

## 会社概要

### 会社概要

#### ● 会社概要

権利関係が複雑な不動産を買取り、権利関係を調整後、再販する不動産ソリューション・プロバイダー。中でも旧借地法に基づく住居系の底地（注1）を相続発生時などに取得し、権利関係を調整後、主に借地権者に販売する事業が中核。老朽化したアパート、小規模ビルなどの居抜き物件（注2）の流動化も手掛ける。周辺事業として、戸建建築などに展開。

（注1）底地とは、借地権が付着している土地の所有権のことであり、借地権と表裏一体の関係にある。借地権とは建物の所有を目的とする地上権又は土地の賃借権をいう。物権である地上権は自由に譲渡できるのに対し、債権である土地の賃借権は譲渡や転貸する際、底地の所有者の承諾又は裁判所の許可が必要で経済的対価が発生することが多い（住宅の底地は大半が土地の賃借権）。1992年に定期借地権の概念が盛り込まれた借地借家法が施行される以前の旧借地法は借地権者保護の色彩が強く、旧法における借地権は半永久的な権利であり、借地権者からの申し入れがない限り、底地の所有者が完全所有権を回復する機会はないに等しい。

（注2）居抜き物件とは、一般的には飲食店などで旧テナントの厨房設備、什器備品などを新テナントが引継ぐ物件のことをいうが、ここでは借家権者（賃借人）がいる状態の土地建物のことを指す。居付き物件ともいう。底地は土地と建物の所有者が異なるのに対し、居抜き物件は土地と建物が同一の所有者に帰属する。

### 経営者

#### ● 経営者

創業者の故 小澤 克己氏は2003年に病気療養のため代表取締役会長に退き、代わって営業本部長だった松崎 隆司氏が代表取締役社長に就任し、現在に至っている（小澤 克己氏は2004年に死去）。松崎社長は我孫子市内のガソリンスタンド勤務を経て1993年に当社に入社。当社が底地事業を本格展開し始めた時期であり、主に営業職として底地事業の拡大に貢献してきた。創業家は現在でも大株主に名を連ねているものの、経営には関与していない。

### 設立経緯

#### ● 設立経緯

故 小澤 克己氏はコマツ（6301）の不動産子会社だった小松地所の勤務を経て独立し、1976年に当社を銀座7丁目に設立。当初、売買仲介を主力にする予定だったが、事業の安定性に欠けるため、地場密着の不動産管理事業に軸足を置く方針に転換し、同年に本店を目黒区祐天寺に移転した。地価高騰を受けた1990年の総量規制により不動産の流動性が枯渇したことから、1991年に新規事業として底地の流動化事業を始め、第2の創業期を迎えた。

**沿 革**
**● 沿革**

1976年	2月	不動産の売買仲介、マンション・アパート・ビル等の賃貸、仲介事業を目的として、(株)サンセイサービスを東京都中央区に設立
	9月	本店を東京都目黒区祐天寺へ移転
1987年	3月	商号をサンセイに変更
1991年	6月	底地の取扱いを開始
1993年	8月	東京都千代田区に不動産販売・仲介事業を目的として、(株)サンセイ住宅販売(現 サンセイコミュニティ)を設立
1997年	2月	本店を東京都千代田区神田淡路町に移転、商号をサンセイランディックに変更
	NA	居抜き物件の取扱いを開始
2002年	4月	大阪支店(大阪市西区)、札幌支店(札幌市中央区)を設置
	11月	本店を東京都千代田区神田鍛冶町に移転
2004年	8月	福岡支店(福岡市中央区)を設置
2005年	3月	東京都千代田区に戸建分譲を目的に、(株)One's Lifeホームを設立し、建築事業を開始
2007年	12月	名古屋営業所(現 名古屋支店)を設置
2008年	1月	底地の管理業務「オーナーズパートナー」を開始
2009年	1月	本店を千代田区神田司町に移転
2011年	3月	横浜支店(横浜市西区)を設置
	12月	JASDAQ 上場
2013年	7月	(株)サンセイコミュニティを吸収合併
2014年	1月	東証2部へ市場変更
	12月	東証1部へ市場変更
2015年	1月	仙台支店(仙台市若林区)を設置
2016年	5月	本店を千代田区丸の内に移転

(出所) 有価証券報告書、会社資料

**コーポレートアクション**
**● 直近のコーポレートアクション**

- ・ 2014年1月30日：東証2部へ市場変更
- ・ 2014年12月17日：公募増資100万株(発行価格845円)
- ・ 2014年12月18日：東証1部へ市場変更

# 会社概要

## 大株主

### ●大株主（2016年6月30日現在）

	株主	所有株式数 (株)	所有比率 (%)
1	松崎 隆司	1,319,480	16.20
2	日本トラスティ・サービス信託銀行（信託口）	1,266,600	15.55
3	松浦 正二	484,700	5.95
4	小澤 順子	476,000	5.84
5	久富 哲也	274,700	3.37
6	日本マスタートラスト信託銀行（信託口）	209,100	2.57
7	KBL EPB S. A. 107704	171,300	2.10
8	大田 宣明	165,500	2.03
9	(株) SBI 証券	159,800	1.96
10	菊池 由佳	155,000	1.90
10	小澤 勇介	155,000	1.90
10	小澤 謙伍	155,000	1.90
	計	4,992,180	61.29

（出所）四半期報告書

（注）1位、3位は当社役員。4位及び10位の3名は創業家一族。

5位、8位は一般の個人投資家。

2位、6位はカストディアン。

## 企業理念

### ●企業理念

「不動産権利調整の先駆者であり続け、全てのステークホルダー（仕入先、販売先、当社）とWIN-WIN-WINの関係を目指す」

この理念は、近江商人の心得である三方よし（売り手よし、買い手よし、世間よし）に通じるものであり、社名のサンセイ（三星）にもこの理念が籠められている。

## バンクフォーメーション

### ●バンクフォーメーション

メインバンクは持たず、個別案件ごとに資金調達を行っている。主な取引金融機関は、三菱東京UFJ銀行をはじめとするメガバンク3行、信託銀行、群馬銀行、十六銀行、西日本シティ銀行などの地銀、城北信用金庫、興産信用金庫、西武信用金庫、さわやか信用金庫、近畿産業信用組合などの信金・信組、ダイヤモンドアセットファイナンス（三菱UFJリースの子会社）などのノンバンク。

## 事業概要

### 事業の内容

- 事業の内容

権利関係の複雑な不動産（住居系の底地や老朽化したアパート、小規模ビルなど）を買取り、権利関係を調整した後、再販する不動産販売事業が主力。周辺事業として戸建の建築事業などに展開。民泊の事業化も模索。

### 部門別事業内容

- 部門別事業内容

- 不動産販売事業

- ① 底地

旧借地法が適用される住宅（1Fが店舗、小工場のこともある）の底地を相続発生時などに所有者から買取り、隣地との境界画定、借地区画ごとの分筆や道路付けなど権利関係の調整を行った後、借地権者のニーズに合わせ、①借地権者へ底地を販売（借地権者の完全所有権化）、②投資家など第三者へ底地を販売、③借地権者から借地権を買取り（当社の完全所有権化）、戸建業者などの不動産会社、事業会社、個人に販売、④借地権者の持つ借地権と当社が持つ底地を同時に不動産業者など第三者に売却（③と④は第三者の完全所有権になる）、のいずれかの対応を行い、売却益を得る。①が基本となり、件数で7～8割を占める。次に多いのが③。②については、長期滞留在庫が膨らんだ場合にバルク処理することもある。

- ② 居抜き物件

老朽化して収益性が著しく低下している木造アパート、小規模ビルなどの借家権付土地建物（居抜き物件）を相続発生時などに買取り、借家権者（賃借人）に明渡し交渉をし、賃貸借契約を合意解約したうえで、必要に応じ更地化した後、戸建業者、マンションディベロッパーなどの不動産会社、事業会社、個人に販売する。

- ③ 所有権

完全所有権物件の買取再販。更地や収益不動産を取得し、不動産会社、事業会社、個人に転売する（借家権者の明け渡しを求めず、そのまま転売するアパート、賃貸マンションなどは居抜き物件ではなく所有権に分類される）。底地や居抜き物件と異なり、権利調整の必要がない。

- ④ その他

取得した底地を売却するまでの保有期間中に得られる借地権者からの地代、一時金収入（更新料、建替・増改築承諾料、譲渡承諾料・名義書替料など）及び、居抜き物件、所有権の保有期間中の賃料収入が主なもの。

事業概要

このほか、当社グループ外の賃貸物件の管理事業、不動産売買・賃貸の仲介事業を行っている（従来は子会社のサンセイコミュニティで行っていたが、2013年7月に吸収合併）。コンサルティングフィーや自社保有物件の賃料収入もここに分類される。自社保有物件には、大田区の民泊物件が1件（戸建て住宅）ある。

底地の所有者の管理業務（地代集金、滞納督促など）を代行するサービス「オーナーズパートナー」（16/12期末の受託件数約470件）に係るフィー収入は営業外収益に計上している（16/12期で304万円）。「オーナーズパートナー」はフィー収入を得るためというより、将来の底地の仕入れのための地主の囲い込みを目的としている。

➤ 建築事業

完全子会社のOne's Life ホームにおいて、ハイエンドなデザイナーズ戸建注文住宅、デザイナーズリフォーム等の企画設計・施工、管理業務を行っている。東京の城南、城西エリアで展開。同事業の売上高の概ね7~8割が新築で残りの大半がリフォーム（16/12期はリフォームが35%を占めた）。他には解体工事もある。底地事業において借地権者との交渉の過程で、建替やリフォームのニーズが一定存在することに着目して2005年から開始したが、現在では底地ビジネスとの関連性はほぼなくなっている。

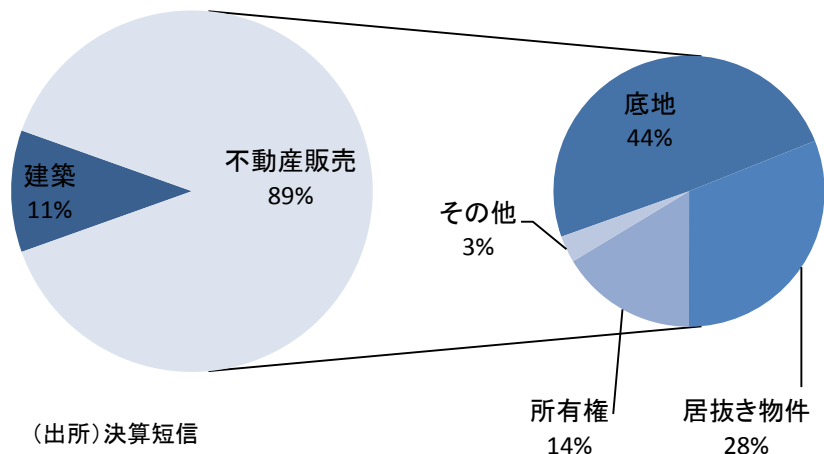
店舗網

● 店舗網

東京本社を含め、札幌支店、仙台支店、武蔵野支店（三鷹市）、横浜支店、名古屋支店、大阪支店、福岡支店の全国8カ所に営業拠点を設けている。売上高の約4割は本社であげているもよう。

売上構成

● 売上構成（16/12期）





収益構造

● 収益構造

収益の柱は、不動産販売事業の底地と居抜き物件。特に底地は、売上構成比の高さに加え、景気の影響を余り受けず、粗利益率は概ね 30%強と安定的に高水準。

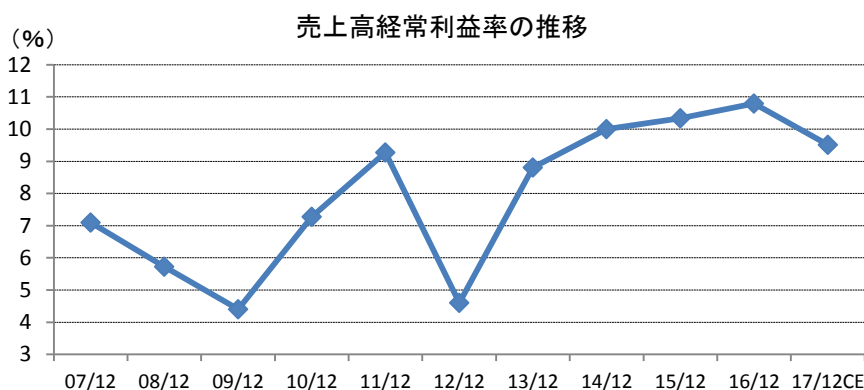
居抜き物件は、販売先が主に戸建業者であり、景気、不動産市況、戸建業者の資金調達環境に影響を受けやすく、粗利益率は過去 14~37%程度と変動が大きい。

所有権は権利調整の必要がなく、手間がかからないため粗利益率 15%を目処に仕入れを行っている。実際の粗利益率は居抜き物件と同様、不動産市況等で振れる。

ほとんどの事業がフロービジネスだが、底地の所有者の売却ニーズは景気に関係なく、主に相続に絡んで発生するため（居抜き物件や所有権も相続絡みが少なくない）、安定的な仕入れ機会がある。主要販売先の借地権者は底地の取得により完全所有権化する経済的利益が大きいため、販売も比較的容易で原価の回収は概ね半年で済む。底地の 1 案件当たりの販売金額は 1 億円程度に過ぎないが、高い粗利益率と回転率の高さによってカバーし、利益を確保している。

底地や居抜き物件の仕入れのための借入期間は、プロジェクト期間に合わせて通常 1 年。底地は流動性の低さから、担保価値が極めて低く、資金調達の難度は高いが、トラックレコードの蓄積により、安定的な調達ができています。底地の仕入れ金額は、1 案件当たり平均すると 6,000 万円前後。手元資金も活用するため 1 案件当りの借入額は小さく、高い回転率によりバランスシートの肥大化をある程度抑制している。

資金調達の重要性の高さから、経営指標として資金調達コストが反映される売上高経常利益率を重視しており、継続的な改善を目指している。



(出所) 有価証券報告書、目論見書

(注) 08/12期までは単体。CEは会社予想

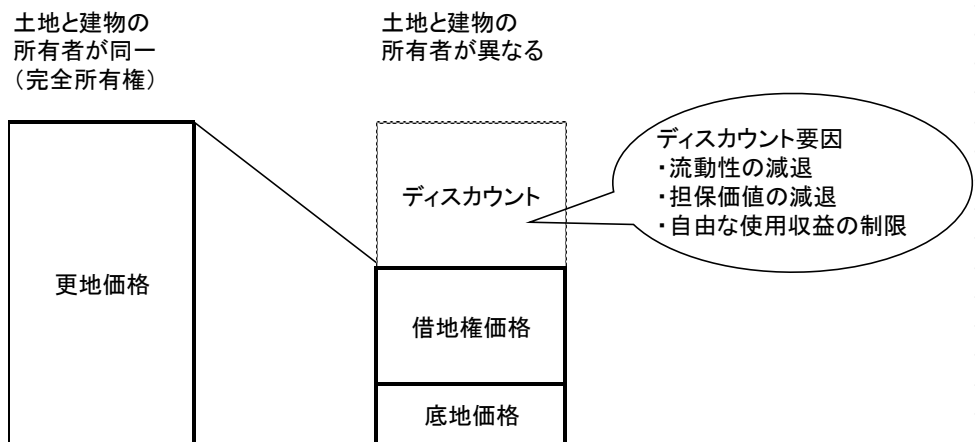
ビジネスモデル

● ビジネスモデル

底地の買取りというと、バブル期の地上げのイメージがあるが、当社が行っている事業は、これとは根本的に異なる。開発目的に底地を買取るのではなく、原則、借地権者に販売することで泣き別れになっていた権利を混同させることにより土地本来の資産価値を取戻し、流動性を高めることを目的としている。社会的意義の高いビジネスといえる。以下、底地、借地権の価格の特徴を含め、詳細を説明する。

底地と借地権が混同すると、土地と建物の所有者が同一の完全所有権となるが、借地権価格と底地価格の合計は、通常、更地価格にはならず、底地価格+借地権価格<更地価格となる。底地、借地権は単独では、流動性や担保価値が低く、自由な使用収益が制限されるなど、それぞれ経済的な不利益を反映した価格になっており、完全所有権になると流動性や担保価値が回復し、自由な使用収益が可能になり、経済価値の増分が生じるためである。

市場価格(建物価値を考慮せず)



(出所)IFIS

従って、底地の所有者は第三者に売却するよりも借地権者に売却する方が高い価格で売却できることになる(当社が借地権を買取る場合も、第三者より高く買取ることができる)。そもそも底地を第三者に売却することは極めて困難であり、市場が限定されている。

通常、借地権者は一筆の土地に複数存在するため(当社が仕入れる底地には平均で約10人の借地権者が存在する)、測量により境界を確定したり、建築基準法の接道義務を満たすよう借地権者間の利害を調整しながら分筆を行わなければならない(接道義務を満たさないと建物の再建築ができない)、行政と協議し敷地内道路を延長したりする必要が生じることもある。



事業概要

借地権・底地は戦後の混乱期に多く創設されたため、現在では借地権者、底地の所有者とも世代交代をしており、創設時の経緯が判然としなくなっていることが多い。こうした中で煩雑な権利関係の調整を当事者間で行うことは通常、困難である。増改築や建替の際、借地権者は底地の所有者の承諾を得る必要があるなど、借地権者も不便を感じていながら、きっかけがないまま放置されていることが多い。

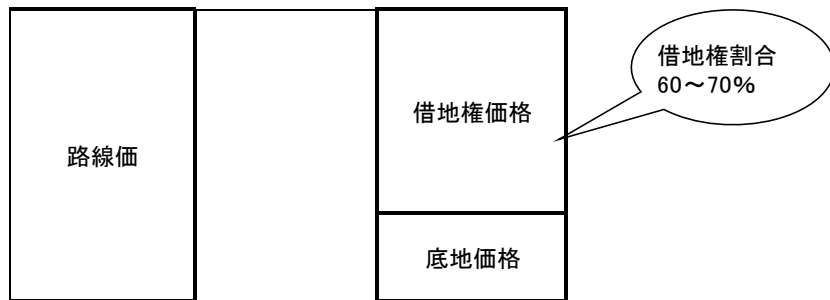
割高な底地の相続税評価額

国税庁は毎年7月に相続税算出の基準となる路線価(概ね公示地価の80%程度)とともに、借地権割合を発表する。路線価×借地権割合=借地権価格となる。借地権割合は地価の高いエリアほど高くなる。東京の住宅地における借地権割合は、概ね60~70%程度となっている(商業地は80~90%程度)。

底地の相続税評価額は、「借地権価格+底地価格=更地の価格」を前提に計算されるため、路線価の30~40%程度となる。借地権者の方が法的に保護されていることを背景に、通常、借地権価格は底地価格を上回る。底地は、収益性が低いうえに、流動性が極めて低いため、底地の実勢価格は相続税評価額よりも通常、低くなっており、地主にとってはやっかいな資産である。

従って、相続発生前に売却した方が相続税対策になることが少なくないが、放置されていることが多く、相続発生後に相続税の支払原資にする、相続人が相続資産を整理したい、といった理由から、底地の売却ニーズが生じる。

相続税評価額(建物価値を考慮せず)



(出所)IFIS

底地の仕入れ姿勢は保守的

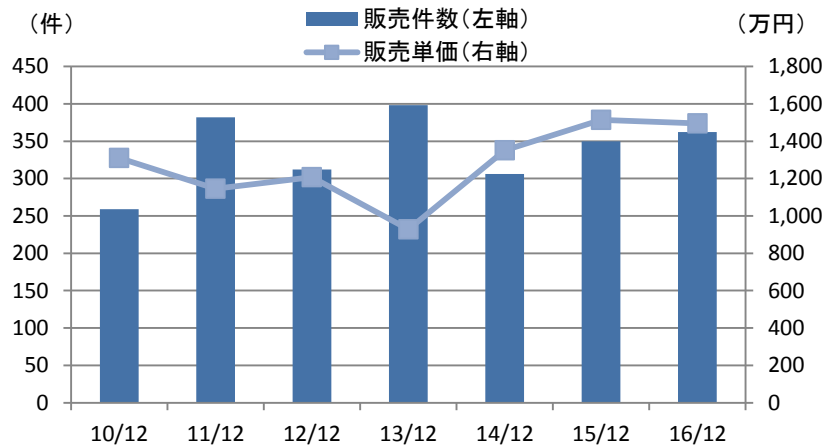
仕入れ情報ルートは、16/12期の契約ベースで大手不動産仲介業者44.3%、地場不動産仲介業者38.2%、その他(信託銀行、証券会社、税理士など)17.6%(この比率は底地だけでなく、居抜き物件、所有権を含む)。仕入れ情報のうち実際に仕入れに至るのは10%程度(16/12期は5%台)。価格が折り合わず、成約に至らないことが多い。

底地の場合、仕入れ前に借地権者の状況を正確に把握することは困難なため、当社では想定粗利益率30~40%を目線に仕入れを行っている。

仕入れから約半年  
で原価を回収

仕入れた底地は借地区画ごとに分筆を行い、借地権者に販売を図る。1 案件当たり平均約 10 人の借地権者が存在し、分筆後の 1 区画当りの販売金額は通常 600~1,000 万円程度に過ぎないことや、借地権者の高齢化が進み住宅ローンを利用しにくいことから、大半は全額現金で購入するようだ。なお、下図の販売単価が 1,000~1,500 万円程度と高めているのは、①当社が借地権を取得して完全所有権として販売するものが含まれている、②仕入れ時に居抜き物件が混在している場合、全て底地として扱っている、ことなどによる。

底地の販売単価の推移



(出所) 決算短信をもとに作成

仕入れから通常 3~4 カ月程度で販売が始まる。借地権者にとって完全所有権化による経済的メリットが大きく、金額もさほど大きくないため、販売交渉は通常、順調に進展し、概ね仕入れから 6 カ月程度で全体の 60~70% 程度の販売が進捗する。この時点で原価が回収でき、借入金も完済される。

1 年で約 80% の販売が進捗する。通常、販売初期の方が、借地権者の購入意欲が強いため粗利益率は高くなりやすい。

中には底地を購入するより借地権を売却したいというニーズもある(老人ホームに入るための資金が欲しい、など)。こうしたケースでは当社が借地権を買取り、完全所有権化した後、不動産会社や個人などに売却する。底地を借地権者に販売するよりも、こちらの方が粗利益率は高くなる。

借地権者が借地権を売るにしても売り急がないという場合には、当社が買取らず、第三者の売却先が見つかったから当社と同時に売却することも稀にある。取引に係るコストが二重にかからなくて済む分、借地権者は当社に売却するよりやや高く売ることができる。

事業概要

借地権者の子供が独立し、既に別に住宅を購入しているなどの理由で、現状の借地権のままの状態を希望する借地権者もいる。借地権者が底地の購入資金を工面できない場合もある（高齢だと住宅ローンの審査も通りにくい）。こうして売れ残った底地は保有し、極端に地代が低い場合には、適正な地代への値上げ交渉を行うなどし、地代を得ながら状況の変化を待つ。

長期滞留在庫は3～5年置きに税理士などの投資家にバルクで損失処理してきたが、近年は、当社の自己資本が充実したことや資金調達環境が非常に良好なことからバルク処理を行わず、1件ごと借地権者の状況変化を待って、地道に借地権者に販売したり、借地権の買取りを行い、利益を確保している。16/12期末の底地の在庫約42億円のうち、3年超の在庫となっているのは約25%。

底地の事業エリアは都市部が中心

旧借地法における住宅の借地権・底地の創設の歴史的経緯は様々であるが、東京では第二次世界大戦末期の東京大空襲の被害が甚大だった荒川区、墨田区、江東区において戦後の住宅不足の中、多く創設された。また、全国的には、戦後、都市部に人が流入したことから門前町（寺社が底地の所有者）、城下町、宿場町に多いという。

全国で事業展開しているが、過疎地ではそもそも底地が少ないほか、完全所有権化しても不動産取引がほとんどなくビジネスとして成立しにくいいため、首都圏、大阪をはじめとする近畿圏が中心のビジネスになっている。

旧借地法における住宅の底地及び借地権の特徴

	底地	借地権
経済価値の源泉	<ul style="list-style-type: none"> <li>・地代収入</li> <li>・各種一時金（以下が主なもの）（注1） 更新料（20年に1回、借地権価格の5%が目安）（注2） 建替・増改築承諾料（更地価格の3%が目安） 譲渡承諾料・名義書換料（譲渡価格の10%が目安）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・建物の所有を目的とした敷地の利用権</li> <li>・賃料差額（長い年月の過程で、地価が上昇する中でも地代はほとんど値上げされず、通常いわゆる借り得が生じている）</li> </ul>
メリット	<ul style="list-style-type: none"> <li>・建物の所有がないため特殊な事例を除けば災害による損失リスクがない</li> <li>・減価償却費負担がなく、必要経費は固定資産税、都市計画税に限られる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・通常、安い地代で敷地を使用収益できる</li> <li>・実質半永久的に敷地を使用収益できる</li> </ul>
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> <li>・実質的に借地権が解消され、完全所有権を回復する機会がないに等しい</li> <li>・通常、借地権者が多数いるため管理が面倒</li> <li>・地代が安く放置されていることが多く、収益性が低い</li> <li>・流動性が借地権よりもさらに低い</li> <li>・実勢価格に比べ、相続税評価額が割高</li> <li>・担保価値がほとんどない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・流動性が低い</li> <li>・建替、増改築が自由にできない</li> <li>・通常、地代は安いとはいえ、完全所有の場合の固定資産税よりは高く、更新料の負担はかなり大きい</li> <li>・担保価値が低い</li> </ul>

（出所）IFIS

（注1）各種一時金は慣習などによるもので取っていないこともある。相続の際の名義書換料は通常取らない

（注2）近年は更地価格を基礎とする例が増えており、更地価格の3～10%程度とかなり幅がある  
20年に1回なのは、非堅固建物（木造等）の契約期間が20年のため

## 事業概要

### 居抜き物件の ビジネスモデル

地方において築 30~40 年経過した木造アパートでは、少子高齢化の進展により、建替えてもリーシングに不安があるなどの理由で建替えをしないまま、所有者の相続が発生するケースが多くある。こうした場合、当社は賃借人が付いたまま（居抜き）で物件を仕入れる。賃借人には一定の立退き料の支払いや転居先の紹介などを行い、賃貸借契約を合意解約した後、更地化し、戸建業者や隣地所有者などに売却し売却益を得る。件数的にはアパートが多いが、老朽化した小規模ビルもある。

賃借人の立退き交渉は、難しいように思われるが、居住環境が極めて悪化した物件を仕入れており、賃借人も転居のきっかけがないまま、住み続けていたというケースが多く、立退き交渉が難航することはほとんどない。事業期間は 6 カ月程度で完了することが多く、底地同様、回転ビジネスである。仕入れ価格は、アパートの場合、4,000~5,000 万円程度、ビルの場合、1 億円前後。立退き料（引越し代も含め家賃の最大 6 カ月分程度）、取壊し費用を差引いたうえで、粗利益率 20%程度を目安に仕入れを行っている。ただし、不動産市況等によって実際の粗利益率はかなり変動する。

## 底地の市場分析

底地の流動化の潜在的な市場規模は極めて大きい

総務省の住宅・土地統計調査によると2013年10月1日現在の旧借地法にもとづく借地権の総数は103.4万件。調査は5年毎で2008年時点では約117.0万件だった。旧借地法にもとづく底地は新たには創設されないため、徐々に消滅していく。とはいえ、最大手の当社でも底地の仕入れは16/12期でわずか417件（借地権者数）に過ぎない。潜在市場は膨大で、当面、市場の先細りを懸念する必要はないといえよう。

物納要件厳格化、相続税課税強化により、底地の仕入れ機会が増加

相続税評価額の割に収益性の低い底地は、かつて物納資産といわれ、物納されることが多かったが、国の財政難が深刻化する中、不動産価格の下落基調が続いていたことなどを受け、2006年の税制改正により相続税の物納要件が厳格化された。これにより権利関係が複雑で処分しにくい底地は、物納が非常に難しくなり、相続発生時の底地の売却ニーズが高まった。

また、2015年1月1日以降の相続発生から相続税の基礎控除が40%引下げられた（5,000万円+1,000万円×法定相続人数→3,000万円+600万円×法定相続人数）ほか、最高税率が50%から55%に引上げられた。基礎控除の引下げによる課税対象者の拡大、相続税の支払い負担増を受け、相続に絡んだ底地の売却ニーズは増加する筈である。

底地事業を全国展開しているのは当社のみ

住宅の底地取引の正確な統計数字はない。当社が底地流動化のトップ企業であることは間違いなく、当社に続くのは、クマシュー工務店（本社：大阪市）、東海建物（同：大阪市）、東京都市開発（同：新宿区）、第一開発（同：大田区）など。いずれも未上場で、第一開発以外の3社は同一企業から分れた同根の会社。

上場企業では、エリアリンク（8914）、山田債権回収管理総合事務所（4351）が周辺事業として手掛けている。下表のように事業規模は当社が圧倒的。また、全国展開しているのは上場・未上場企業を含め当社のみ（エリアリンク、山田債権回収管理総合事務所は東京、神奈川で展開）。物件の所在地が所有者の住所から遠方であることも多いため、全国展開にはメリットがある。

上場企業の底地流動化の事業規模比較

コード	3277			8914			4351		
社名	サンセイランディック			エリアリンク			山田債権回収管理総合事務所		
決算期	15/12	16/12	17/12CE	15/12	16/12	17/12CE	15/12	16/12	17/12CE
売上高(百万円)	5,300	5,413	6,342	405	1,087	900	355	402	300
粗利益率(%)	36.9	40.6	35.3	約30	30.2	nm	22.5	11.7	24.7

(出所) 各社資料、各社ヒアリング

(注) CEは会社予想

サンセイランディックの売上高には地代等を含まず、他の2社は含む。

エリアリンクの17/12期の底地の営業利益率の会社予想は39.1%。

山田債権回収の16/12期の粗利益率が低いのは3年超滞留在庫のバルクセールがあったため。

## 底地の市場分析

参入障壁は意外に  
高い

底地ビジネスは簡単なようで意外に参入障壁は高い。底地の所有者や多数の借地権者との折衝、利害関係の調整など手間暇のかかる事業であるわりには、通常、1 案件の売上高が 1 億円程度と小さい。良好な金融環境を受け、不動産取引が非常に活況な現状で、大手不動産会社が敢えて参入するような市場ではないといえるだろう。

一方、零細不動産業者にとっては、底地は担保価値が極めて低いため、資金調達がネックになる。また、借地契約は個別性が強く（借地契約が交わされていないことも多い）、複雑な利害関係を円満に調整していくノウハウは、一朝一夕に得られるものではない。



## 業 績

16/12 期は期初の潤沢な販売用不動産を背景に着実な増収増益に

居抜き物件の期すれなどにより売上高は計画未達も、利益は計画をクリア

不動産販売事業は高水準の粗利益率を持続

### ● 16/12 期業績解説

16/12 期決算は、売上高 123 億円（前期比 6.3%増）、営業利益 14.4 億円（同 11.3%増）、経常利益 13.2 億円（同 11.1%増）、純利益 8.5 億円（同 17.9%増）。年間配当金は期初予想通り、1 株当たり 2 円増配の 12 円。

期中の仕入れは低調だったが、15/12 期の仕入れが好調で期初の販売用不動産が 76.9 億円（前期初比 25.3 億円増）と潤沢だったことを受け不動産販売事業が順調に拡大し、着実な増収営業増益決算となった。本社移転に伴い営業外費用に移転費用 0.35 億円を計上したが、有利子負債が販売進捗と仕入れの減少により減少したことに伴い支払利息が減少したため営業外損益の悪化は僅少だった。法人税率引下げにより最終増益率はやや高くなった。

期初会社予想に対しては、売上高は 23.7 億円下回ったが、営業利益は 0.45 億円、経常利益は 0.37 億円、純利益は 0.05 億円、それぞれ上回った。

売上高が計画を大幅に下回ったのは、①居抜き物件の売上高が 34.0 億円（前期比 11.6%減）と計画を 24.6 億円下回った、②不動産販売事業のその他売上高（地代家賃収入、仲介手数料等）が 3.5 億円（同 12.1%減）と計画を 1.8 億円下回った、③建築事業の売上高が 13.4 億円（同 1.0%増）と計画を 2.3 億円下回った、などによる。①は、1 件当たり 3 億円超の大型物件 4 件が期ずれになったことが大きい。4 件のうち 2 件は立ち退き交渉が長引き、2 件はマンション、戸建市況が一部エリアで悪化したことを受け販売が長期化した。②は、仕入れが低調だったことから地代家賃収入が想定を下回ったことや、見込んでいた売買仲介案件が流れたことによる。主力の底地の売上高は 54.1 億円（同 2.1%増）と期中に仕入れた案件の販売が好調に進捗したことから想定を 5.9 億円上回った。

売上高が計画を大幅未達になったにもかかわらず、営業利益が計画をやや上回ったのは、①最も粗利益率の高い底地の売上高が計画を上振れた、②底地の粗利益率が想定を大幅に上回った、③仕入れが低調だったことなどにより販管費が想定を 2.1 億円下回った、などによる。

セグメント別の業績をみると、不動産販売事業は売上高 109 億円（前期比 7.0%増）、営業利益 22.5 億円（同 11.5%増）。粗利益率は 33.5%（同変わらず）だった。

売上高の内訳は、底地 54.1 億円（前期比 2.1%増）、居抜き物件 34.0 億円（同 11.6%減）、所有権 17.9 億円（同 2.6 倍）、その他（地代、賃料収入等）3.5 億円（同 12.1%減）。居抜き物件は上記の通り、大型物件の期ずれがあり低調だった。所有権は競合の少ない札幌支店において 2~3 億円規模のレジデンスの転売が 3 件あったことなどから大幅増となった。

粗利益率の主な内訳は、底地 40.6% (前期比 3.7pt 増)、居抜き物件 22.2% (同 1.7pt 減)、所有権 22.4% (同 3.2pt 減)。底地は、当社による借地権買取が比較的多かったことから (中には隣地との一体開発などの個別要因が加わり非常に高採算になった案件もあった)、期初の想定 33% を大幅に上回った。居抜き物件は、概ね平均的な水準で会社想定線。所有権は収益不動産に対する旺盛な需要を受け通常よりも高い水準を維持し、会社想定も上回った。

建築事業は大型リフォーム工事で複数の不採算案件が発生し、営業赤字が若干拡大

建築事業は、売上高 13.4 億円 (前期比 1.0% 増)、営業利益 ▲0.5 億円 (前期は ▲0.3 億円)。新築注文住宅の売上高は申込みから着工までの期間が延びていることにより前期比 15% 程度減少したが、リフォーム工事の売上高が 4.6 億円 (前期比約 8 割増) と 1 件当たり 1,000 万円を超える大型案件が増加したことにより急増し、全体では微増となった。しかし、大型リフォーム工事において 4 件が不採算案件となったことから、粗利益率が 21.0% (同 4.5pt 減) と低下し、営業赤字幅が若干拡大した。

受注高はリフォームが好調だったことから 14.3 億円 (前期比 17.1% 増) とやや持ち直し、期末の受注残高は 2.1 億円 (前期末比 74.9% 増) となった。

仕入れは売り手と価格目線が合わないことなどから苦戦

仕入高は 64.4 億円 (前期比 30.9% 減)。前期並みを計画していたが、大幅減となった。仕入れ案件数は 102 件 (同 8.9% 減) と小幅減にとどまったが、大型案件に恵まれなかった。

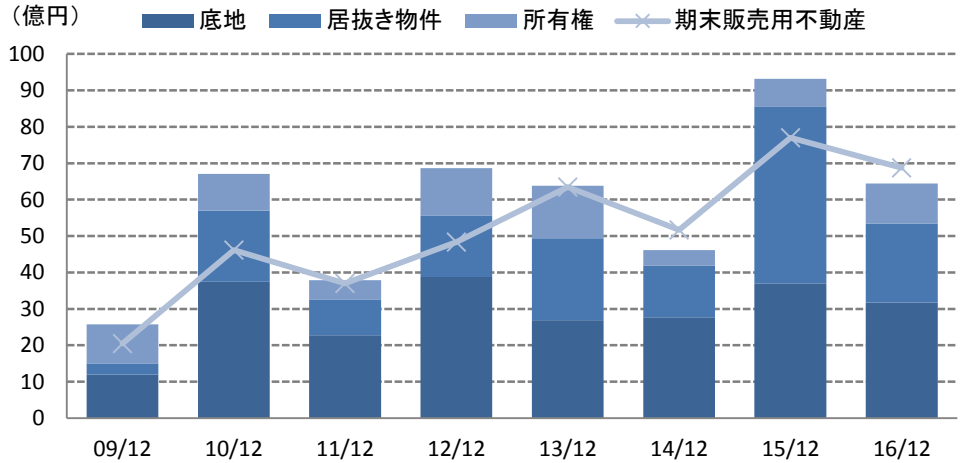
仕入高の内訳は、底地 31.6 億円 (前期比 14.4% 減)、居抜き物件が 21.7 億円 (同 55.3% 減)、所有権 11.0 億円 (同 44.7% 増)。

底地は 1 億円以上の大型案件が 5 件と 15/12 期の 9 件から減少したことが響いた。競合が激化しているというわけではなく、地銀などの金融機関が相続税の納付資金の融資を積極的に行っていることが影響しているもよう。

15/12 期に急伸した居抜き物件は急反落した。情報量は減っていないが、不動産価格上昇を受け売り手が強気になり、価格目線の乖離が大きく、成約率が低下した。特に東京は競合激化も加わり、成約率の低下が著しいもよう。

販売の進捗と仕入高の減少により、16/12 期末の販売用不動産は 68.7 億円 (前期末比 8.2 億円減) と減少した。内訳は、底地が約 42 億円、居抜き物件が約 23 億円、所有権が約 3 億円となっている。

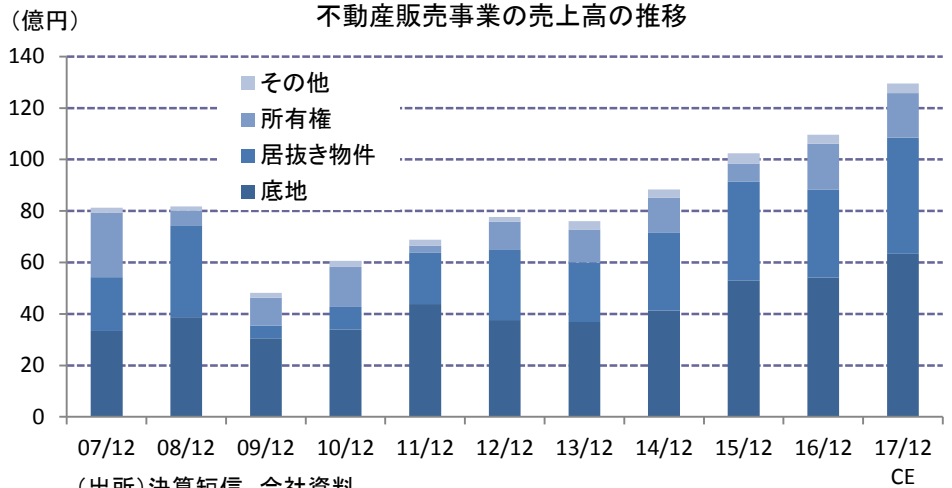
仕入高の推移



(出所) 決算短信、目論見書

(注) 底地、居抜き物件、所有権が混在する場合、底地を含めば底地に分類  
居抜き物件と所有権のみが混在する場合は居抜き物件に分類

不動産販売事業の売上高の推移



(出所) 決算短信、会社資料

(注) CEは会社予想

16/12 期の仕入れが苦戦したことを受け、中計目標からは下方修正

## ● 17/12 期業績予想

3ヶ年の中期経営計画の最終期となる17/12期会社業績予想は、売上高144億円（前期比17.5%増）、営業利益14.6億円（同1.4%増）、経常利益13.7億円（同3.4%増）、純利益9.2億円（同8.9%増）。年間配当金は1株当たり3円増配の15円の計画。16/12期に営業外費用に計上した事務所移転費用の剥落により経常増益率は営業増益率に比べやや高い予想になっている。最終増益率が高い予想になっている要因は、法人税率の引下げと子会社のOne's Life ホームにおける繰越欠損金による税負担の軽減。過去の大型木造老人ホーム建築の仕様変更に伴う追加費用負担に係る訴訟に関し、早ければ今期にも和解金を特別利益に計上する可能性があるが、会社業績予想には織り込まれていない。

中計では売上高156億円、営業利益16.3億円、経常利益15.2億円、純利益9.7億円を掲げていたが、16/12期の仕入れが低調だったため、中計目標からは下方修正となる。

期初の販売用不動産が前期初よりも少なくスタートするため、2Q累計（1-6月）会社業績予想は、売上高53.0億円（前年同期比10.7%減）、営業利益1.2億円（同76.6%減）と下期偏重の業績予想になっている。

16/12 期に比べ期中仕入れ期中販売の依存度が高い計画

単体（不動産販売事業に相当）の業績予想は、売上高129億円（前期比18.2%増）、経常利益13.5億円（同2.8%減）、純利益9.0億円（同13.1%増）。期初の販売用不動産が少ない中でも高い増収率予想となっており、期中仕入れ期中販売の依存度が高い計画ということになる。16/12期は不動産販売事業の売上高のうち期中仕入れ期中販売の比率は24%に過ぎなかったが、今期は同比率が約50%の想定。通期業績予想の達成は今後の仕入れ（特に上期の仕入れ）にかかっている。今期の仕入高の計画は100億円（同55.2%増）と18/12期の業績も見据えて意欲的。うち底地で50億円（同57.8%増）を計画している。

高い増収率予想にもかかわらず、単体で経常減益予想となっている主因は、①16/12期の底地の粗利益率は出来過ぎで反落が見込まれる、②最も粗利益率の高い底地の構成比の低下、③仕入高の増加に伴う仕入れコストの増加、など。粗利益率は、底地35.3%（前期比5.3pt減）、居抜き物件21.8%（同0.4pt減）、所有権19.8%（同2.6pt減）の計画としている。

連結では建築事業の黒字化を見込み、小幅ながら経常増益予想となっている。One's Life ホームのトップに本体の専務を送り込むことや、リフォーム工事における原価管理の強化などにより建築事業のテコ入れを図る。

## 年明け以降、仕入れは復調の兆し

今期に入って仕入れは上向いているもよう。不動産価格の上昇が頭打ちになっており、売り惜しみをしていた売り手に今は売り時との認識が広がり、価格目線が合いやすくなってきているようだ。

底地の大型案件の仕入れも回復基調にあるもよう。相続税の納付資金を一旦、金融機関の不動産担保ローンで賄った相続人が不動産の売却に動いていると考えられる。

仕入れ環境が好転の兆しをみせていることに加え、今年1月から営業部門を一本部体制からエリア・目的別に区分した三本部体制に組織変更し、仕入れの意思決定の迅速化を図っているほか、底地が首都圏について多い大阪エリア、古い建物が多く居抜き物件の拡大が見込める中部エリアを重点エリアとして位置付け、大阪支店、名古屋支店の人員を増強するなどし、仕入れ拡大を図っている。

期初の販売用不動産が少なく、16/12期に比べ会社業績予想達成の不確実性は高いといえるが、不動産販売事業の粗利益率や販管費の想定がやや保守的とみられることや、仕入れが復調気配をみせていることから、IFIS業績予想は会社予想に概ね沿ったものとした。

## 仕入れの安定的な拡大に期待したい

### ● 18/12期業績予想

18/12期業績は、今後の仕入れにかかっており、現時点の予想は困難ではあるが、ひとまず表記のように小幅増収、小幅営業増益を予想した。特別利益に先述の和解金を0.5億円織り込んだ。

2015年1月からの相続税の課税強化が仕入れに追い風になると期待していたが、これまでのところ明確に仕入高に反映しているとはいえない状況。とはいえ、仕入れの情報量は着実に増加している。底地の競合は引続き限定的であり、社内体制の強化、整備により、仕入れが安定的に拡大することを期待したい。

## 損益計算書

(単位)百万円

	11/12	12/12	13/12	14/12	15/12	16/12	17/12		18/12E
							CE	E	
売上高	8,042	9,475	9,187	10,443	11,567	12,300	14,448	13,980	14,910
不動産販売	6,886	7,770	7,599	8,839	10,240	10,959	12,958	12,530	13,410
底地	4,378	3,765	3,690	4,134	5,300	5,413	6,342	6,200	6,600
居抜き物件	1,990	2,725	2,310	3,034	3,851	3,404	4,505	4,200	4,600
所有権	281	1,084	1,278	1,347	690	1,791	1,736	1,750	1,800
その他(地代収入等)	235	195	319	323	398	350	375	380	410
建築	1,121	1,672	1,588	1,604	1,327	1,341	1,490	1,450	1,500
その他	34	31	-	-	-	-	-	-	-
売上原価	5,557	7,060	6,254	7,054	7,798	8,343	10,182	9,772	10,510
売上総利益	2,484	2,414	2,933	3,388	3,769	3,956	4,266	4,208	4,401
(売上総利益率)(%)	30.9	25.5	31.9	32.4	32.6	32.2	29.5	30.1	29.5
不動産販売	na	na	na	3,023	3,430	3,675	na	3,867	4,041
建築	na	na	na	365	339	281	na	341	360
販売管理費	1,735	1,897	2,013	2,184	2,469	2,510	2,800	2,750	2,900
営業利益	749	517	919	1,204	1,299	1,446	1,466	1,458	1,501
不動産販売	1,207	975	1,580	1,779	2,018	2,251	na	2,348	2,486
建築	▲ 33	21	▲ 104	35	▲ 38	▲ 56	na	10	15
その他	▲ 7	▲ 17	-	-	-	-	-	-	-
調整額	▲ 416	▲ 462	▲ 555	▲ 609	▲ 680	▲ 748	na	▲ 900	▲ 1,000
営業外収益	135	4	11	13	14	15	na	15	15
営業外費用	138	85	121	174	117	132	na	110	115
支払利息・支払手数料	102	83	94	105	105	87	na	100	105
経常利益	746	436	809	1,044	1,196	1,328	1,374	1,363	1,401
特別利益	54	23	0	0	0	0	na	0	50
特別損失	4	17	0	0	0	0	na	0	0
税金等調整前当期純利益	796	442	809	1,044	1,196	1,328	na	1,363	1,451
法人税等	352	209	354	417	472	475	na	450	486
純利益	444	233	455	626	724	853	929	913	965
EPS(円)	73.50	33.80	66.04	90.23	90.08	104.94	114.03	111.93	118.31

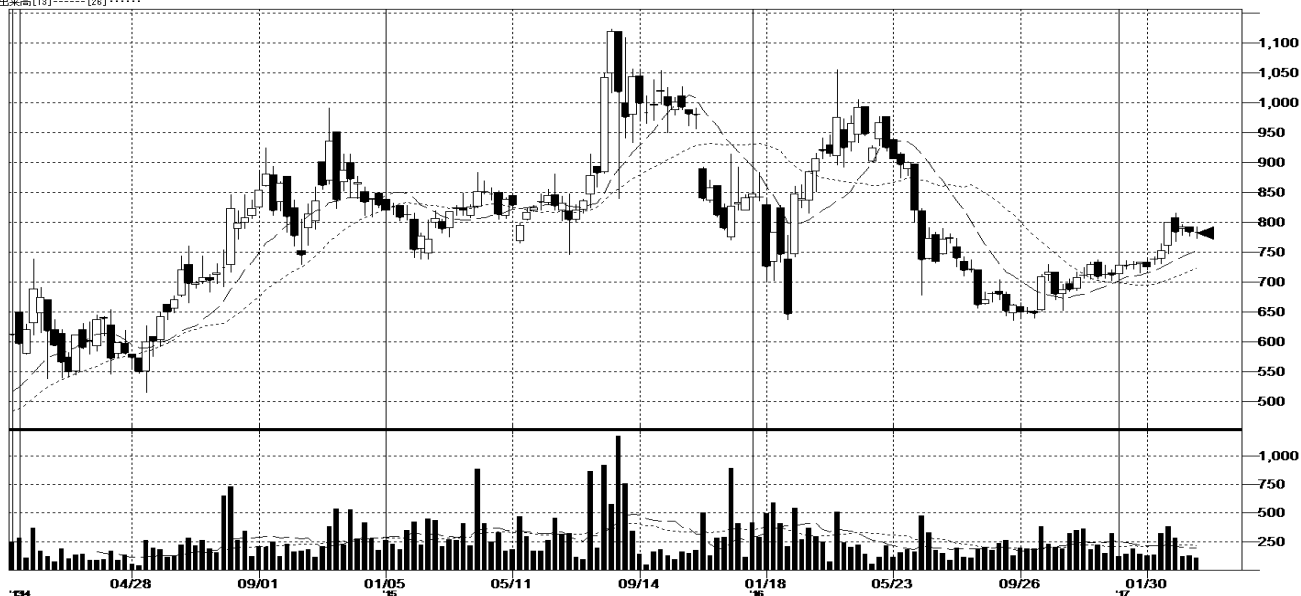
(出所) 決算短信、会社資料をもとにIFIS作成

(注) CEは会社予想、EはIFIS予想

2013年7月に子会社のサンセイコミュニティを吸収合併したことに伴い、13/12期からその他事業の売上高は不動産販売事業のその他に移管



3277 株価(5/2) 単位: 円 13/12/30~13/3/21  
 M: 12/22 日 単価移動平均 [13] ..... [26] .....  
 S1: 出来高 [13] ..... [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てはいけません。

			2014/12	2015/12	2016/12	2017/12 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	993	1,125	1,057	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	515	738	636	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	9,485	14,565	10,683	-
業 績 推 移	売 上 高	百 万 円	10,443	11,567	12,300	13,980
	営 業 利 益	百 万 円	1,204	1,299	1,446	1,458
	経 常 利 益	百 万 円	1,044	1,196	1,328	1,363
	当 期 純 利 益	百 万 円	626	724	853	913
	E P S	円	90.23	90.08	104.94	111.93
	R O E	%	13.7	12.8	13.2	11.9
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百 万 円	7,835	10,366	9,749	-
	固 定 資 産 合 計	百 万 円	957	1,031	1,083	-
	資 産 合 計	百 万 円	8,792	11,397	10,832	-
	流 動 負 債 合 計	百 万 円	3,164	4,909	3,750	-
	固 定 負 債 合 計	百 万 円	366	453	225	-
	負 債 合 計	百 万 円	3,531	5,363	3,976	-
	株 主 資 本 合 計	百 万 円	5,261	6,034	6,851	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百 万 円	5,261	6,034	6,856	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百 万 円	1,761	-1,450	1,610	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百 万 円	-110	-115	-183	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百 万 円	-611	1,587	-1,277	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百 万 円	2,127	2,149	2,299	-

## リスク分析

### 事業に関するリスク

- 事業に関するリスク
  - 金融機関の不動産融資姿勢が厳しくなり、居抜き物件の主な売却先である戸建業者の資金調達が難しくなった場合、販売価格が低下し利益率が悪化したり、販売が長期化する恐れがある。
  - 底地は流動性の低さから担保価値が低く、金融機関からの借入れ金利は比較的高い。
  - 相続税の物納要件が緩和された場合、相続に絡む底地の仕入れ機会が減少する可能性（国の財政状況からみてかかる事態は考えにくい）。
  - 旧借地法に基づく借地権・底地は新たには創設されないため、超長期的には旧法に基づく底地は借地権との混同の進捗とともに徐々に消滅に向かう。
  - 新規参入の増加などによる底地や居抜き物件の取得競争激化。
  - 借地権者の高齢化により、底地取得のための住宅ローンが借りられないケースが増加する可能性。

### 業界に関するリスク

- 業界に関するリスク
  - 米国の長期金利上昇、日銀の金融緩和縮小などによる長期金利上昇。

## 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、東証から株式会社アイフィスジャパン（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.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/02.html>