

# サンセイランディック (3277・JASDAQ スタンダード)

2013 年 5 月 9 日

## 税制改正を追い風に中期安定成長へ

### 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	東京都千代田区
代表者	松崎 隆司
設立年月	1976/2
資本金	257 百万円
(2012/12/31 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 2013/5/8 現在

株 価	820 円
年初来高値	888 円 (13/04/09)
年初来安値	306 円 (13/02/15)
発行済株式数	6,900,000 株
売買単位	100 株
時価総額	5,658 百万円
予想配当 (会社)	3.0 円
予想EPS (アナリスト)	46.38 円
実績PBR	1.65 倍

### 住居系の底地の流動化を主力とするニッチトップ企業

旧借地法に基づく住宅の底地の流動化を主力とする不動産ソリューション・プロバイダー。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。底地の流動化を専門にする不動産会社はほかになく、底地の取扱でシェアトップ。このほか、老朽化した木造アパートなどの居抜き物件（借家権付土地建物）を取得し、賃貸借契約を合意解約した後、戸建業者などに販売する事業などを手掛ける。



### 組織改編の混乱が収まり、13/12 期業績は回復へ

2012 年 1 月に仕入れと販売の平準化、効率化を目的として販売部門と仕入れ部門を分離する組織改編を実施。引継ぎ等の混乱から 12/12 期上期の底地の仕入れが期初の想定よりも遅れたことを受け、期中に会社業績予想が大幅に下方修正され、通期の営業利益は、5.1 億円（前期比 31.0%減）と大幅減益になった。ただし、組織改編の混乱の収束に伴い、下期から仕入れが急回復し、通期の底地の仕入れ高は過去最高水準となった。これを受け、13/12 期の営業利益は 6.6 億円（同 28.4%増）と回復見込み。会社業績予想は保守的な感があり、上振れの可能性が高いだろう。

### 相続税の課税強化は仕入れに追い風

組織改編による仕入れ、販売の平準化の進展や、相続税の課税強化（基礎控除の引下げなど）、それに対応した底地の仕入れ情報チャネルの多様化を背景にした底地の仕入れ機会の拡大により、14/12 期から業績は安定成長期に入ると期待される。底地ビジネスは、景気や地価の動向にはほとんど影響を受けず、金融緩和、アベノミクスとはほぼ無縁であるが、居抜き物件、所有権に関しては、金融緩和などによる不動産の流動性向上の恩恵は大きいといえよう。

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
2012/12	実 績	9,475	17.8	517	-31.0	436	-41.5	233	-47.5	33.80
2013/12	会 社 予 想 (2013 年 2 月発表)	10,845	14.5	664	28.4	497	13.7	253	8.5	36.67
	アナリスト予想	11,000	16.1	750	45.1	600	37.6	320	37.3	46.38
2014/12	アナリスト予想	12,000	9.1	900	20.0	750	25.0	420	31.2	60.87

## 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、権利関係を調整した後、再販する不動産ソリューション・プロバイダー。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、権利関係調整後、主に借地権者に販売する事業が主力。底地のほかに、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、戸建建築などにも展開。

（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。借地権と表裏一体の関係にある。借地権とは、借地借家法（1992年の改正前の旧借地法を含む）における概念で、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。住宅の底地は大半が土地の賃借権。借地権者の権利保護の色彩の強い旧借地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ほぼない。

（注2）居抜き物件とは、一般的に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

創業者の小澤 克己氏は2003年に病氣療養のため代表取締役会長に退き、子息がまだ学生だったこともあり、営業本部長を務めていた松崎 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。

## 会社概要

### 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とWIN-WIN-WINの関係を目指す」

社名のサンセイ（三星）には、近江商人の心得である三方良し（売り手良し、買い手良し、世間良し）の考えがこめられている。

### 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

2011年12月13日にJASDAQ上場。上場時の公募増資90万株（公募価格500円）により4.06億円（手取額）を調達。

### 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、仲介事業を目的に、(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に移転
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
2011年	12月	JASDAQ上場
2012年	1月	本社の営業組織を改編し仕入れ部門と販売部門を分離

（出所）有価証券報告書、会社資料をもとにTIW作成

## 会 社 概 要

### 大 株 主

#### ● 大株主（2012 年 12 月 31 日現在）

	株主	所有株式数 (株)	所有比率 (%)
1	松崎 隆司	1,578,100	22.87
2	松浦 正二	564,600	8.18
3	伊佐治 順子	539,600	7.82
4	中川 好正	450,200	6.52
5	小澤 順子	371,000	5.37
6	サンセイ従業員持株会	234,511	3.39
7	BONY・GCM クライアント JPRDISGFEAC	194,000	2.81
8	小澤 亮介	155,000	2.24
8	菊池 由佳	155,000	2.24
8	小澤 勇介	155,000	2.24
8	小澤 謙伍	155,000	2.24
	上記合計	4,552,011	65.97

（出所）有価証券報告書

（注）1～3 位の個人株主は社長をはじめ現役員。4、5 位の個人株主は元役員。5 位の個人株主は創業者の配偶者。8 位の個人株主 4 名は創業者の子。

### 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。底地は流動性の低さから、通常、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積み重ね等により、安定的な調達を実現している。底地 1 案件の仕入れ金額は、平均すると 6,000～7,000 万円程度。手元資金も活用するため 1 案件当りの借入額は小さい。

主な取引金融機関は、メガバンク 3 行をはじめ、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）、オリックスといったノンバンク、など。

地主層とのパイプを持つ地銀は、仕入れ情報ルートとして有望なため、地銀の新規開拓に注力している。

## 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）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や、賃貸物件の管理などにも展開。

### 部門別事業内容

#### ● 部門別事業内容

##### ➤ 不動産販売事業

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、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、個人に販売のいずれかの対応を行い、売却益を得る。①が基本となり、概ね8割を占める。②は極めて稀。

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、賃貸借契約の合意解約により当社の完全所有権としたうえで、必要に応じ更地化した後、戸建業者などの不動産会社、事業会社、個人に販売し、売却益を得る。

所有権：完全所有権物件の買取再販。更地の取引が中心で、戸建用地として区画割した後、ハウスメーカーや不動産仲介業者を通じ、不動産会社、事業会社、個人に販売し、売却益を得る。権利調整等の手間がかからない分、通常、利益率は底地や居抜き物件と比べ低い。

その他：底地の保有期間中の地代、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）や、居抜き物件の保有期間中の賃料収入を得る。また、底地の所有者の管理業務を代行する「オーナーズパートナー」によりフィー収入を得ている。

##### ➤ 建築事業

連結子会社の One's Life ホームにおいて、デザイナーズ戸建注文住宅、デザイナーズリフォームの企画設計・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。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存在することに着目して2005年から開始した。現状、底地ビジネスとの関連性は薄くなっている。



## 事業概要

### ➤ その他事業

連結子会社のサンセイコミュニティにおいて、賃貸物件の管理、売買・賃貸の仲介事業を行っている。

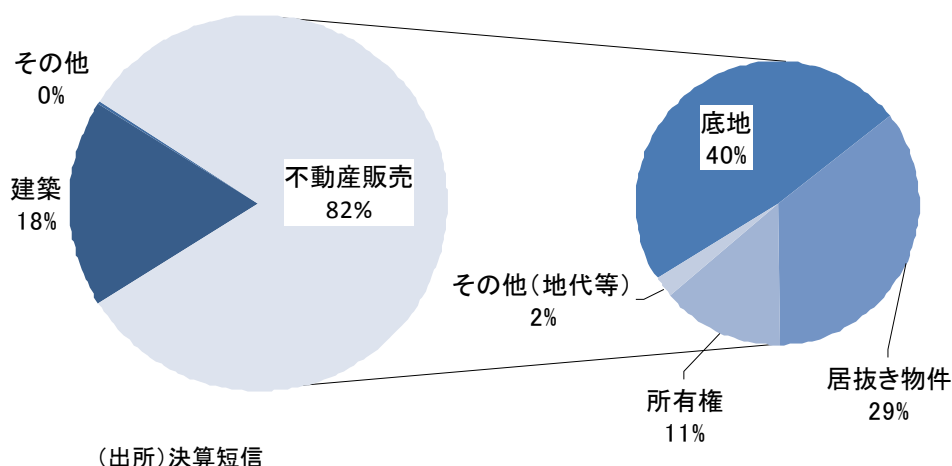
### 営業拠点

#### ● 営業拠点

東京本社をはじめ、横浜支店、大阪支店、名古屋支店、札幌支店、福岡支店の全国6カ所に営業拠点を設けている。既に全国展開は完了しており、新規出店の予定はない。

### 売上構成

#### ● 売上構成（12/12期）



### 収益構造

#### ● 収益構造

3セグメントのうち営業利益のほとんど全ては不動産販売事業によるもの。その中でも主力の底地は、売上構成比の高さに加え、粗利益率が概ね30%前後と景気に左右されず安定的に高く、営業利益全体の7~8割を占めていると推測される。

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14~27%程度と比較的変動が大きい。

所有権の粗利益率は権利調整の必要がないため15%前後と低め。

ほとんど全て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1億円程度と小さいが、比較的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。

## 事業概要

また、高い回転率によりバランスシートの肥大化を抑制している。フロービジネスでありながら、事業リスクは低く、業績の安定性は高いといえよう。

資金調達の重要性の高さから、経営指標として売上高経常利益率を重視しており、7%を目標にしている（11/12期 9.3%、12/12期 4.6%、13/12期 会社予想 4.6%）。

### 底地のビジネスモデル

底地ビジネスというと、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ものである。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完全所有権化を実現し、土地本来の資産価値を回復し、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。

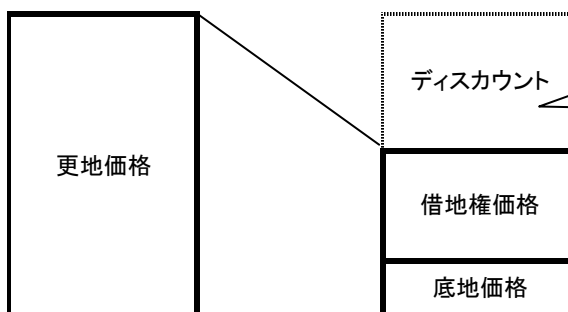
### 底地価格、借地権価格の更地価格との関係

底地と借地権が併合されると、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いるが、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（建物価格を考慮せず）

土地と建物の  
所有者が同一  
（完全所有権）

土地と建物の  
所有者が異なる



ディスカウント要因  
・流動性の減退  
・担保価値の減退  
・自由な使用収益の制限

（出所）TIW

## 事業概要

### 実質的に限定された市場

従って、底地の所有者は第三者に譲渡するよりも借地権者に譲渡する方が高い価格で売却できることになる。そもそも第三者に譲渡することは極めて困難であり、市場が限定されているといえる。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 世帯の借地権者が存在し、転貸されていることもある）、測量により境界を確定したり、建築基準法の接道義務（注）を満たすよう各借地権者の利害を調整しながら分筆を行わなければならない（場合によっては行政と協議し敷地内道路を延長したりする必要も生じる）など、過去からの人間関係を引きずる中、こうした煩雑な権利関係の調整を当事者間で解決することは困難。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、放置されているのが実情である。

（注）接道義務を満たさないと建物の再建築ができない

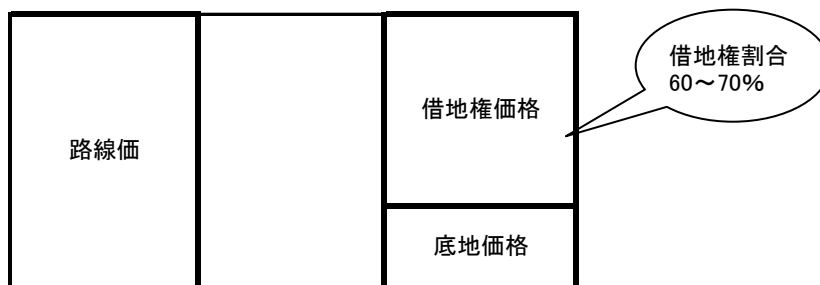
### 割高な底地の相続税評価額

国税庁は毎年 7 月に相続税算出の基準となる路線価（概ね市場価格の 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。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 = 路線価」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。それでも、底地は、収益性が低いうえに、流動性がないに等しいため、底地の相続税評価額は実勢価格よりも割高になりがちである。

底地の所有者は地主として他にも多くの資産を保有していることが多く、通常、相続発生時には相続税の課税対象となる。相続税の支払原資にするため、あるいは、相続発生をきっかけにした相続人の資産整理を目的に、底地の売却ニーズが生じる。

相続税評価額（建物価格を考慮せず）



（出所）TIW



## 事業概要

信託銀行系不動産仲介業者や税理士などを通じて得た底地の情報について権利関係、借地権者の状況などを調査、検討し、底地の仕入れを行う。仕入れ時の粗利益率は30%を目処にしており、情報量のうち実際に仕入れに至るのは約10%。1件当たりの底地の仕入れ額は平均すると6,000~7,000万円程度。仕入れ資金は、通常、期間1年の借入れと自己資金により賄う。底地の管理業務を受託する場合もあり（オーナーズパートナー）、現在、約200件の受託がある。これはフィー収入を得るためというよりも、将来の仕入れの見込み客とすることを目的にしている。

**借地権者にメリット  
のある取引のため  
回転期間は比較的  
短い**

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世帯の借地権者が存在し、分筆後の1区画当りの販売金額は1,000万円強（11/12期1,146万円、12/12期1,206万円）。借地権者は現金で購入することが多いが、完全所有権化すると担保価値が増すため、住宅ローンを組むことも可能。

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。その後は販売ペースが鈍り、1年で概ね80%の販売の進捗となる。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がちである。

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すぐに欲しいなど）。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。

借地権者の子供が独立し、既に住宅を購入しているなどの理由で、借地権のまま保有することを希望する借地権者もある。こうして残った底地は保有し、極端に地代が低い場合は、適正な地代への値上げ交渉を行うなどし、地代収入を得ながら状況の変化を待つ。販売用不動産の中で3年以上在庫となっている底地は、5%程度と限定的で、5年超の滞留案件はほとんどない。将来的には、長期滞留案件をバランスシートから切り離すため、底地ファンドの組成も検討しているが、現状はファンドを組成するに足るだけの在庫のボリュームはない。

## 事業概要

### 事業エリアは大都市が中心

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、門前町（寺社が底地の所有者）、城下町に多いという。

全国で事業展開しているが、完全所有権化しても不動産取引がほとんどないような過疎地ではビジネスとして成立しにくいいため、大都市が中心のビジネスになっている。加えて、大都市では地価が高いため、底地事業の売上高の7～8割が東京、神奈川となっている。

#### 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）TIW

（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

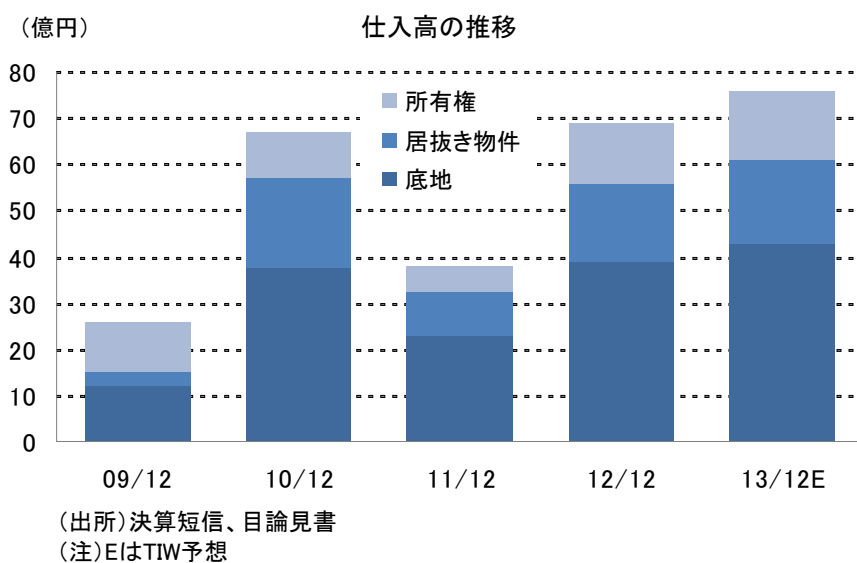
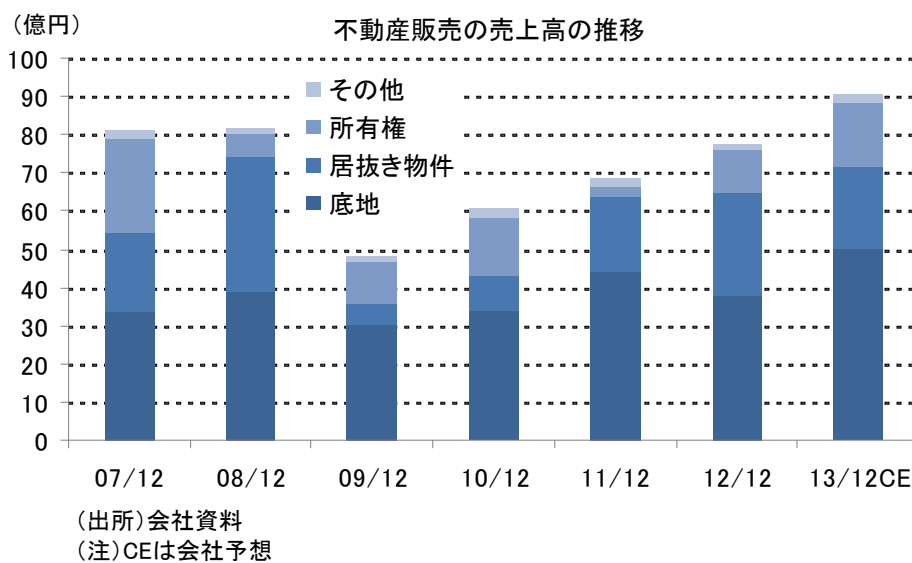
### 居抜き物件の ビジネスモデル

地方において築 30～40 年経過したアパートでは、少子高齢化の進展により、建替えても入居率の確保が難しい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い。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、一部、老朽化した小規模ビルもある。底地ビジネスの事業エリアが首都圏中心になっているのに対し、居抜き物件は首都圏よりも地方の方が多くなっている。

賃借人の立退き交渉が一見、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。仕入れ単価は、概ね、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。

2008 年度の総務省の住宅・土地統計（調査は 5 年に 1 度）によると、民営の貸家（アパート）は 1,336 万戸ある（うち木造は 440 万戸）。このうち 1980 年以前に建築されたものは 250 万戸（うち木造は 146 万戸）。少子高齢化、地方の人口減少が進む中、居抜き物件の潜在市場は大きいといえよう。

# 事業概要



## 底地の市場分析

底地取引の潜在的な市場規模は極めて大きい

旧借地法に基づく借地権は総務省の住宅・土地統計調査によると 2008 年で 117 万世帯となっており、総世帯数 4,959 万世帯の 2.4% を占める。調査は 5 年毎のためデータがやや古い、ひとまずこのデータをもとに市場規模を推測してみる。117 万世帯のうち主戦場の東京と神奈川は、それぞれ 18.9 万世帯、8.6 万世帯の計 27.5 万世帯。当社が 12/12 期に借地権者に販売した底地は 312 区画（分筆後）、仕入れた底地は想定販売区画数ベースで 644 区画に過ぎない。底地の販売価格が 1 世帯当り 1,000 万円とすると、東京、神奈川だけで底地事業の潜在的な市場規模は 2 兆 7,500 億円となる。今後、旧借地法に基づく借地権、底地は新たには生まれないが、潜在的な市場規模は極めて大きく、市場の先細りを懸念するステージではないといえよう。

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

相続税評価の割に収益性の低い底地は、かつて物納資産といわれていたが、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ることなどを受け、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。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、3 月 29 日に 2013 年度税制改正関連法が参院本会議で可決成立。2015 年 1 月 1 日以降の相続発生分から相続税の基礎控除が 40% 引下げられる

(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% に引上げられることになった。基礎控除の引下げにより、大都市を中心に課税対象者は 2 倍以上になる見込みであり、相続に絡んだ底地の売却ニーズは増加すると見込まれる。既に相続税の課税強化の報道が盛んだったことを受け、底地の売却査定への依頼は増加しているもよう。

底地専門の取引業者は当社以外に存在しない

住宅の底地取引の正確な統計数字はないが、当社の推計では、当社のシェアは 25% 程度でトップ。当社以外に底地取引を行っている主な不動産会社として、東京都市開発（本社：新宿区）、東海建物（同：横浜市）、第一開発（同：大田区）などがある。本業はオフィス開発や戸建事業などで、いずれも未上場。上場企業では、山田債権回収管理総合事務所（4351）が周辺事業として取組みを開始している。また、いちごグループホールディングス（2337）が、2010 年に商業施設やレジデンスなどの底地 80 物件、約 73 億円を底地の管理会社からバルクで取得し、底地ファンドを組成したことがある（戸建住宅の底地の取得は積極的には行っていない）。



## 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。底地取引でトップシェアの当社でも利益水準は数億円レベルであり、大手ディベロッパーが参入するような市場ではない。

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、借地権契約は個別性が強く（借地権契約がないことも多い）、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。

また、日銀の異次元金融緩和を受け、不動産取引が活発化する昨今の状況下で、兼業プレーヤーが敢えて手間のかかる底地ビジネスに注力することは考えにくい。

### 長期的には国有財産の底地の流動化に期待

2006 年までは、底地の物納が比較的容易だったため、国有財産（普通財産）として、財務大臣の管理になっている底地が多く存在する。国有財産では固定資産税を徴収できないため、財政難から底地の流動化の必要性が高まっている。借地権者との間で底地の一部と借地権の一部を交換し、完全所有権化したうえで入札による売却を行うなどの取組みを行っているようだが、十分な成果は上がっていないもよう。将来的には、信託銀行を通じ、当社などが国有財産の底地の流動化に関与できる機会が生まれることが期待される。

# 業 績

12/12 期は利益率の高い底地の減収により大幅営業減益

## ● 12/12 期業績解説

12/12 期業績は、売上高 94.7 億円（前期比 17.8%増）、営業利益 5.1 億円（同 31.0%減）。3Q 累計（1-9 月）時点では、売上高 46.7 億円（前年同期比 12.5%減）、営業利益▲2.3 億円（前年同期は 4.9 億円）と赤字だったが、下表のように 4Q（10-12 月）で巻き返した。

2 桁増収となったのは、不動産販売事業において、所有権が 10.8 億円（前期比 3.9 倍）、居抜き物件が 27.2 億円（同 36.9%増）となったほか、建築事業が 16.7 億円（同 49.2%増）と伸長したことによる。建築事業は震災の影響の反動や、大型の木造老人ホームの寄与が増収要因となった。

2 桁増収にもかかわらず、営業減益となった主因は、粗利益率が最も高い主力の底地の売上高が上期の仕入れの不調により 37.6 億円（同 14.0%減）にとどまったことによる。プロダクトミックスの変化を主因に、売上総利益率は 25.5%（同 5.4pt 減）と低下した。11/12 期には営業外収益に居抜き物件の売却に係る違約金収入 1.2 億円を計上した反動も加わり、経常利益は 4.3 億円（同 41.5%減）と減益幅が拡大した。

会社予想の営業利益は、期初の 8.0 億円（同 6.7%増）から 2Q 累計（1-6 月）決算発表前に 4.2 億円に大幅下方修正され、2 月 5 日に 5.1 億円に微上方修正されていた。期初予想に対し大幅未達になった主因は、底地の仕入れの遅れ。期初では底地の売上高は 54.3 億円（同 24.2%増）の計画だった。

## 四半期業績推移

（単位）百万円

	11/12		12/12			
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
売上高	2,191	2,702	1,214	1,665	1,796	4,801
不動産販売	1,921	2,223	1,035	1,392	1,401	3,943
底地	1,118	1,317	636	635	569	1,925
居抜き物件	527	702	170	626	748	1,181
所有権	89	155	185	81	42	776
その他(地代収入等)	55	48	43	49	44	60
建築	392	470	170	262	389	852
その他	13	7	8	9	9	6
売上原価	1,629	1,973	897	1,254	1,402	3,507
売上総利益	562	729	317	410	394	1,292
(売上総利益率)(%)	25.6	27.0	26.1	24.6	22.0	26.9
販売管理費	444	478	426	460	474	537
営業利益	118	251	▲108	▲50	▲80	755
営業外収益	2	1	1	2	1	▲0
営業外費用	25	49	15	17	24	30
支払利息・支払手数料	25	18	13	17	23	30
経常利益	95	203	▲121	▲66	▲103	726
特別利益	0	0	1	0	0	22
特別損失	0	0	1	0	16	▲1
税金等調整前当期純利益	95	203	▲121	▲66	▲119	748
法人税等	38	99	▲41	▲23	▲46	319
少数株主利益	0	0	0	0	0	0
純利益	57	104	▲80	▲43	▲74	430

（出所）決算短信、会社資料をもとに TIW 作成

（注）11/12 期 2Q 以前の四半期財務諸表は未作成

業

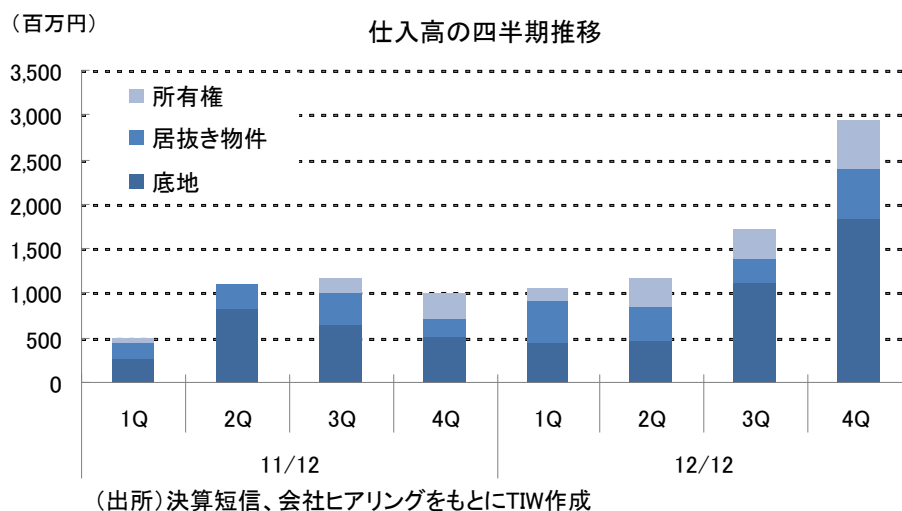
績

組織改編の混乱の  
沈静化に伴い仕入  
れは下期から回復

上期の底地の仕入れが低調だったのは、期初（2012 年 1 月）の組織改編により販売部門と仕入れ部門を分離したところ、借地権者との交渉の引継ぎ等に想定以上に時間を要したことによる。

そもそもこの組織改編は、10/12 期に金融機関の子会社から仕入れた大型の底地案件（借地権者数約 200 人）の販売に忙殺され、11/12 期の仕入れが低調になった反省から、仕入れ、販売の平準化、効率化を目的としたものだった。組織改編による混乱は下期には落ち着きをみせ、仕入れは下図のように急回復。結局、通期の底地の仕入高は 38.8 億円（前期比 70.2%）と過去最高水準まで挽回した。

この結果、期末の棚卸資産は 48.4 億円（前期末比 11.3 億円増）と増加した。ただし、4Q には販売も進捗したため、3Q 末（9 月末）からの増加は 0.7 億円増にとどまった。



13/12 期会社業績予想は保守的な感がある

● 13/12 期業績予想

13/12 期会社業績予想は、売上高 108 億円（前期比 14.5%増）、営業利益 6.6 億円（同 28.4%増）。底地の売上高が 50.4 億円（同 34.0%増）と急回復を見込んでおり、業績を牽引する想定。ただし、底地の粗利益率は 29.1%（同 5.0pt 減）と低下予想のため、全体の営業利益は V 字回復とまではならない予想。経常利益は 4.9 億円（同 13.7%増）予想とさらに物足りない。これは仕入れ増に伴う借入金の増加により、支払利息の増加を見込んでいるため。金融緩和を受け資金調達環境は一段と好転しているが、当社では、底地の仕入れの情報ルートとするために地銀の新規取引先の開拓に注力しており、新規取引は借入条件が厳しくなるため、平均調達金利はほとんど低下しない想定になっている。

底地の粗利益率の低下を見込んでいる要因としては、①仕入れ済みの案件に関して、利益率が低くなりがちな販売開始から時間が経過した物件の比率が高くなること、②期中仕入れ期中販売の予定の案件に関しては保守的にみていることが挙げられる。

底地に次いで業績へのインパクトの大きい居抜き物件の売上高は 21.1 億円（同 22.3%減）と 12/12 期に大きく伸びた反動で反落予想。居抜き物件の粗利益率は 18.6%（同 1.9pt 増）と金融緩和などによる良好な販売環境を受けやや改善見込み。会社業績予想の策定以降に、日銀の異次元金融緩和の発表があり販売環境が益々改善しているため、さらに粗利益率は上振れる可能性が高いとみられ、居抜き物件の粗利益の減少は小幅にとどまろう。

12/12 期に急伸した所有権の売上高は 16.6 億円（同 53.5%増）と金融緩和による不動産の流動性向上を受けさらに拡大見込み。粗利益率も 16.3%（同 2.3pt 増）と改善予想だが、居抜き物件と同様の理由でさらに改善の可能性が高いだろう。

12/12 期の期中に大幅な業績予想の下方修正を行ったことから、全体的に保守的な予想になっている感があり、表記の TIW 業績予想程度に上振れる可能性が高いと考える。

13/12 期も販売平準化には至らず、上期は赤字予想

12/12 期下期に仕入れが急回復したが、販売も 4Q に大幅に進捗したため、13/12 期上期に販売できそうな物件が少なく、加えて、上期は底地の販売に関し、利益率の低い販売開始から時間の経過した物件の比率が高くなりそうなことから、下期偏重の業績予想になっている。2Q 累計（1-6 月）の会社業績予想は、売上高 35.1 億円（前年同期比 22.0%増）、営業利益▲1.3 億円（前年同期は▲1.5 億円）と小幅の赤字予想。1Q（1-3 月）決算も赤字になる可能性が高いとみられる。組織改編により仕入れ、販売の平準化を目指しているが、13/12 期はまだその過渡期となる。

## 業

## 績

**仕入高は前期比  
10%程度の増加  
を計画**

13/12期の底地、居抜き物件、所有権の仕入高はそれぞれ前期比10%程度の増加を計画しているもよう。底地の仕入れに関しては、外部要因の相続税の課税強化決定が追い風になるとみられるほか、内部要因の地銀、税理士、弁護士、ハウスメーカーなど仕入れ情報ルートの多様化が仕入れ情報の増加につながろう。

居抜き物件、所有権に関しては、金融緩和による不動産価格の底打ち感の高まりを受け、大型の物件の売却も増加してきているもよう。仕入高は計画を上回ることが期待される。ただし、1Qの仕入高は例年、季節要因から少なく（正月などを含み営業日数が少ない）、1Q決算で判明する仕入高は物足りないものになる可能性はある。3月は企業の決算に絡む不動産の売却が増えるが、当社の場合、底地をはじめ仕入れ先のほとんどは企業ではなく個人のため、これとは無縁である。

**成長段階のため内  
部留保を優先**

業績は回復傾向だが、3円配当を継続予定。配当性向は会社業績予想ベースで8.2%にとどまる。現在、成長期にあるとの認識から内部留保を厚くし、仕入れ資金に充てる考え。また、仕入れ拡大による総資産拡大が見込まれる中、安定的な資金調達のために自己資本比率を維持したいという考えもある。

**14/12期以降、仕  
入れ、販売の平準  
化の進展により安  
定成長期に入ろう**

### ● 14/12期業績予想及び中期業績見通し

14/12期業績は、13/12期後半以降の仕入れの動向にかかっている。組織改編が軌道に乗ってきたこと、税制改正による相続税の課税強化の決定により、底地の所有者の相続税に対する関心が高まっていることなどから仕入れは総じて順調に推移するとみられる。金融緩和を背景に居抜き物件、所有権の販売は好調に推移しよう。販売の平準化も進展し、四半期ごとの極端な業績の偏重も緩和されよう。これは資金調達にも好影響を与えられよう。

主力事業の底地の流動化は景気や不動産価格の影響を受けにくく、金融緩和による不動産価格の反転、アベノミクスによる景気回復の恩恵は直接にはほとんどないといえるが、相続税の課税強化は中長期的な仕入れに追い風になると考えられ、15/12期以降は安定的な成長が期待できると考える。



業

績

要約損益計算書、貸借対照表等

(単位)百万円

	単体		連結						
	07/12	08/12	09/12	10/12	11/12	12/12	13/12CE	13/12E	14/12E
売上高	8,133	8,176	5,990	7,414	8,042	9,475	10,845	11,000	12,000
不動産販売	8,133	8,176	4,816	6,057	6,886	7,770	9,074	9,230	10,220
底地	3,333	3,873	3,049	3,393	4,378	3,765	5,045	5,080	5,600
居抜き物件	2,098	3,566	507	881	1,990	2,725	2,118	2,200	2,500
所有権	2,492	562	1,082	1,556	281	1,084	1,664	1,700	1,850
その他(地代収入等)	208	174	177	225	235	195	247	250	270
建築	-	-	1,148	1,333	1,121	1,672	1,725	1,725	1,730
その他	-	-	25	23	34	31	44	45	50
売上原価	na	na	4,265	5,166	5,557	7,060	8,051	8,130	8,800
売上総利益	na	na	1,724	2,248	2,484	2,414	2,794	2,870	3,200
販売管理費	na	na	1,417	1,593	1,735	1,897	2,130	2,120	2,300
営業利益	na	na	306	654	749	517	664	750	900
営業外収益	na	na	29	25	135	4	na	5	10
営業外費用	na	na	72	140	138	85	na	155	160
支払利息・支払手数料	na	na	70	118	102	83	na	140	150
経常利益	577	468	263	539	746	436	497	600	750
特別利益	na	na	7	2	54	23	na	0	0
特別損失	na	na	15	8	4	17	na	0	0
税金等調整前当期純利益	na	na	255	533	796	442	na	600	750
法人税等	na	na	109	232	352	209	na	280	330
少数株主利益	-	-	3	0	0	0	na	0	0
純利益	317	254	143	301	444	233	253	320	420

(単位)百万円

総資産	6,560	4,371	4,143	6,801	6,085	7,092	na	8,000	8,700
現預金	na	na	745	892	1,155	859	na	900	900
販売用不動産	na	na	2,048	4,618	3,698	4,834	na	5,400	5,800
有利子負債	na	na	1,270	3,139	1,880	2,598	na	3,200	3,500
自己資本	1,691	1,940	2,102	2,398	3,240	3,432	na	3,731	4,131

売上総利益率(%)	na	na	28.8	30.3	30.9	25.5	25.8	26.1	26.7
売上高経常利益率(%)	na	na	4.4	7.3	9.3	4.6	4.6	5.5	6.3
ROA(%)	na	na	3.5	4.4	7.3	3.3	na	4.0	4.8
ROE(%)	18.7	13.1	6.8	12.6	13.7	6.8	na	8.6	10.2
自己資本比率(%)	25.8	44.4	50.7	35.3	53.2	48.4	na	46.6	47.5
D/Eレシオ(倍)	na	na	0.6	1.3	0.6	0.8	na	0.9	0.8
ネットD/Eレシオ(倍)	na	na	0.2	0.9	0.2	0.5	na	0.6	0.6

(出所)決算短信、目論見書

(注)CEは会社予想、EはTIW予想

ROA、ROEは期末総資産、期末自己資本をもとに算出

サンセイラント [3277/JQ] 通足 2013/05/09



(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ってはいけません。

			2010/12	2011/12	2012/12	2013/12 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株価 (年間高値)	円	11 年 12 月上場	577	514	-
	株価 (年間安値)	円	11 年 12 月上場	373	172	-
	月間平均出来高	百株	11 年 12 月上場	71,813	7,616	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	7,414	8,042	9,475	11,000
	営 業 利 益	百万円	654	749	517	750
	経 常 利 益	百万円	539	746	436	600
	当 期 純 利 益	百万円	301	444	233	320
	E P S	円	50.18	73.50	33.80	46.38
	R O E	%	13.4	15.8	7.0	8.6
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	5,796	5,251	6,256	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	1,005	834	836	-
	資 産 合 計	百万円	6,801	6,085	7,092	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	3,017	2,663	3,097	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	1,385	181	562	-
	負 債 合 計	百万円	4,403	2,844	3,659	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	2,398	3,240	3,432	-
	純 資 産 合 計	百万円	2,398	3,240	3,432	-
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	-1,621	969	-952	-
	投資活動による CF	百万円	-105	126	-15	-
	財務活動による CF	百万円	1,841	-877	692	-
	現金及び現金同等 物の期末残高	百万円	849	1,068	792	-

(注) 2011/12 期の月間平均出来高は、上場日が 12 月 13 日のため 13 営業日分。2011 年 8 月 31 日に 1:50 の株式分割を実施。

## 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、居抜き事業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。
- 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・底地は新たには生まれなため、長期的には底地の事業機会は減少する。
- 新規参入の増加により、底地などの仕入れ価格が上昇し、利益率が低下する可能性。
- 2012年1月の組織改編により仕入れと販売部隊を分離したことを受け、仕入部隊が成績をあげるために無理な仕入れに走り、利益率が低下する恐れ。
- 借地権者の高齢化により、既に子供が別に住宅を購入するなどし、底地を取得する意欲が減退する恐れ。
- 成長過程にあるため、エクイティファイナンスを実施する可能性。

### 業界に関するリスク

#### ● 業界に関するリスク

- 欧州債務危機の余波などによる資金調達環境の悪化。
- 財政悪化などによる金利上昇。

## ディスクレーム

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>