

# サンセイランディック

(3277・JASDAQスタンダード)

2012年6月19日

## 底地の流動化を手掛けるユニークな不動産会社

### 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
(2012/3/31 現在)	
上 場 日	2011/12/13
U R L	<a href="http://www.sansei-l.co.jp/">http://www.sansei-l.co.jp/</a>
業 种	不動産業

主要指標 2012/6/15 現在	
株 価	240 円
年 初 来 高 値	514 円 (1/4)
年 初 来 安 値	216 円 (6/5)
発行済株式数	6,900,000 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	1,656 百万円
予 想 配 当 (会 社 )	3.0 円
予 想 E P S (ア ナ リ ス ト )	36.23 円
実 績 P B R	0.53 倍

### 住居系の底地の流動化などのニッチ分野に特化

旧借地法に基づく住宅の底地の流動化を中心事業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。流動性が低い底地の取扱を専業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借家権付土地建物（居抜き物件）を取得し、賃貸借契約を合意解約した後、完全所有権として販売する事業などを手掛ける。



### 12/12期業績は端境期になる見込み

11/12期はバルクで取得した超大型の底地案件の販売に時間がとられ、仕入れが低調になったため、12/12期業績は端境期になる見込み。1Q(1-3月)の経常利益が▲1.2億円と赤字スタートとなったのは、こうした理由によるもの。仕入れの平準化を図るため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が、現場の混乱から1Qの仕入れは引き続き低調だった。下期から業績が回復する計画だが、今期業績に寄与するのは8月頃の仕入れ分までとなるため、足元の仕入れ状況からみて、今期業績は下方修正の可能性が高いだろう。

### 税制改正が追い風になり、中期的に安定成長が見込まれる

12/12期業績は一旦落込むとみられるが、13/12期業績はその反動でV字回復となり、その後は再び安定成長軌道に乗るとみられる。安定成長が見込まれる要因として、①底地取引は景気の影響を受けない、②相続税の課税強化（基礎控除額の引下げなど）が予定されており、仕入れ面において追い風になる、③株式上場による知名度向上などにより、仕入れ情報チャネルの拡大、多様化が期待される、などが挙げられる。

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
2011/12	実 績	8,042	8.5	749	14.5	746	38.4	444	47.6	73.50
2012/12	会 社 予 想 (2012年2月発表)	10,852	34.9	800	6.7	704	-5.7	394	-11.4	57.10
	アナリスト予想	9,320	15.9	510	-31.9	425	-43.0	250	-43.7	36.23
2013/12	アナリスト予想	11,000	18.0	1,100	2.2倍	1,005	2.4倍	605	2.4倍	87.68

## 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宅の底地（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などの居抜き物件（注2）など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權のことで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）の概念で、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に、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。いずれにせよ、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年に病気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目論見だったが、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。社名のサンセイは三星を意味し、売り手、買い手がともに満足し、社会貢献もできるという 3 方良しの理念がこめられている。

### 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
		12 月	大阪証券取引所 JASDAQ（スタンダード）上場

（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 (2011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
3	天野 智子	539,600	7.82
5	中川 好正	450,200	6.52
6	小澤 順子	371,000	5.37
7	サンセイ従業員持株会	316,200	4.58
8	小澤 亮介	155,000	2.24
8	小澤 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	4,979,300	72.16

(出所) 有価証券報告書

(注) 1、2位及び3位の伊佐治 順子氏は社長をはじめ現役員。3位の天野 智子氏と5位は元役員。大量保有報告書によると天野 智子氏は役員退任後の2012年5月に20万株を売却し、表記から減少している。6位は創業者の配偶者。8位の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、個別の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により安定的な調達が可能になっている。1案件の仕入れ価格は、平均すると4,000～6,000万円程度で、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。

## 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借地権者から借地権を買取り（当社による完全所有権化）、戸建業者などの不動産会社や事業会社、個人に販売、③当社が底地のまま保有、のいずれかの対応を行い、売却益及び保有期間中の地代収入を得る事業。①の対応が基本となり、概ね8割の借地権者は底地を取得する。尚、底地の保有期間中の地代収入は11/12期で2.3億円となっている。

**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、売却益を得る事業。

**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個人に販売する。底地の所有者から底地と合わせて、処分を依頼されるケースが多い。権利調整等の手間がかからない分、利益率は底地や居抜き物件と比べ低い。

##### ➤ 建築事業

連結子会社のOne's Life Home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。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。

##### ➤ 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。

## 事 業 概 要

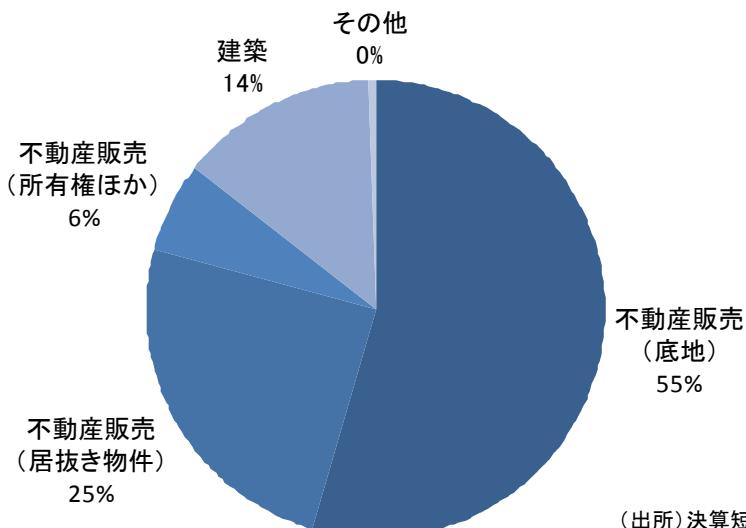
### 営 業 抱 点

#### ● 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 力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 (11/12 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%余り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 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%程度と低め。

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多い）、安定的な仕入れ機会がある。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ことによる経済的メリットが大きいため、販売も比較的容易で原価の回収は概ね半年で済む。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。また、高い回転率によりバランスシートの肥大化も免れている。フロービジネスでありながら、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 期は 9.3%、12/12 期予想は 6.5%）。

## 事業概要

### 底地のビジネスモデル

底地と借地権が混同すると、土地・建物の所有者が同一の完全所有権（この場合の土地部分を建付地という）となるが、借地権価格と底地価格の合計は、必ずしも建付地の価格にはならず、底地価格+借地権価格<建付地の価格となる。住宅の底地や借地権は単独では、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、それぞれ不利益を反映した価格になる。これが混同によ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るため、経済価値の増分が生じることになる。

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)

建付地価格  
(=更地価格)

土地と建物の  
所有者が異なる

借地権価格  
底地価格

- 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

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（逆の場合も同様）。しかし、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、接道義務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であり、底地の所有者、借地権者とも不便を感じながら、放置されているのが実情である。

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（商業地は80～90%程度）となっている。底地の相続税評価は、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、底地の相続税評価額は路線価の30～40%程度となる。底地は流動性がないに等しく、実際の市場価値は非常に低いため、通常、相続税の評価額は市場価格よりも高くなる。

## 事 業 概 要

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(建物を除く)



(出所) TIW

2006 年の税制改正により相続税の物納要件が厳格化され、底地の物納が非常に難しくなったことも相続発生時の底地の売却ニーズを高めている。金融機関系不動産仲介業者や税理士などを通じて得たこうした情報を検討し、底地の仕入れを行う。1 件当たりの底地の仕入れ額は平均すると 4,000～6,000 万円程度。仕入れ資金は自己資金と通常、期間 1 年の借入れにより賄う。底地の管理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。これらは将来の仕入れの見込み客にもなる。

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 案件当り平均約 10 世帯の借地権者が存在し、分筆後の 1 区画当たりの販売金額は 1,000 万円強（11/12 期は 1,146 万円）。借地権者にとっては、これだけの追加投資をしても、完全所有権化に伴う市場価値の回復により、借地権のままであるよりも経済的なメリットがある。借地権者は現金で購入することが多いが、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。借地権者にとって経済的なメリットがあり、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 6～7 割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。

## 事業概要

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いる。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5年以上在庫となっている底地は、5～7%程度と限定的だが、今後、事業拡大とともに増加していく可能性があるため、バランスシートの負担を軽くするため、底地ファンドの組成を模索している。

全国において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過疎地域ではビジネスとして成立しないため、大都市を中心のビジネスになっている。そもそも底地自体が大都市に多く（地方では城下町に多いという）、大都市では地価が高いこともあり、当社では底地事業の売上高の7～8割が東京、神奈川となっている。

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、当社は開発目的に底地を買取るのではなく、借地権との混同による完全所有権化により、不動産の資産価値、流動性を高めることを目的としており、社会的意義の高いビジネスといえよう。

### 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>・増改築承諾料などの一時金</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災害による損失リスクがほとんどない</li> <li>・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>・借地権者の管理が面倒</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>・市場価格に比べ、相続税評価額が高い</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、ランニングコストが高い</li> <li>・担保価値が低い</li> </ul>

(出所) TIW

## 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、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。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。

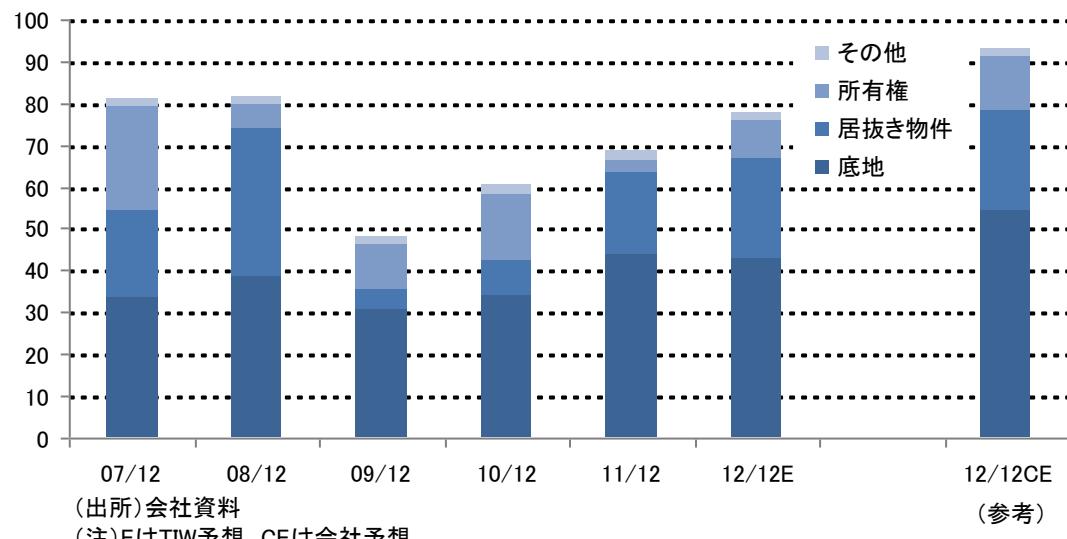
賃借人の立退き交渉が一見、難しいように思われるが、居住環境が極めて悪化した物件を仕入れており、賃借人も転居のきっかけがないまま、住み続けていたというケースが多く、立退き交渉が難航することはほとんどない。事業期間は 6 カ月程度で完了することが多く、底地同様、回転ビジネスである。仕入れ価格も底地同様、5,000 万円前後が多く、立退き料（引越し代も含め家賃の最大 6 カ月程度）、取壊し費用を差引いたうえで 14~27%程度の粗利益率をあげている。

2008 年度の総務省の住宅・土地統計によると、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、居抜き物件の市場は大きいといえよう。

## 事 業 概 要

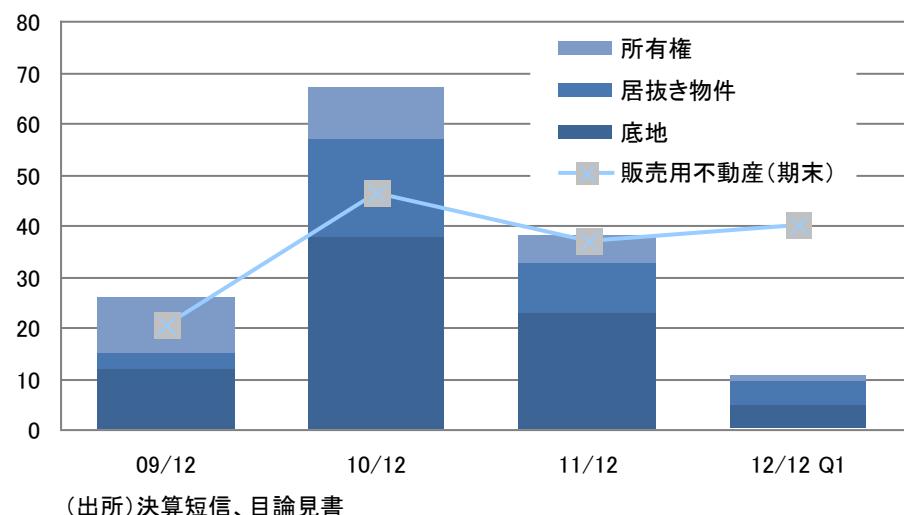
(億円)

不動産販売の売上高の推移



(億円)

仕入高、販売用不動産の推移



## 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年毎でデータがやや古いため、市場規模を推測するうえで目安になろう。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11/12期に借地権者に販売した底地は382区画（分筆後）に過ぎない（仕入れは、想定販売区画数ベースで396区画）。底地の販売価格が1世帯当たり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。

相続税の物納要件の厳格化を受け、仕入れ機会は増加

2006年の税制改正により相続税の物納要件が厳格化され、底地の物納が困難になった。この税制改正は、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や、底地の流動性の低さから処分が困難なことを受けたもの。物納が難しくなったことで、相続発生時の底地の売却ニーズは高まり、仕入れ機会は増加している。

相続税の課税強化による底地の仕入れ機会の増加が見込まれる

2011年度の税制改正大綱において、相続税の課税強化が盛り込まれた。主要なポイントは基礎控除の減額。消費増税を含む社会保障と税の一体改革関連法案が今国会（会期末は6月21日）で成立すると、相続税の基礎控除額は、現状の5,000万円+法定相続人×1,000万円から2015年1月1日以後の相続について、3,000万円+法定相続人×600万円となる。これにより、課税対象者が広がるほか、課税額も増加するため、相続発生時における底地の売却ニーズは増加しそう。既に相続税の課税強化の報道を受け、底地の売却査定の依頼は増加しているようだ。

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1億円にも満たない。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には妙味がない。

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。

## 底地の市場分析

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不動産会社としては、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、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はあるが、戸建住宅の底地の取得は積極的には行っていない。

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が、十分な成果は上がっていないもよう。今後、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

11/12期は  
主力事業が牽引  
し、順調な決算

底地の売上高は  
過去最高を更新

大型案件の販売の  
影響から仕入れは  
低水準

有利子負債は  
大幅に減少

### ● 11/12期業績解説

11/12期は売上高80.4億円(前期比8.5%増)、営業利益7.4億円(同14.5%増)と主力の底地、居抜き物件の販売が増加し順調な決算。営業外費用に上場関連費用0.2億円強を計上したが、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ため、経常利益は7.4億円(同38.4%増)と高い増益率になった。特別利益には札幌に保有していた店舗ビル(固定資産)の売却益0.5億円を計上し、純利益は4.4億円(同47.6%増)となつた。

底地の売上高は43.7億円(前期比29.0%増)と過去最高を更新。粗利益率は33%。10/12期に金融機関の子会社からバルクで仕入れた大規模な底地案件(横浜市と台東区で合計の借地権者数約200人)の販売が寄与した(バルク案件の一部は10/12期にも売上計上されている)。

居抜き物件の売上高は19.9億円(同2.3倍)。リーマンショック前後から抑制していた用地仕入れを10/12期に本格再開した結果、大幅に伸び、粗利益率も25%と高水準だった。

建築事業の売上高は11.2億円(前期比15.9%減)。東日本大震災による消費マインドの低下、建築資材の供給不足による工期の遅れが響いた。結果、セグメントの営業利益は▲0.3億円(前期は約0.2億円の黒字)となつたが、大勢に影響はない。

当社は仕入れから販売までを一気通貫で行ってきたため、上記の大型バルク案件の販売に時間を取られ、仕入れは底地が396区画、37.8億円(前期比39.1%減)、居抜き物件が21区画、9.8億円(同49.6%減)と低水準にとどまった。

こうしたことを受け、2012年1月に組織改編を行い、本社営業組織を仕入れ活動と販売活動を行う部隊に分離した。現在、仕入れ要員は25人、販売要員は12人となっている。

期末の有利子負債は18.8億円(前期末比12.6億円減)。販売が順調に進捗した一方、仕入れが低調だったため大幅に減少した。結果、D/Eレシオは10/12期末の1.3倍から0.6倍に改善した。

# 業績

1Q 決算は赤字  
スタートながら  
会社想定線

組織改編の混乱  
から底地の仕入れ  
は引き続き低調

12/12 期業績は  
11/12 期の低調  
な仕入れを受け、  
端境期となる見込  
み

## ● 12/12 期 1Q (1~3 月) 業績解説

12/12 期 1Q 決算は売上高 12.1 億円、営業利益 ▲1.0 億円と赤字スタート。前年同期は上場前のため四半期財務諸表を作成しておらず、前年同期比較はない。通常、底地案件においては、販売しやすいところから売れていくため、当初の粗利益率が高く、後になるほど利益率が低くなる傾向がある。11/12 期の仕入れ活動が低調だったことを受け、この 1Q では後半戦の販売の比率が高くなつたため、販売ペースが遅くなり売上高の水準が低くなつたうえに、粗利益率が 26.1% と 11/12 期通期の 30.8% と比べ低下した。

赤字スタートで印象は悪いが、1Q 業績が端境期になることは期初から織り込み済み。2Q 累計（1~6 月）でも 1Q 同様の要因の影響が残り、経常利益は ▲0.5 億円となる見込み。本来、特段の季節要因はないが、11/12 期の仕入れの不調により、今期は下期偏重の業績予想となっている。

1Q の仕入れは、底地が 82 区画、4.5 億円（前期の 4 分の 1 比 20.2% 減）、居抜き物件が 10 区画、4.6 億円（同 91.0% 増）、所有権も含めた全体では 10.5 億円（同 11.0% 増）。年初に組織改編を行い仕入れの専任部隊を設置したが、現場の混乱や仕入れ情報入手から仕入れまでに 3 カ月程度を要するところから 11/12 期の流れを引継いで低調だった。特に最も利益率の高い底地の仕入れが遅れている。昨年 12 月の株式上場による知名度、信頼度の向上や仕入れ専任部隊の設置を背景に、金融機関、税理士、弁護士などの仕入れ情報チャネルの拡大、多様化を図っており、今後の挽回に期待したい。

## ● 12/12 期業績予想

12/12 期の会社業績予想は、売上高 108 億円（前期比 34.9% 増）と大幅な伸びを見込むにもかかわらず、営業利益は 8.0 億円（同 6.7% 増）にとどまる計画。これは、①底地に関し、11/12 期の仕入れが低調だった関係で利益率が低くなりがちな販売終盤に当るものの売上構成比が高くなる（底地の粗利益率は 3pt 強の悪化を想定しているもよう）、②利益率の低い所有権の売上高予想が 12.8 億円（同 10.0 億円増）と構成比が高まるところから、全体の粗利益率が 25.7%（同 5.2pt 減）と大幅に低下する想定になっていることによる。

上場関連費用の剥落や上場に伴う借入条件の改善による支払利息の減少が見込まれる一方、違約金収入の剥落が大きく、営業外損益が悪化し、経常利益は 7.0 億円（同 5.7% 減）と小幅減益予想。固定資産の売却益 0.5 億円の剥落もあり、純利益は 3.9 億円（同 11.4% 減）の予想。

## 業 績

仕入れの遅れから  
業績下方修正の可  
能性が高いだろう

底地案件は仕入れから売上計上が始まるまでに4ヶ月程度かかるため、今期業績に寄与するのは8月頃に仕入れた案件までとなる。1Qの仕入れ状況からみて、今期の売上高計画は過大だろう。利益率の高い底地の仕入れの遅れから粗利益率も計画をさらに下回るとみられ、業績予想は下方修正される可能性が高いと考える。

成長段階のため  
内部留保を優先

1株当たり配当金は上場記念配当3円がなくなり、3円の計画。配当性向は会社業績予想ベースで5.3%（TIW予想ベースで8.3%）と低い。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。

13/12期業績は  
V字回復しよう

### ● 13/12期業績予想

13/12期業績は、12/12期下期以降の仕入れ活動が正常化し、順調に進展すれば、增收効果に加え、粗利益率の回復からV字回復しよう。粗利益率の回復が見込まれるのは、底地案件の売上構成比が高まるとともに、販売前半の売上構成比が高まるという両面による。

### ● 中期的な業績見通し

主力事業の底地の流動化は景気の影響を受けにくく、本来、業績のボラティリティは高くないといえよう。組織改編に伴う混乱が落着き、仕入れが標準化すれば、税制面から仕入れに廻しフォローの風が吹いていることもあり（相続税の課税強化）、14/12期以降の業績は安定成長軌道に乗ると考える。

# 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	12/12CE	12/12E	13/12E
売上高	8,133	8,176	5,990	7,414	8,042	10,852	9,320	11,000
不動産販売	8,133	8,176	4,816	6,057	6,886	9,342	7,810	9,450
底地	3,333	3,873	3,049	3,393	4,378	5,438	4,300	5,800
居抜き物件	2,098	3,566	507	881	1,990	2,420	2,400	2,410
所有権	2,492	562	1,082	1,556	281	1,282	900	1,000
その他	208	174	177	225	235	202	210	240
建築	—	—	1,148	1,333	1,121	1,465	1,465	1,500
その他	—	—	25	23	34	45	45	50
売上原価	na	na	4,265	5,166	5,557	8,066	7,000	7,900
売上総利益	na	na	1,724	2,248	2,484	2,786	2,320	3,100
販売管理費	na	na	1,417	1,593	1,735	1,986	1,810	2,000
営業利益	na	na	306	654	749	800	510	1,100
営業外収益	na	na	29	25	135	na	10	10
営業外費用	na	na	72	140	138	na	95	105
支払利息・支払手数料	na	na	70	118	102	na	90	100
経常利益	577	468	263	539	746	704	425	1,005
特別利益	na	na	7	2	54	na	5	0
特別損失	na	na	15	8	4	na	5	0
税金等調整前当期純利益	na	na	255	533	796	na	425	1,005
法人税等	na	na	109	232	352	na	175	400
少数株主利益	—	—	3	0	0	na	0	0
純利益	317	254	143	301	444	394	250	605

(単位)百万円

総資産	6,560	4,371	4,143	6,801	6,085	na	6,300	6,500
現預金	na	na	745	892	1,155	na	1,000	1,000
販売用不動産	na	na	2,048	4,618	3,698	na	4,000	4,300
有利子負債	na	na	1,270	3,139	1,880	na	1,800	1,700
自己資本	1,691	1,940	2,102	2,398	3,240	na	3,469	4,054

売上総利益率(%)	na	na	28.8	30.3	30.9	25.7	24.9	28.2
売上高経常利益率(%)	na	na	4.4	7.3	9.3	6.5	4.6	9.1
ROA(%)	na	na	3.5	4.4	7.3	na	4.0	9.3
ROE(%)	18.7	13.1	6.8	12.6	13.7	na	7.2	14.9
自己資本比率(%)	25.8	44.4	50.7	35.3	53.2	na	55.1	62.4
D/Eレシオ(倍)	na	na	0.6	1.3	0.6	na	0.5	0.4
ネットD/Eレシオ(倍)	na	na	0.2	0.9	0.2	na	0.2	0.2

(出所)決算短信、目論見書

(注)CEは会社予想、EはTIW予想

サンセイランテ<sup>®</sup> [3277/JQ] 遅足 2012/06/19



			2009/12	2010/12	2011/12	2012/12 予 (アナリスト)
株価推移	株価(年間高値)	円	11年12月上場	11年12月上場	577	-
	株価(年間安値)	円	11年12月上場	11年12月上場	373	-
	月間平均出来高	百株	11年12月上場	11年12月上場	7,181.3	-
業績推移	売上高	百万円	5,990	7,414	8,042	9,320
	営業利益	百万円	306	654	749	510
	経常利益	百万円	263	539	746	425
	当期純利益	百万円	143	301	444	250
	EPS	円	1,193.06	2,508.97	73.50	36.23
	ROE	%	7.0	13.4	15.8	7.2
貸借対照表 主要項目	流動資産合計	百万円	3,160	5,796	5,251	-
	固定資産合計	百万円	983	1,005	834	-
	資産合計	百万円	4,143	6,801	6,085	-
	流動負債合計	百万円	1,710	3,017	2,663	-
	固定負債合計	百万円	331	1,385	181	-
	負債合計	百万円	2,041	4,403	2,844	-
	株主資本合計	百万円	2,102	2,398	3,240	-
	純資産合計	百万円	2,102	2,398	3,240	-
キャッシュフローカalc;書 主要項目	営業活動によるCF	百万円	949	-1,621	969	-
	投資活動によるCF	百万円	-55	-105	126	-
	財務活動によるCF	百万円	-609	1,841	-877	-
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	734	849	1,068	-

※1 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

※2 EPSは2011年8月31日の株式分割(1:50)の影響を遡及修正していない。

## 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いため、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。

### 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。
- 金利上昇。
- 不動産市況の急変により、居抜き物件などの売却が困難になり、利益率が低下したり、売却損が発生する可能性。

## 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>