

サンセイランディック

不動産の権利調整を得意とし、全国展開する底地・居抜き專業：情報チャネルの拡大で成長を目指す

TICKER:3277 | 東証1部 | HP: <http://www.sansei-l.co.jp> | PUBLISHED on: 2018.10.30

事業概要

不動産権利調整ビジネスの先駆者：底地、居抜きを軸に全国化を図る

同社は、「不動産販売事業」を主たる事業領域とし、(2017年12月期の売上構成比91.4%) 底地(借地権が付いている土地)や居抜き物件(借手のいる古い共同住宅等)に強い。底地や居抜き物件はひとつの不動産に複数の権利者(底地権者、借地権者あるいは借家権者)がいるため、自由な活用が制限されて資産価値が低い。このような物件を同社が土地所有者から買い取り、権利関係を調整し、不動産の価値を高めた上で販売する。

同社は1991年6月より底地の取り扱いを開始し、底地や居抜きの取扱いにおいてトップシェア(SR社推定シェア20~25%)。本店のほか、全国8つの支店により全国展開。

業績動向

17年12月期は営業体制の効率化や高収益案件で大幅増益・今期も増益基調

2017年12月期実績：売上高13,099百万円(前期比6.5%増)、営業利益1,762百万円(同21.9%増)、経常利益1,669百万円(同25.6%増)、親会社株主に帰属する当期純利益1,111百万円(同30.2%増)と増収増益で過去最高益を更新した。底地と所有権の販売が前期より減少したことで売上高は会社計画を下回ったものの、営業体制の効率化や高収益案件の計上により、大幅増益となった。

2018年12月期会社予想：売上高17,482百万円(前期比33.5%増)、営業利益1,830百万円(同3.9%増)、経常利益1,703百万円(同2.1%増)、親会社株主に帰属する当期純利益1,157百万円(同4.1%増)と売上高・利益いずれも過去最高を予想。先行投資による人件費等の増加やベースアップで販管費が増えるため、利益段階では小幅な増加になるものの、増収増益を継続。

中期戦略

既存事業の拡大と、権利調整ノウハウを活かした新事業を第3の柱に

中期3ヵ年計画：2015年12月期からの前中期計画では、仕入れ情報チャネルの新規開拓とエリアごとに営業体制を強化し、既存事業の継続的拡大に注力してきた。

2018年12月期からの新中期計画では、成長・安定・還元の3つを基本方針に掲げ、さらなる成長への準備期間と位置付けている。2020年以降の日本における不動産市場では、所有者不明の土地、空き家などの諸問題が顕在化すると同社は想定している。その対応策としてこれまでに蓄積した権利調整のノウハウを活用した不動産諸問題に対応する新たな事業展開を行い、底地、居抜きに次ぐ第3の柱を構築する方針である。2020年12月期業績目標は、営業利益2,000百万円超(2017年12月期実績比13.5%増以上)、経常利益1,900百万円超(同13.9%増以上)、総資産経常利益率は2017年12月期と同じ、12%以上を維持するとしている。

S&Wサマリー

強み

ニッチ業界でトップの優位性：底地、居抜きなどの権利調整を必要とする不動産業界内ではトップ企業(SR社推定シェア20~25%)。東証1部上場で認知度が向上、取扱件数増加。

高い権利調整力：複数の権利者のニーズを把握して解決策を見つける高い調整力。

潜在的市場が大きい：東京都の底地市場1兆7,000億円超(同社試算)に対し、同社の底地売上高は約5,000百万円規模。主力の底地の総数自体は年々減少するが、ニーズは継続的。

弱み

日本固有の不動産慣習に基づくビジネス：日本の旧借地借家法に基づき展開されるビジネスモデルである。

シナジー効果は未知数：主軸の不動産販売と建築事業とのシナジー効果を見込んだ新事業は、まだ初期段階。

底地、居抜きに続く柱となる事業の未成熟：事業ポートフォリオのリスク分散が不十分。

利益成長ドライバー

【従来】

底地で安定的な収益、比較的利率の高い居抜きで成長拡大：底地は景気に左右されずに販売できるため業績は安定。居抜きの数量を増やすことで増収増益

【中期】

不動産市場の構造改革で顕在化する諸問題に伴う利害調整需要の増加：高齢化・人口減を背景に空き家が増加など不動産諸問題が深刻化の中で、不動産活用を積極的に考える世代の相続で底地・居抜きの流動化が進む

指標	
時価総額	8,920 百万円
株価(2018/10/29)	1,061 円
発行済株式数	8,406,800 株
外国人持ち株比率(2017/12/31)	6.46 %
BPS(2017年12月期)	957.5 円
PBR(2017年12月期)	1.11 倍
PER(2018年12月期予)	7.7 倍
配当(2018年12月期予)	21.0 円
配当利回り(2018年12月期予)	15.16 %
ROE(2018年12月期会予)	14.5 %
純負債/株主資本比率(2017年12月期)	48.5 %

* 発行済株式数は自己株式を含む

業績推移													
		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 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	ROA (%)	ROE (%)
FY12/10	連結	7,415	23.8%	655	113.5%	539	104.8%	301	110.3%	50.18	399.68	9.9	13.4
FY12/11	連結	8,042	8.5%	750	14.5%	747	38.4%	444	47.6%	73.50	469.71	11.6	15.8
FY12/12	連結	9,475	17.8%	517	-31.0%	437	-41.5%	233	-47.5%	33.80	497.51	6.6	7.0
FY12/13	連結	9,188	-3.0%	920	77.9%	810	85.3%	456	95.4%	66.04	560.55	10.1	12.5
FY12/14	連結	10,444	13.7%	1,205	30.9%	1,044	28.9%	626	37.5%	90.23	664.77	11.8	13.7
FY12/15	連結	11,568	10.8%	1,300	7.9%	1,196	14.6%	724	15.6%	90.08	744.23	11.9	12.8
FY12/16	連結	12,300	6.3%	1,446	11.3%	1,329	11.1%	854	17.9%	104.94	840.78	12.0	13.2
FY12/17	連結	13,099	6.5%	1,762	21.9%	1,669	25.6%	1,111	30.2%	134.45	957.50	12.0	15.0
FY12/18会予	連結	17,482	33.5%	1,830	3.9%	1,703	2.1%	1,157	4.1%	138.55	-	-	-

出所：会社データよりSR社作成。表の数値が会社資料と異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。2011年8月1日に1：50の株式分割を実施。BPS、EPSは調整済。

事業概要

不動産権利調整ビジネスの先駆者：底地、居抜きを軸に業容の全国化を図る。

会社概要

同社は不動産販売事業（2017年12月期売上高構成比91.4%）、建築事業（同8.6%）の2つを事業領域とする。同社は、1976年2月に、創業者小澤克己氏により東京都で設立された。現社長の松崎隆司氏（1970年生）は、1993年5月入社で、2003年7月に小澤氏より代表取締役社長を引き継いだ。1991年6月より底地（借地権が付いている土地）*の取り扱いを開始。現在では、底地や居抜き物件（借手のいる古い共同住宅等）**の買取り、権利調整、販売、管理などを、全国で展開している。また、連結子会社One's life ホームが建築事業を行っている。

底地や居抜き物件は複雑な権利関係、その特異性を生み出した土地・建物に関する法律の歴史的背景（旧借地法・旧借家法）、権利調整に必要な専門知識および人的スキルの要求など、普通の不動産とは異なる独特の特徴がある。権利調整に手間が掛かるわりに、各物件が小型なこともあり、ニッチな市場を形成している。同社はその市場におけるトップ企業である（SR社推定シェア20～25%）。従業員数は、単体で129名、連結で151名（2017年12月末）。

*底地：地主（土地所有者）が土地を他の人に貸し、他の人（借地権者）がその土地の上に自分の建物を建てて住んでいる状態の土地部分のことをいう。
*居抜き物件：建物が古く建替えが必要な状態にあるにも関わらず、借主（借家権者）がいるために自由な活用が困難な状態にある物件。

不動産販売事業

同事業は、底地、居抜きのほか所有権とその他の4部門からなる。

底地事業	底地を仕入れ、道路の延長や権利者との交渉を行い、借地権者へ底地を販売
居抜き事業	建物オーナーから住んでいる人がいる状態の土地建物（古いアパートなど）を仕入れ、借家権者と交渉を行い、明け渡し、建物解体の後、デベロッパーや戸建て会社に販売
所有権	所有権の仕入れ・販売
その他	賃料収入・コンサルティングフィー

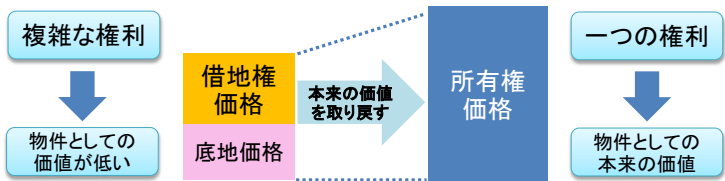
出所：会社資料よりSR社作成

ビジネスモデル：不動産権利調整ビジネス

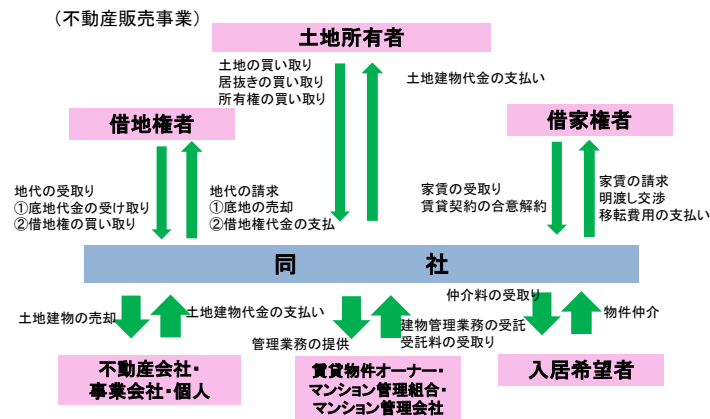
主軸となる底地および居抜き物件（2017年12月期の売上高構成比81.8%）のビジネスモデルは、以下の通りである。

ひとつの不動産に土地所有者、借地権者あるいは借家権者などの複数の権利者がいる結果、自由な活用が制限されて資産価値が低くなっている物件を土地所有者から買い取り、権利関係を調整して不動産の価値を高めた上で販売する。物件情報は主に不動産仲介業者等からの紹介によって収集しており、物件の法的規制や権利関係などの調査を実施し、土地所有者と仕入交渉を行って物件を買い取っている。

当ビジネスモデルにおける付加価値の提供イメージ

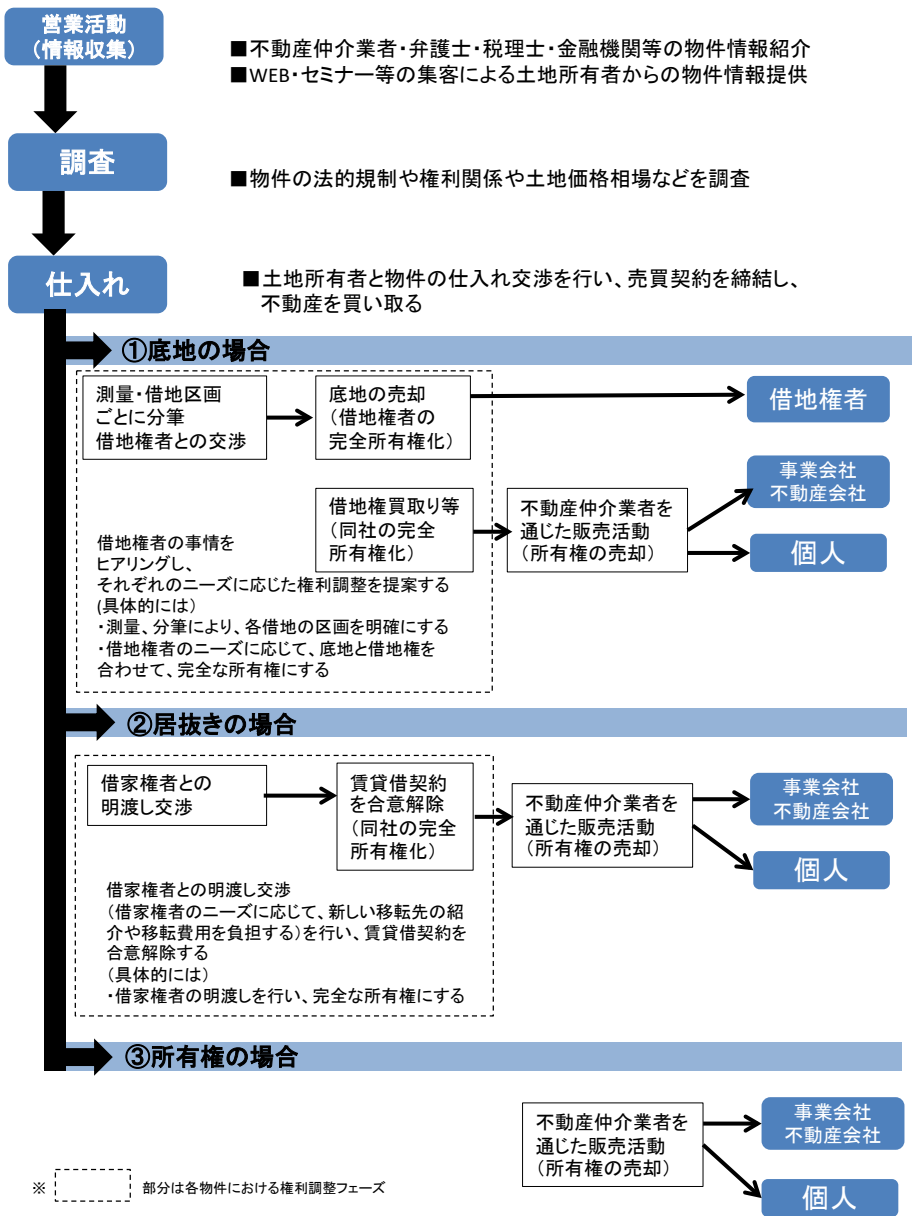


出所：同社資料よりSR社作成



出所：同社資料

不動産販売事業の標準的な流れ



出所：同社資料を基にSR社作成

底地

底地とは、土地と建物の権利が分かれている土地、つまり、地主から借りた土地に借地人が建物を建てて住んでいる状態の土地部分のことをいう。この場合、地主を底地権者とい

い、土地を借りて自分の建物を建てて住んでいる人を借地権者という。

底地の概念図



出所：同社資料

底地権者と借地権者との利害関係諸問題

一つの土地に底地権者と借地権者がいる状態では、それぞれに問題が生じる。「借地権」は非常に強い権利であり、底地権者は、自分の土地だが借地権者からの解除の申し入れがない限り半永久的に自己使用はできない。また、地代も安いと収益物件としての価値も低く、相続発生時に売却の必要があっても、実需においても収益面でも価値が付きづらく、売却することが難しい。一方、借地権者は、家を建て替えたくても底地権者の承諾が必要であり、多くの場合金銭的負担を伴う。また、土地を借りているだけなので、借地権単体では価値が低く、売却は難しい。双方にデメリットがあるが、多くの場合、底地権者と借地権者は、数十年にわたる貸し借りの関係が続き、近所同士の遠慮や感情のもつれがあり、当事者間での解決は難しい。そこに同社が当事者（土地所有者）として入ることによって、複雑に絡み合った権利関係や人間関係を紐解き、その不動産が本来持っている価値まで高める取り組みを行っている。

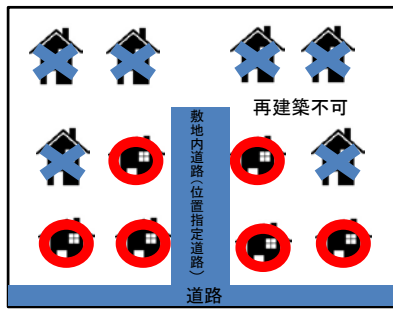
底地における権利調整の具体例

以下は、神奈川県のある具体例である（図を参照）。この土地はおよそ300坪で、借地権者は12名であった。まず同社が底地権者から底地を購入することで、底地権者である土地所有者は、借地権者が多く、調整が困難な底地の売却(流動化)に成功した。同社が買い取り時において、借地12件のうち、道路に接していない6件が再建築不可の物件であり、価値が極めて低い状態であった。

同社は、精密に測量を行ったうえで、役所と協議して敷地内の道路を延長した。これにより、6件中2件は再建築が可能になった。次に、分筆により全ての区画が道路に接することができ、12件全ての再建築が可能になった。これにより、物件の価値は大きくアップした。

同社は第一義的に、借地権者に対してその底地権を販売する。借地権者は、底地権を購入し、完全所有権化することで資産価値が向上する。借地権の中には、底地権の購入を望まず、借地権の売却を希望する者もある。今回の例では、12件中10件は借地権者に底地を売却し、2件は借地権者から借地権を同社が購入して完全所有権にして第三者に売却している。

底地を仕入れた場合の権利調整の例



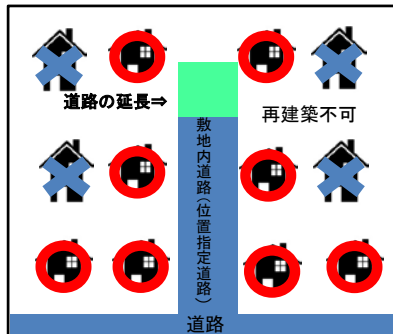
図①

概要

土地所有者に相続が発生し相続税を納付するために、所有している底地の売却が必要となり、同社に底地を売却する。

【権利調整が必要な点】

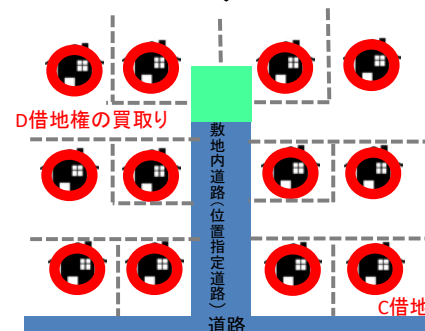
- 土地所有者が、12人の借地権者に土地を貸していて、底地と借地権に権利が分かれている。
- 一体の土地であり、借地ごとの境界が未確定な状態である。
- 12区画の借地権のうち、6区画の借地権が接道義務を満たしていない為、再建築できない状態である。（図①）



図②

権利調整フェーズ

- 測量作業を行い、区画と区画の境界を明確にしていく。
- 敷地内の道路を延長させるため、役所と協議を行う。
道路の延長が認められることにより、A・B二区画の借地が、建築基準法の道路に接道することができ、再建築が可能になる。（図②）
- 各借地権者と協議しながら、図③のように土地を分筆することによって、全ての区画が建築基準法上の道路に接続することができた。その結果、全ての借地が再建築可能な状態になる。



図③

借地権者のニーズに応じた権利調整を提案しながら、底地と借地権を合わせて、完全な所有権にする。

- 底地の購入を希望する借地権者には、底地の売却を行い、借地権者の完全所有権化となる。
- 借地権の売却を希望する借地権者C・Dから、借地権の買収を行い、当社の完全所有化となる。

出所：同社資料を基にSR社作成

底地事業の収益構造

同社の底地事業の収益構造について、以下に説明する。

土地の価格は、その場所、形、環境など様々な要素から決定される。底地・借地権の売買は、相続税評価を行う際に使用する借地権割合を用いられることが一般的で、使用価値に比例して割合が変わる。底地権の割合も10%から70%と、場所により幅があり一律ではない。一筆の土地*では、借地権の方が底地権よりも価値があるのが普通である。

*一筆の土地とは、「土地登記簿における一つの土地」という意味。筆は土地を数える単位。一つの土地を複数に分ける場合を「分筆」、逆に複数の土地を一つにまとめることを「合筆」という。

同社は、1区画毎に借地権の権利割合、借地権者の借りている敷地面積や賃貸期間、地代水準などから、販売価格を算出する。そこから諸費用（仲介手数料、不動産取得税などの税金、測量費、他に権利調整に必要な諸経費など）と、販売価格に対して一定の同社利益額を差し引いた額を仕入価格としている。

底地権割合が40%の場合、借地権者は、すでに土地に対して60%の権利を持っているため、

40%の権利を購入することで土地に対して100%の権利を取得できることになることから、購入に前向きなケースが多い。また、同社の道路整備などによる区画の権利調整によって、仕入時よりも土地の価値が高まり、販売額が向上することもある。

同社は購入後、1年以内に80%を売却し、地代を得ながら3年以内に15%、5年以内に残りの5%を売却することを目標としている。

旧借地法・旧借家法と借地借家法

同社のビジネスモデルで扱う土地は、旧借地法・旧借家法の土地である。1923年の関東大震災以降、昭和に入り、都市部への人口流入が続いて不動産価格の高騰がおき、賃借人の保護を行う必要が高まったため、1941年に借地法・借家法の改正がなされた。これが旧借地法・旧借家法である。この改正により、土地所有者側の正当な事由なしに土地賃貸借契約解除の申入れ、更新の拒絶ができなくなった。戦後においても、戦後復興を進めるため罹災法（罹災都市借地借家臨時処理法）が制定され、借地の供給がなされた。高度経済成長期には地価の大幅な上昇を招いたことや都市部への人口流入が続いた。また、多くの借地権建物も老朽化が進み、建替えの必要があるが、土地所有者が建替えを認めないなど問題が発生したことから、1966年に借地法・借家法の改正がなされた。この改正により、借地権者の建替え、増改築に関して、土地所有者が承諾を出さない場合は、借地権者は裁判所から地主の承諾に代る許可をとれることとなった。旧法は、戦前戦後の混乱の中で、借地や借家が大量に発生した事情や、道路の問題や隣地境界、契約内容、権利関係の不明朗さが残されたまま、土地の需要の拡大に取り込まれてしまった経緯がある。

1992年に土地所有者と借地権者・借家権者の権利関係を有期の契約とする「定期借地権」の新しい概念が盛り込まれた借地借家法の新法が施行された。この新法施行以後に借地契約が成立した借地は新法の適用となる。日本全国には現在でも旧法が適用される相当数の借地が存在することが推測される。特に、戦前戦後の混乱期に生じた底地は、現在、相続等による権利継承が行われる時期にきていることや現代の状況に合わない旧法の解消を求めることなどが、底地の流動化の大きな要因となっており、ここに不動産権利調整ビジネスが生まれる土壌がある。

底地の市場規模

底地の市場規模については業界等の客観的な資料はない。2013年の総務省の土地・住宅統計調査によると、全国で1,034,200件の借地権が存在している(この調査は5年ごとに行われ、2018年の調査結果が2020年に発表される予定)。底地は借地権と対になるものであるから、同じ数の底地が存在していることになる。東京都の底地数は155,200件であり、同社の試算によると、東京都だけで1兆7000億円以上の底地の市場規模があることになる。同社の2017年12月期の底地の販売区画数は300件、売上高は5,067百万円にすぎないため、潜在的な市場はかなり膨大と推測される。

取り扱いに関東・関西エリアが中心。販売単価は低いが、借地権者に購入のメリットが大きいため、景気動向に左右されずに安定的な販売が可能。

2017年12月期の、底地の売上高は5,067百万円であり、全体の38.7%を占める。販売件数は300件で、1件当たりの単価は17百万円と、2016年12月期の15百万円と比べて単価は上昇傾向にある。居抜きに比べると1件当たりの販売価格は低いが、権利調整による付加価値が加わるため利益率は高い。

居抜き

居抜きとは、一般的には設備を残したままの店舗売買などで使う用語だが、同社では築年数の古い収益物件をこう呼んでいる。収益物件が築浅で空気が少なく賃料が高いのに対して、築古で空気が多く、賃料が安い物件。イメージとしては築30年以上の木造アパートである。

居抜き概念図



出所：同社資料

居抜き物件における権利調整の具体例

居抜き物件の権利調整について、名古屋市の例を挙げて説明する。土地の面積は130坪、築30年の木造アパートで、同社が買取り時では老朽化がかなり進んでいる状態であった。同社は、土地・建物をそのままの状態で購入した。メンテナンス不足で空室が埋まらず、十分な賃料収入が得られてない、収益性の低迷した物件のキャッシュ化を、土地建物所有者は実現できた。8部屋中、居住していたのは3部屋で、借家権者は3名であった。同社は、借家権者の明け渡し交渉を行い、移転先の手配、移転費用の負担など、移転をするための条件を整備した。それにより賃貸借契約は合意解除され、全ての借家権者は、現在の居住環境よりも条件の良い物件への移転を実現した。同社は、明け渡し完了後、建物を解体して更地にし、建売業者に売却した。

居抜き物件の市場規模

総務省の住宅・土地統計調査（2013年）によると、1990年以前に建築された全国の民営借家のうち、木造建築は1,852,900件と住宅総数の3.6%を占めている。同社の2017年12月期の居抜きの販売数は39件（売上高5,649百万円）にすぎないため、底地市場と同様に居抜き物件の潜在的な市場は同社実績に比べて膨大と推測される。

2017年12月期の居抜きの売上高は、同社売上高の38.7%を占める。その販売単価は、1件当たり145百万円である。底地に比べると1件当たり8.6倍の販売価格であるが、利益率は相対的に低い。

取り扱い、札幌・名古屋・福岡エリアが中心。マンションデベロッパーや戸建てメーカーなどに用地提供ができるため、情報の持ち込みなども活発に行われる。用地仕入ニーズが活発な昨今、物件の大型化や利益率上昇がみられる。

所有権

所有権とは、同社では、権利調整を必要としない、完全な所有権の不動産を仕入れて販売する事業のことをいう。底地や居抜きの仕入れに伴い、不動産の所有者から持ち込まれる完全所有権の不動産の条件を整備することで、付加価値をつけて販売する。例えば、農地だった土地を宅地にして道路付けを整備して大型の分譲地として販売したり、購入した底地の隣地を購入して大きな土地にして売り出す例もある。

2017年12月期では、所有権の売上高は899百万円であり、全体の6.9%を占める。販売件数は21件で、1件当たり43百万円である。2016年12月期は売上高1,792百万円、販売件数は22件、1件当たり81百万円であったので、単価のブレが大きいことがわかる。ここ3～4年は1億円前後の物件が多くなっているが、今期は札幌の大型案件（販売価格13億円前後）があることから、大幅増収を同社は予想している。

その他

その他には、賃料収入やコンサルティングフィーなどが含まれる。また、底地所有者向けにオーナーズパートナー業務を行っている。この業務は、土地所有者の底地管理・運営のサポートを目的として、地代集金・滞納督促連絡・土地賃貸借契約期間の更新手続など、

土地賃貸管理業務を一括して請け負うサービスである。土地所有者を代行して借地権者の管理を行うことにより、土地所有者の管理に係る負担が軽減されるとともに、底地の有効な資産活用が可能となる。同社にとっては将来の仕入れに繋がられるなどの効果も見込むことができる。

不動産販売事業の業績推移

同社の主軸となる底地や居抜き事業の業績には、以下のような特徴がある。

年度によって、底地・居抜き・所有権の比率が変わるため、売上・利益の変動が起こる。底地の比率が高まると売上の伸びは小さいが、利益率は高くなるため利益の伸びは大きい。居抜きの比率が高まると売上の伸びが大きくなるが、利益率が低下するため、利益の伸びは小さくなる傾向がある。仕入時に設定する利益率の目安は一定だが、権利者それぞれの意向を尊重しながら販売するため、個別の案件によって利益率は変動する。また、同じ理由で販売時期も一定ではない。四半期ごとの業績の変動が大きいのはこのためである。リーマンショック後など不動産市況が停滞していた時期は安定的に販売が出来る底地の比率を高くし、不動産市況の回復に合わせて居抜きの比率を高めることで、過去5年間増益を継続している。

2017年12月期をみると、同事業の売上高は11,968百万円、セグメント別の営業利益は2,742百万円であり、利益率は22.9%である。これに対して、2009年12月期は売上高4,816百万円、営業利益は532百万円、利益率は11.0%であった。8年間で売上高は2.5倍、利益は5.2倍となっており、利益率は過去5年間20%前後と高水準を維持している。

不動産販売事業の業績推移

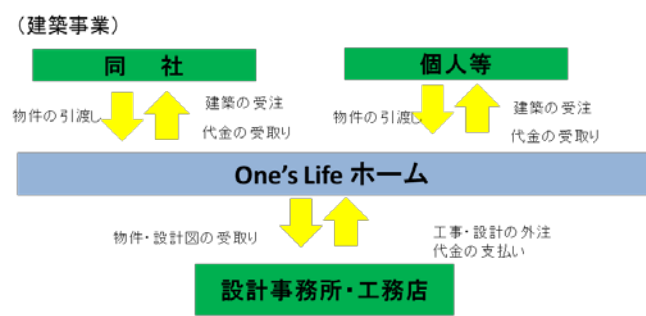
不動産販売事業											
(単位：百万円)	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期	14年12月期	15年12月期	16年12月期	17年12月期	18年12月期	18年12月期会予
売上高	4,816	6,057	6,887	7,701	7,599	8,839	10,241	10,959	11,968	16,036	
うち底地	3,049	3,394	4,379	3,765	3,690	4,134	5,300	5,413	5,066	7,108	
うち居抜き	507	882	1,991	2,725	2,311	3,034	3,851	3,404	5,649	5,472	
うち所有権	1,082	1,556	282	1,084	1,279	1,348	691	1,792	899	3,035	
うちその他	177	225	236	196	320	323	398	350	353	421	
セグメント利益	532	1,099	1,208	976	1,580	1,779	2,018	2,251	2,742	-	
利益率（%）	11.0%	18.1%	17.5%	12.6%	20.8%	20.1%	19.7%	20.5%	22.9%	-	

出所：会社データよりSR社作成、表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

建築事業

連結子会社One's life ホームが、デザイナーズフルオーダー戸建注文住宅、デザイナーズリフォムの企画設計・施工及び業務管理を行っている。化学物質を極力減らした健康的な自然素材と、施主の理想のカタチにする建築家とのコラボレーションを特徴とする注文住宅をメインに展開している。「自然素材と建築家」の戸建住宅建築をコンセプトに、ナチュラルな暮らしを提案している。東京都世田谷区駒沢にある住宅展示場において、戸建て注文住宅とリフォムのモデルハウスを展開している。

建築事業の事業系統図



出所：同社資料

建築事業の業績推移

過去9期の業績をみると、売上高は1,100百万円台から1,700百万円台の推移となっており、2012年12月期の1,738百万円をピークに減収が続いている。セグメント段階で赤字になっているのが5期、黒字になっているのが4期である。黒字の時もその利益水準は低い。2017年12月期には減収となっているが、赤字幅の縮小は事業のリストラを行ったためである。

同事業は着工後の進行基準で売上を計上するため、受注してからすぐに売上・利益にはつながらないが、現在、様々な施策が好感触を得ており、早期黒字化を目指している。

建築事業の業績推移

建築事業										
(単位：百万円)	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期	14年12月期	15年12月期	16年12月期	17年12月期	18年12月期会予
売上高	1,161	1,363	1,196	1,738	1,663	1,624	1,359	1,391	1,203	1,444
セグメント利益	17	19	-34	21	-105	35	-39	-56	-44.1	-
利益率 (%)	1.4%	1.4%	-2.8%	1.2%	-6.3%	2.2%	-2.8%	-4.0%	-3.7%	-

出所：会社データよりSR社作成、表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

競合と同社シェア

底地および居抜き物件市場の取扱高で、同社はトップ企業（SR社推定シェア20～25%）である。競合他社は7～8社程度あるが、同社のように専業で全国展開している企業はない。上場会社で底地を扱っているのは、エリアルリンク株式会社(東証マザーズ、8914)、株式会社山田債権回収管理総合事務所(JASDAQ、4351)があるが、専業ではなく、取扱高はそれぞれ1,869百万円（2017年12月期）、295百万円（2017年12月期）である。東京における一番の競合は、東京都市開発株式会社（未上場）である。地主への直接営業が得意で、独自の情報ルートを持っており、売り上げ規模は、同社の約半分である。ほかには、平成都市計画株式会社（未上場）が東京で競合している。規模は同社の5分の1程度。東海建物株式会社（未上場）は本社が大阪にあり、関西や名古屋で競合している。同社と異なり、借地権者から借地権を買い取り、所有権化した後は自社で戸建分譲を行っている。規模は同社よりも小さい。

類似企業との比較

コード	企業名	決算期	売上高 (百万円)	営業利益 (百万円)	利益率 (%)	ROA (%)	ROE (%)	自己資本比率 (%)	ネットD/E 比率 (倍)	主要事業 (売上構成比：%)
3299	ムゲンエステート	FY12/17	63,568	7,122	11.2%	11.0%	24.7%	32.5%	1.16	不動産売買(96)
8940	インテリックス	FY05/18	43,507	1,560	3.6%	3.7%	8.2%	31.6%	1.43	中古マンション再生・流通(80)
3230	スターマイカ	FY11/17	23,075	3,575	15.5%	5.6%	14.1%	28.3%	2.25	中古マンション(販売・賃貸) (77)
8914	エリアルリンク	FY12/17	21,489	2,379	11.1%	9.1%	9.8%	54.7%	0.15	不動産運用サービス (91)、不動産再生・流動化 (6)
3277	サンセイランディック	FY12/17	13,099	1,762	13.5%	12.0%	15.0%	47.3%	0.48	不動産販売事業 (89)、建築 (11)
4351	山田債権回収管理 総合事務所	FY12/17	2,088	61	2.9%	1.1%	2.3%	70.9%	-0.62	サービサー (29)、派遣 (57)、不動産ソリューション (14)、その他 (0)
平均			32,948	3,280	11.0%	8.3%	14.4%	38.9%	1.09	

出所：各社データよりSR社作成、百万円未満を四捨五入

業績動向

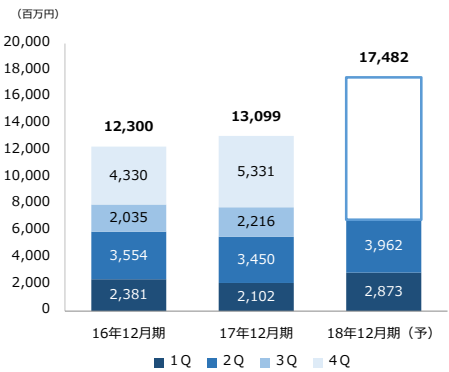
四半期業績の推移

連結四半期業績動向（累計） （百万円）	16年12月期				17年12月期				18年12月期		18年12月期			
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	進捗率	上期会予	進捗率	通期会予
売上高	2,381	5,935	7,970	12,300	2,102	5,552	7,768	13,099	2,873	6,835	84.2%	8,119	39.1%	17,482
前年同期比	110.1%	38.4%	40.0%	6.3%	-17.3%	-6.5%	-2.5%	6.5%	36.7%	23.1%				
売上原価	1,601	4,154	5,477	8,344	1,643	3,799	5,253	8,566	2,139	4,539				
前年同期比	114.0%	51.2%	49.4%	7.0%	2.6%	-8.5%	-4.1%	2.7%	30.2%	19.5%				
売上原価率	67.2%	70.0%	68.7%	67.8%	78.2%	68.4%	67.6%	65.4%	74.4%	66.4%				
売上総利益	780	1,781	2,493	3,957	459	1,753	2,515	4,532	734	2,296				
前年同期比	102.6%	15.5%	22.7%	5.0%	-41.2%	-1.6%	0.9%	14.5%	60.0%	31.0%				
売上総利益率	32.8%	30.0%	31.3%	32.2%	21.8%	31.6%	32.4%	34.6%	25.6%	33.6%				
販管費	590	1,254	1,828	2,510	592	1,263	1,952	2,770	676	1,478				
前年同期比	9.8%	9.2%	7.1%	1.6%	0.3%	0.7%	6.8%	10.4%	14.2%	17.1%				
売上高販管費率	24.8%	21.1%	22.9%	20.4%	28.2%	22.8%	25.1%	21.1%	23.5%	21.6%				
営業利益	190	527	665	1,446	-133	490	564	1,762	58	817	151.6%	539	44.7%	1,830
前年同期比	-	33.6%	104.6%	11.3%	-	-7.0%	-15.2%	21.9%	-	66.8%				
売上高営業利益率	8.0%	8.9%	8.3%	11.8%	-6.3%	8.8%	7.3%	13.5%	2.0%	12.0%				
経常利益	166	444	565	1,329	-146	457	503	1,669	30	745	156.9%	475	43.8%	1,703
前年同期比	-	27.4%	120.5%	11.1%	-	3.1%	-11.1%	25.5%	-	63.1%				
売上高経常利益率	7.0%	7.5%	7.1%	10.8%	-6.9%	8.2%	6.5%	12.7%	1.1%	10.9%				
四半期純利益	84	244	316	854	-132	261	293	1,111	3	435	150.4%	289	37.6%	1,157
前年同期比	-	15.5%	201.7%	17.9%	-	7.0%	-7.2%	30.1%	-	66.6%				
売上高純利益率	3.5%	4.1%	4.0%	6.9%	-6.3%	4.7%	3.8%	8.5%	0.1%	6.4%				

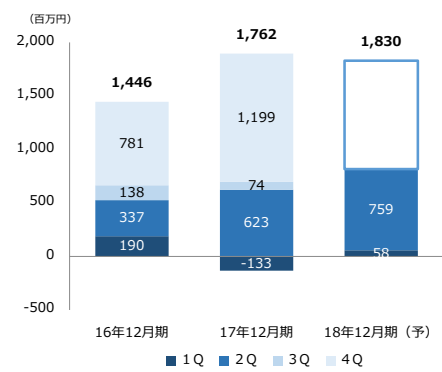
連結四半期業績動向（3か月） （百万円）	16年12月期				17年12月期				18年12月期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
売上高	2,381	3,554	2,035	4,330	2,102	3,450	2,216	5,331	2,873	3,962
前年同期比	110.1%	12.6%	44.6%	-26.3%	-17.3%	-2.9%	8.9%	23.1%	36.7%	14.8%
売上原価	1,601	2,553	1,323	2,867	1,643	2,156	1,454	3,314	2,139	2,400
前年同期比	114.0%	27.8%	44.1%	-30.6%	2.6%	-15.5%	9.9%	15.6%	30.2%	11.3%
売上原価率	67.2%	71.8%	65.0%	66.2%	78.2%	62.5%	18.7%	25.3%	74.4%	60.6%
売上総利益	780	1,001	712	1,463	459	1,294	762	2,017	734	1,561
前年同期比	102.6%	-13.5%	45.6%	-15.8%	-41.2%	29.3%	7.1%	37.9%	60.0%	20.7%
売上総利益率	32.8%	28.2%	35.0%	33.8%	21.8%	37.5%	9.8%	15.4%	25.6%	39.4%
販管費	590	664	574	682	592	671	689	818	676	802
前年同期比	9.8%	8.7%	2.8%	-10.7%	0.3%	1.1%	20.0%	19.9%	14.2%	19.6%
売上高販管費率	24.8%	18.7%	28.2%	15.7%	28.2%	19.5%	8.9%	6.2%	23.5%	20.2%
営業利益	190	337	138	781	-133	623	74	1,199	58	759
前年同期比	-	-38.4%	-	-19.8%	-	85.0%	-46.6%	53.5%	-	21.9%
売上高営業利益率	8.0%	9.5%	6.8%	18.0%	-6.3%	18.0%	0.9%	9.2%	2.0%	19.2%
経常利益	166	277	121	764	-146	603	46	1,166	30	715
前年同期比	-	-46.6%	-	-18.7%	-	117.4%	-62.4%	52.6%	-	18.6%
売上高経常利益率	7.0%	7.8%	6.0%	17.6%	-6.9%	17.5%	0.6%	8.9%	1.1%	18.0%
四半期純利益	84	160	72	538	-132	393	32	818	3	431
前年同期比	-	-49.8%	-	-13.2%	-	146.7%	-55.3%	52.1%	-	9.8%
売上高純利益率	3.5%	4.5%	3.5%	12.4%	-6.3%	11.4%	0.4%	6.2%	0.1%	10.9%

出所：会社データよりSR社作成、表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

四半期売上高の推移



四半期営業利益の推移



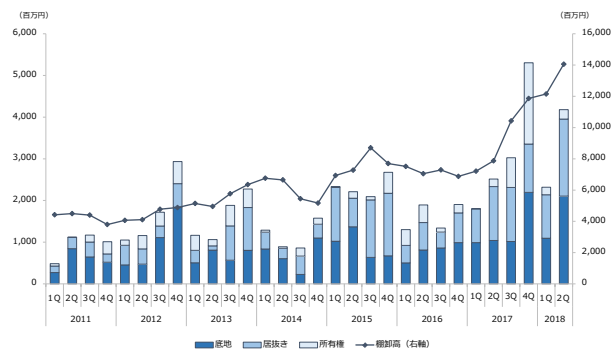
出所：会社データよりSR社作成

セグメント別四半期業績の推移

四半期業績推移（累計） （百万円）	16年12月期				17年12月期				18年12月期		18年12月期	
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	進捗率	通期会予
売上高	2,381	5,935	7,970	12,300	2,102	5,552	7,768	13,099	2,873	6,835	39.1%	17,482
（前年比）	110.2%	38.4%	39.9%	6.3%	-11.7%	-6.5%	-2.5%	6.5%	36.7%	23.1%		
不動産販売事業	2,244	5,568	7,322	10,959	1,907	5,079	7,006	11,969	2,758	6,577	41.0%	16,036
（前年比）	142.6%	42.8%	46.6%	7.0%	-15.0%	-8.8%	-4.3%	9.2%	44.6%	29.5%		
（構成比）	94.3%	93.8%	91.9%	89.1%	90.7%	91.5%	90.2%	91.4%	96.0%	96.2%		
底地	1,201	2,422	3,553	5,413	483	2,353	2,955	5,067	611	2,961	41.7%	7,108
（前年比）	121.5%	-0.1%	7.9%	2.1%	-59.8%	-2.9%	-16.8%	-6.4%	26.5%	25.9%		
（構成比）	50.4%	40.8%	44.6%	44.0%	23.0%	42.4%	38.0%	38.7%	21.3%	43.3%		
居抜き	473	1,942	2,213	3,404	1,327	2,290	2,982	5,649	725	1,850	33.8%	5,472
（前年比）	89.3%	92.3%	99.0%	-11.6%	180.4%	17.9%	34.8%	66.0%	-45.4%	-19.2%		
（構成比）	19.9%	32.7%	27.8%	27.7%	63.1%	41.2%	38.4%	43.1%	25.2%	27.1%		
所有権	485	1,040	1,308	1,792	15	259	809	899	1,322	1,545	50.9%	3,035
（前年比）	850.6%	270.8%	325.6%	159.5%	-96.9%	-75.1%	-38.2%	-49.8%	8655.1%	495.9%		
（構成比）	20.4%	17.5%	16.4%	14.6%	0.7%	4.7%	10.4%	6.9%	46.0%	22.6%		
その他	85	164	247	350	81	177	260	353	99	221	52.6%	421
（前年比）	3.2%	-11.1%	-12.5%	-12.1%	-4.3%	7.8%	5.2%	0.9%	22.3%	25.1%		
（構成比）	3.6%	2.8%	3.1%	2.8%	3.9%	3.2%	3.4%	2.7%	3.4%	3.2%		
建築事業	137	367	649	1,341	195	473	762	1,130	115	258	17.9%	1,444
（前年比）	-34.1%	-5.9%	-7.7%	1.0%	42.6%	29.0%	17.5%	-15.8%	-40.9%	-45.5%		
（構成比）	5.8%	6.2%	8.1%	10.9%	9.3%	8.5%	9.8%	8.6%	4.0%	3.8%		
営業利益	190	527	665	1,446	-133	490	564	1,762	58	817		
（前年比）	-225.0%	33.4%	104.6%	11.2%	-170.0%	-7.0%	-15.2%	21.9%	-143.7%	66.8%		
不動産販売事業	442	1,010	1,340	2,251	104	975	1,308	2,742	335	1,406		
（前年比）	519.4%	23.8%	40.8%	11.5%	-76.5%	-3.5%	-2.4%	21.8%	223.3%	44.2%		
（構成比）	118.0%	111.9%	109.9%	102.6%	166.6%	108.6%	105.6%	101.6%	118.3%	108.6%		
（利益率）	19.7%	18.1%	18.3%	20.5%	5.4%	19.2%	18.7%	22.9%	12.2%	21.4%		
建築事業	-67	-107	-121	-56	-41	-77	-70	-44	-52	-111		
（前年比）	43.3%	19.8%	10.4%	45.7%	-38.5%	-27.8%	-42.2%	-21.5%	26.0%	44.1%		
（構成比）	-17.9%	-11.8%	-9.9%	-2.6%	-66.1%	-8.6%	-5.6%	-1.6%	-18.3%	-8.6%		
（利益率）	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
調整額	-185	-376	-554	-749	-195	-408	-675	-936	-225	-478		
四半期業績推移（3カ月） （百万円）	16年12月期				17年12月期				18年12月期			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q		
売上高	2,381	3,554	2,035	4,330	2,102	3,450	2,216	5,331	2,873	3,962		
（前年比）	110.2%	12.6%	44.6%	-26.3%	-11.7%	-2.9%	8.9%	23.1%	36.7%	14.8%		
不動産販売事業	2,244	3,324	1,753	3,638	1,907	3,172	1,927	4,963	2,758	3,819		
（前年比）	142.6%	11.8%	60.2%	-30.7%	-15.0%	-4.6%	9.9%	36.4%	44.6%	20.4%		
（構成比）	94.3%	94.6%	86.3%	84.1%	90.7%	92.1%	88.0%	93.8%	96.4%	96.6%		
底地	1,201	1,222	1,131	1,860	483	1,870	602	2,111	611	2,350		
（前年比）	121.5%	-35.1%	30.3%	-7.4%	-59.8%	53.1%	-46.7%	13.5%	26.5%	25.7%		
（構成比）	50.4%	34.8%	55.6%	43.0%	23.0%	54.3%	27.5%	39.9%	21.4%	59.5%		
居抜き	473	1,468	271	1,192	1,327	962	692	2,668	725	1,124		
（前年比）	89.3%	93.3%	165.9%	-56.5%	180.4%	-34.5%	155.3%	123.9%	-45.4%	16.8%		
（構成比）	19.9%	41.8%	13.3%	27.5%	63.1%	27.9%	31.6%	50.4%	25.3%	28.4%		
所有権	485	555	268	483	15	244	549	91	1,322	223		
（前年比）	850.6%	141.8%	897.3%	26.2%	-96.9%	-56.0%	104.8%	-81.2%	8655.1%	-8.8%		
（構成比）	20.4%	15.8%	13.2%	11.2%	0.7%	7.1%	25.1%	1.7%	46.2%	5.6%		
その他	85	80	83	103	81	96	83	93	99	122		
（前年比）	3.2%	-22.5%	-15.3%	-11.0%	-4.3%	20.7%	0.2%	-9.6%	22.3%	27.4%		
（構成比）	3.6%	2.3%	4.1%	2.4%	3.9%	2.8%	3.8%	1.8%	3.5%	3.1%		
建築事業	137	230	282	692	195	278	289	368	115	143		
（前年比）	-34.1%	26.4%	-9.9%	10.8%	42.6%	20.9%	2.5%	-46.9%	-40.9%	-48.7%		
（構成比）	5.8%	6.5%	13.9%	16.0%	9.3%	8.1%	13.2%	7.0%	4.0%	3.6%		
調整額	0	42	3	5	0	6	26	42	12	9		
営業利益	190	337	138	781	-133	623	74	1,199	58	759		
（前年比）	-225.0%	-38.4%	-297.1%	-19.9%	-170.0%	84.9%	-46.6%	53.5%	-143.7%	21.9%		
不動産販売事業	442	568	330	911	104	871	333	1,434	335	1,071		
（前年比）	519.4%	-23.7%	142.6%	-14.6%	-76.5%	53.4%	0.9%	57.4%	223.3%	22.9%		
（構成比）	118.0%	107.5%	104.4%	93.4%	166.6%	104.3%	97.8%	98.2%	118.3%	105.9%		
（利益率）	19.7%	17.1%	18.8%	25.0%	5.4%	27.5%	17.3%	28.9%	12.2%	28.0%		
建築事業	-67	-40	-14	65	-41	-36	7	26	-52	-59		
（前年比）	43.3%	-6.0%	-31.1%	-8.8%	-38.5%	-9.7%	-152.0%	-60.1%	26.0%	64.7%		
（構成比）	-17.9%	-7.6%	-4.4%	6.6%	-66.1%	-4.3%	2.1%	1.8%	-18.3%	-5.9%		
（利益率）	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
調整額	-185	-191	-178	-195	-195	-213	-267	-261	-225	-253		

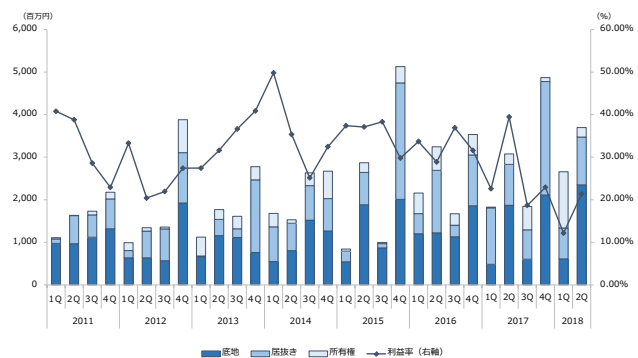
出所：会社データよりSR社作成、表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

不動産販売事業仕入高



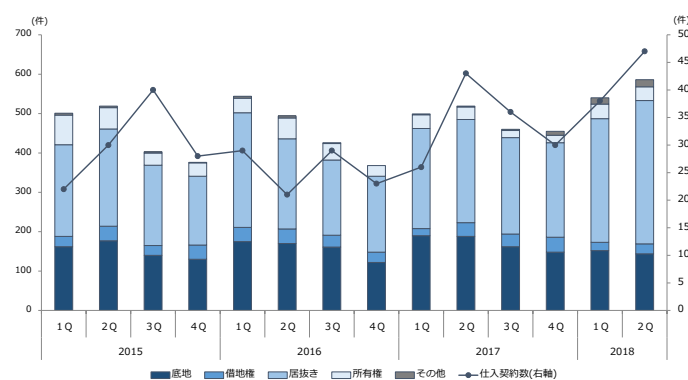
出所：会社データよりSR社作成

不動産販売事業販売高



出所：会社データよりSR社作成

案件数・仕入契約数の推移



出所：会社データよりSR社作成

2018年12月期第2四半期実績

概要

同社の2018年12月期第2四半期累計（上半期）業績は、売上高6,835百万円（前年同期比23.1%増）、営業利益817百万円（同66.8%増）、経常利益745百万円（同62.9%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益435百万円（同66.6%増）となった。

上期に予定していた大型物件の販売が第3四半期に延期となったことから、売上高は計画に対する進捗率84.2%と下回ったものの、単価の高いエリアの物件により利益率は想定を上回り、大幅増益となった。

セグメント別の概況

不動産販売事業：

同事業のセグメント利益は1,406百万円（前年比44.2%増）、同利益率（セグメント利益/セグメント売上高合計、調整額は考慮していない）21.4%と、前年実績の19.2%を2.2ポイント上回っている。2018年12月期第2四半期は、底地が25.9%増と大幅増収となった。

底地の売上高は2,961百万円（前年同期比25.9%増）でほぼ今期の会社計画通り、利益は上回って推移している。エリア別にみると主に関東で順調に販売が進んでおり、昨年仕入れた大型物件が寄与し、販売単価も上昇した。仕入高は前年同期比57.4%増の3,199百万円。今期の売上は7,108百万円（前期比40.3%増）を見込んでいる。

居抜きの売上高は1,849百万円と前年同期比19.2%減少した。販売単価は下降したものの、件数が前年比80%増加したことで、計画比では5.8%上回った。主に、西日本エリアで順調に売上が拡大している。仕入高は2,895百万円と、前年同期比37.7%増加した。今期の売上は、5,472百万円（同3.1%減）を計画している。

所有権の売上高は前年同期比495.9%増と大幅に増加したが、上期に予定していた大型物件が第3四半期にずれ込んだため、計画比では45.1%下回る大幅な未達となった。仕入高については405百万円で、前年比63.8%増。今期の売上高は3,035百万円（同237.6%増）を予想している。

建築事業：

建築事業の売上高は258百万円と、前年同期比45.5%の減収となり、計画比では29.3%下回った。木造のほかRC造を4棟受注したが、建築申し込みから着工までの期間が想定より長期化したことにより、未達となった。Web改修やチャネルごとの営業活動の見直しにより、案件取得数は改善しており、今期の売上高は前年比20.0%増の1,444百万円を見込んでいる。

2018年12月期予想

概要

2018年12月期の会社予想は、売上高17,482百万円（前年比33.5%増）、営業利益1,830百万円（同3.9%増）、経常利益1,703百万円（同2.1%増）、親会社株主に帰属する当期純利益1,157百万円（同4.2%増）。売上高・利益いずれも過去最高を予想している。大型の所有権の販売を見込んでいるため売上高は大幅に伸長するものの、先行投資による人件費などの増加やベースアップで販管費が増えることから、利益段階では小幅な増加にとどまる計画となっている。これについて同社は、2017年12月期に改善した収益構造は一過性のものと認識しており、2018年12月期の業績見込みについては慎重に判断したものである、との考えを示した。なお、セグメント別売上高は、不動産販売事業16,036百万円（同34.0%増）、建築事業1,444百万円（調整後、同20.0%増）を見込んでいる（セグメント別利益は非開示）。

今後の収益の源泉となる2018年12月期第2四半期末の販売用不動産残高は14,058百万円と、前期末の11,864百万円に比べ、18.5%増加している。第3四半期以降は来期以降の販売予定物件の仕入れを行っていく。

新中期経営計画（2018年12月期～2020年12月期）

前中期経営計画の達成

2015年12月期からスタートした中期経営計画の最終年度として、2017年12月期は仕入情報チャネルの拡大を目指して組織営業を強化するとともに、市況環境の変化にタイムリーに対応できるよう事業エリアごとの体制を構築し、事業の継続的拡大に注力してきた。その成果として信託銀行、証券会社、サブリース会社など新規の仕入情報チャネルが拡大したほか、東海、近畿、九州エリアで、人員増強も含めた営業力を強化したことが挙げられる。

業績に関しては、仕入面では不動産販売事業で底地、居抜き及び所有権のいずれも順調に推移し、販売用不動産の仕入高は大幅に増加して11,863百万円（前年比72.5%増）にまで拡大した。売上面では、居抜きの販売が大幅に増加したものの、底地及び所有権の販売が減少したことにより、2017年12月期の売上高は前年比6.5%増となった。この結果、中期経営計画の売上高の定量目標値に対する達成率は83.7%にとどまった。しかしながら利益面では、2017年12月期の営業利益実績で計画比20.2%増となり、2期連続して前年比2桁増益となったことから、中期計画に対する達成率は107.8%と目標を上回った。

新中期経営計画（2018年12月期～2020年12月期）

同社は、2018年2月14日に2018年12月期を初年度とする3か年の新中期経営計画を発表した。2020年以降の日本における不動産市場では、大規模な構造改革が起こると同社は想定している。具体的には、所有者不明の土地、空き家、木造住宅密集地域、市街地再開発など、不動産関連の諸問題が顕在化する時期と捉えている。この時期に向けて社内体制を整

備し、今後の市場の変化に対する対応力を蓄える準備期間と位置付けている。

前中期経営計画では、新規の営業チャネルの拡大や、販売手法の多様化による利益率の改善、ベテラン社員のノウハウのマニュアル化等による人材強化、業務提携による新規事業の開拓、などで一定の成果があった。その一方で、今後の成長に関してはいくつかの課題も明らかになりつつある。例えば、今後の不動産業界の変化に対してさらなる新規事業の開拓や、仕入れ情報チャネルの一層の拡大、販売額の四半期毎の平準化、連結子会社ワンズライフホーム（建設事業の中核会社）の業績でこ入れ、管理職、若手社員、女性社員などの人事面での強化育成などである。

不動産市場に対する見方

同社は、2020年以降の不動産業界について、多くの問題が顕在化してくると考えている。この諸問題の解決には、同社のような、不動産に絡む権利関係の整理を主力分野とする企業の存在が不可欠だが、こうしたビジネス機会を取り込むためには、体制の強化を図る必要がある。同社が、新中期計画を「次のステージへの準備期間」と位置付けたのはこうした理由による。

同社が念頭に置いている諸問題とは、以下の通りである。

- ▶ 空き家問題
- ▶ 所有者不明の土地問題
- ▶ 持ち分の細分化問題
- ▶ 家屋の耐震化問題
- ▶ 老朽化した市街地の再開発
- ▶ 木造住宅密集地域への対策

いずれも、社会が高齢化し、地域コミュニティの構築や街づくりが難しくなるなかで発生する問題であると同時に、同社の得意とする不動産に絡む権利関係の整理や、家屋の建て替えなどが関係している。こうした市場を見通すなか、この3年間に同社がやるべきことをまとめているのが中期計画の基本方針とその施策内容である。

基本方針と施策内容

基本方針は、以下の3点である。

- (1) 不動産諸問題に対応する新規事業の推進と事業の収益化による「成長」
- (2) 既存事業の着実な成長による「安定」
- (3) 株主、社会、社員に対する利益の「還元」

(1) の「成長」に関して同社は、不動産諸問題に対応する事業として、これまでに同社が蓄積した権利調整のノウハウとOne's lifeホームを活用したシナジー効果を見込める新たな事業展開を行い、底地、居抜きに次ぐ第三の柱を育成していく方針を示している。

同社による売却案件を活用した建売事業、民泊・住宅弱者支援事業物件へのリノベーション、中古戸建て住宅再販事業への取り組みを行い、早期収益化を図るとしている。具体的には千葉県船橋市に築30年の中古住宅を取得、リノベーションを行い、高齢者・障がい者への運用を2018年5月から開始した。今後は東京都内を中心に、エリアの拡大を検討している。

また民泊事業については、「株式会社百戦錬磨」と業務提携し、東京都大田区において2016年4月より第1号物件の運用を開始、2018年11月に同じく東京都大田区において第2号物件の運用開始を予定している。同社では、あくまで合法的民泊のみを運用し、保有物件の有効活用や、物件を厳選した上での民泊用の物件取得を検討するとしている。

(2) に関しては、営業体制の強化と人材育成強化を柱としている。事業エリアの深化、拡大を行い、不動産地場業者への営業を強化するべく、新規拠点の開設を行った。これまで

関西エリアでは、大阪市にある関西支店を中心に営業活動を展開していたが、京都エリアにおける営業活動の一層の強化と充実を図るため、2018年7月に京都支店を新設した。9月初旬に、営業を開始している。一方、情報ルートとして拡大している金融機関等への営業をさらに強化し、未開拓の金融機関など案件情報チャネルを拡大するとともに、Webページの改修やSNSを通じた広告による知名度の向上によって積極的に案件情報の収集を行い、直接取引にもつなげたいとしている。また、ITツールを活用した営業活動により業務の効率化を図り、より営業しやすい環境を整えていくという。

(3) に関しては、継続的で安定した配当を行い、株主には利益の増加に応じて増配を継続するとしており、今期は3円増配の21円を予定している。また、CSR活動は重要な経営課題としており、同社内にその原資として基金を設立し、子供の未来を応援し、貧困をなくす活動を行う方針である。また、社員にはベースアップなどの処遇改善を行う。

2020年12月期には営業利益2,000百万円超（成長率13.5%以上）、経常利益1,900百万円超（同13.9%以上）を定量目標とし、総資産経常利益率は2017年12月期と同じ12%超を維持するとしている。

Strength、Weakness分析

強み

ニッチ業界でトップの優位性：底地、居抜きなどの権利調整を必要とするビジネスは、不動産業界全体の中ではニッチな業界である。同社は、このニッチな業界内では専門トップである（SR社推定シェア20～25%）。底地や居抜きは、時間や手間がかかるわりに、一つ一つの事業規模は小さい。このため、大手不動産業者はスケールメリットを活かしにくく、本格参入しづらい。他方、小規模不動産業者は、底地などは担保価値が低く、仕入れのための資金調達が困難である。同社は東証1部への上場により全国での認知度が上がり、日本各地での取扱件数が増加している。業界内での幅広いネットワークによる情報力に優位性があり、底地情報は同社に集約される傾向にある。また、地域限定の競合とは異なり、札幌から福岡まで本店を含め9営業拠点を有し、全国展開していることも優位性を裏付けている。これまで不動産仲介業者からの仕入情報が中心だったが、最近では、上場に伴う信用力を活かし、金融機関等との共同セミナー開催や税理士との提携等を行い、仕入れチャネルの拡大を図っている。

高い権利調整力：1991年6月より底地の取り扱いを開始し、蓄積されたノウハウにより、高い権利調整力を有する。相手のニーズをもとに、スキルとノウハウで解決策を見つける地道な交渉ができる社員の存在が、同社の強みである。同社は、新卒の社員を3年で仕入れから販売までできるように、その権利調整能力を育成している。権利調整能力とは、特定の顧客ときめ細かいコミュニケーションを繰り返し、相手のニーズを把握して業務を行うことである。多くの場合、同時進行で複数の借地権者のニーズを調整することが可能となっている。同社は、数多くのケースから、様々な「借地権者の悩み」や「ソリューション方法」から「パターン化」を可能にして人材の権利調整能力を高めており、潜在的市場を顕在化させている。

潜在市場が大きい：東京都の底地市場1兆7,000億円超（同社試算）に対し、同社の底地売上高は約5,000百万円規模と、まだ手付かずの市場がある。戦前戦後の混乱期に生まれた底地は、相続などにより権利継承の時期に来ていることを鑑みれば、今後流動化が進む可能性が高い。総務省の住宅・土地統計調査（2013年）によると、全国の借地権数は1,034,200で、2008年より11.6%減少している。このように底地の総数自体は年々減少しているが、物件が動く契機は相続が主体であるため、継続的にニーズがある。

2020年東京オリンピックや高齢化による住宅ストックの売買増加も予想され、所有者不明

の土地、空き家、木造住宅密集地域、市街地再開発など、不動産関連の諸問題が顕在化し、複雑な権利関係を有する物件も増えてくるとみられる。

弱み

日本固有の不動産慣習に基づくビジネス：同社の主たる事業は、日本の旧借地借家法に基づき展開されている日本独自のものである。

シナジー効果は未知数：これまで、主軸となる不動産販売事業と建築事業はそれぞれの事業が独立しており、シナジー効果を発揮できていなかった。2017年12月期の建築事業の売上高は1,129百万円で、同セグメント（営業）損失は44百万円であった。新中期経営計画において、シナジー効果を見込める案件で積極的に連携強化を図るとされているが、権利調整後の更地に建売住宅を建設する事業はまだ2棟目を手掛けている段階であり、収益への貢献については未知数であるといえよう。

底地、居抜きに続く柱となる事業の未成熟：底地と居抜き物件への収益依存度が高く（2017年12月期の売上構成比81.8%）、事業ポートフォリオのリスク分散が十分に図られていない。東京都大田区では民泊事業の運営、船橋市では住宅弱者支援事業の運営などで、新しいビジネスモデル作りが始められているものの、現時点ではまだ地域的な模索の段階である。

損益計算書

	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期	14年12月期	15年12月期	16年12月期	17年12月期	18年12月期
(百万円、%)	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結会予
売上高	5,990	7,415	8,042	9,475	9,188	10,444	11,568	12,300	13,099	17,482
前期比	-	23.8%	8.5%	17.8%	-3.0%	13.7%	10.8%	6.3%	6.5%	33.5%
売上原価	4,266	5,167	5,557	7,061	6,254	7,055	7,798	8,344	8,566	-
前期比	-	21.1%	7.6%	27.1%	-11.4%	12.8%	10.5%	7.0%	2.7%	-
売上原価率	71.2%	69.7%	69.1%	74.5%	68.1%	67.6%	67.4%	67.8%	65.4%	-
売上総利益	1,724	2,248	2,485	2,415	2,934	3,389	3,769	3,957	4,532	-
前期比	-	30.4%	10.5%	-2.8%	21.5%	15.5%	11.2%	5.0%	14.6%	-
売上総利益率	28.8%	30.3%	30.9%	25.5%	31.9%	32.4%	32.6%	32.2%	34.6%	-
販管費	1,418	1,594	1,735	1,898	2,014	2,184	2,470	2,510	2,770	-
前期比	-	12.4%	8.9%	9.3%	6.1%	8.5%	13.1%	1.6%	10.3%	-
売上販管率	23.7%	21.5%	21.6%	20.0%	21.9%	20.9%	21.4%	20.4%	21.1%	-
営業利益	307	655	750	517	920	1,205	1,300	1,446	1,762	1,830
前期比	-	113.5%	14.5%	-31.0%	77.9%	30.9%	7.9%	11.3%	21.9%	3.8%
営業利益率	5.1%	8.8%	9.3%	5.5%	10.0%	11.5%	11.2%	11.8%	13.5%	10.5%
営業外収益	29	25	135	5	12	14	15	15	12	-
前期比	-	-14.0%	439.6%	-96.4%	141.0%	17.1%	6.3%	5.0%	-20.0%	-
対売上高比率	0.5%	0.3%	1.7%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	-
営業外費用	72	140	138	85	122	174	118	133	106	-
前期比	-	93.9%	-1.4%	-38.4%	43.2%	42.9%	-32.3%	12.7%	-20.0%	-
対売上高比率	1.2%	1.9%	1.7%	0.9%	1.3%	1.7%	1.0%	1.1%	0.8%	-
経常利益	263	539	747	437	810	1,044	1,196	1,329	1,669	1,703
前期比	-	104.8%	38.4%	-41.5%	85.3%	28.9%	14.6%	11.1%	25.5%	2.1%
経常利益率	4.4%	7.3%	9.3%	4.6%	8.8%	10.0%	10.3%	10.8%	12.7%	9.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	143	301	444	233	456	626	724	854	1,111	1,157
前期比	-	110.3%	47.6%	-47.5%	95.4%	37.5%	15.6%	17.9%	30.2%	4.1%
当期純利益率	2.4%	4.1%	5.5%	2.5%	5.0%	6.0%	6.3%	6.9%	8.5%	6.6%

出所：会社データよりSR社作成、表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

一株あたりデータ

	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期	14年12月期	15年12月期	16年12月期	17年12月期	18年12月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
期末発行済株式数（株）	120,000	120,000	6,900,000	6,900,000	6,900,000	7,915,000	8,108,500	8,149,500	8,357,300	-
EPS（1株当たり当期純利益）	23.86	50.18	73.50	33.80	66.04	90.23	90.08	104.94	134.45	138.55
EPS（潜在株式調整後）	-	-	-	-	-	88.58	88.74	104.03	133.52	-
DPS（年間配当金）	0.84	2.60	6.00	3.00	3.00	6.00	10.00	12.00	18.00	21.00
BPS（1株当たり純資産）	350.34	399.68	469.71	497.51	560.55	664.77	744.23	840.78	957.50	-

出所：会社データよりSR社作成、表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

*2011年8月1日に1:50の株式分割を実施。BPS、EPSは調整済。

貸借対照表

	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期	14年12月期	15年12月期	16年12月期	17年12月期
(百万円)	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
流動資産	3,160	5,796	5,251	6,256	8,023	7,835	10,366	9,749	15,874
現金及び預金	745	892	1,155	859	1,185	2,275	2,253	2,435	3,558
棚卸資産	2,076	4,653	3,704	4,840	6,354	5,180	7,705	6,900	11,873
その他	338	250	391	557	482	379	406	413	442
固定資産	983	1,005	834	836	895	957	1,031	1,083	1,042
有形固定資産	124	109	136	134	568	603	572	590	467
無形固定資産	19	72	85	79	100	96	76	87	81
投資その他の資産	839	822	612	621	226	257	382	405	494
資産合計	4,143	6,801	6,085	7,092	8,918	8,792	11,397	10,832	16,916
流動負債	1,710	3,017	2,663	3,097	4,586	3,164	4,909	3,750	8,430
有利子負債	996	1,805	1,732	2,094	3,361	2,094	3,777	2,624	7,074
その他	713	1,212	930	1,002	1,224	1,070	1,132	1,126	1,356
固定負債	331	1,385	181	562	464	366	453	225	479
有利子負債	274	1,334	146	525	418	320	179	87	362
その他	57	51	34	36	46	46	273	138	117
負債合計	2,041	4,403	2,844	3,659	5,051	3,531	5,363	3,976	8,909
純資産合計	2,102	2,398	3,240	3,432	3,867	5,261	6,034	6,856	8,006

出所：会社データよりSR社作成、表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

キャッシュフロー計算書

	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期	14年12月期	15年12月期	16年12月期	17年12月期
(単位：百万円)	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
営業活動によるキャッシュフロー	950	-1,621	970	-953	-664	1,761	-1,451	1,611	-3,666
投資活動によるキャッシュフロー	-55	-106	127	-15	-175	-111	-116	-184	107
財務活動によるキャッシュフロー	-610	1,842	-877	692	1,136	-612	1,588	-1,278	4,667

出所：会社データよりSR社作成、表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

財務指標

	09年12月期	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期	14年12月期	15年12月期	16年12月期	17年12月期
(%、回)	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
総資産経常利益率（ROA）	na	9.9%	11.6%	6.6%	10.1%	11.8%	11.9%	12.0%	12.0%
自己資本当期純利益率（ROE）	7.0%	13.4%	15.8%	7.0%	12.5%	13.7%	12.8%	13.2%	15.0%
棚卸資産回転率（回）	na	2.2	1.9	2.2	1.6	1.8	1.8	1.7	1.1
有形固定資産回転率（回）	na	63.6	65.6	70.2	26.2	17.8	19.7	21.2	28.0
流動比率	184.8%	192.1%	197.2%	202.0%	174.9%	247.6%	211.1%	260.0%	188.3%
自己資本比率	50.7%	35.3%	53.3%	48.4%	43.4%	59.8%	52.9%	63.3%	47.3%

出所：会社データよりSR社作成

過去の業績

2017年12月期実績

概要

同社の2017年12月期通期実績は、売上高が13,099百万円（前年比6.5%増）、営業利益1,762百万円（同21.9%増）、経常利益1,669百万円（同25.6%増）、親会社株主に帰属する当期利益（以下、当期利益）1,111百万円（30.2%増）となった。

同社が公表していた2017年12月期の会社計画は、売上高14,448百万円（前年同期比17.5%増）、営業利益1,466百万円（同1.4%増）、経常利益1,374百万円（同3.4%増）、当期純利益929百万円（同8.9%）である。実績との比較でみると、売上高では計画比1,350百万円下回ったものの、利益面では営業利益で296百万円、経常利益で294百万円、当期純利益で182百万円と、それぞれ計画を上回っての着地となった。同社によれば、売上高が会社計画を下回ったのは、不動産販売事業において底地や所有権の販売が前期に比べて減少したことによるものである。一方、営業利益をはじめとする各利益段階で会社計画を上回ったのは、

営業体制の効率化や収益性の高い案件の計上などの理由による。

2017年12月期の営業利益は、1,762百万円（前年比21.9%増）となった。増収幅が6.5%となったのに対し、営業利益段階では21.9%の増益と増益幅が拡大している。これは、計上した物件の収益性の上昇、営業活動における効率化、販売内容の構成の好転などが考えられる。2017年12月期については、このいずれもが具体化したものと考えられる。これは、とりわけ不動産販売事業において顕著であったものとSR社では考えている。なお、建築事業で売上規模が減少したにも関わらず営業赤字が縮小したのは、営業効率が高まったものとみている。

セグメント別の概況

不動産販売事業：同事業のセグメント利益は2,742百万円（前年比21.8%増）、同利益率（セグメント利益/セグメント売上高合計、調整額は考慮していない）22.9%と、前年実績の20.5%を2.4ポイント上回っている。この部門は販売品目別に底地、居抜き、所有権の3つに分かれているが、2017年12月期は、他の物件が減少するなか、居抜き物件が大きく伸長しているのが特徴である。

不動産販売事業ではエリアの特性に応じた仕入が順調に推移したことや、案件の大型化傾向もあり、仕入高、棚卸高ともに過去最高となった。不動産販売事業の内訳は、底地5,246百万円（同65.5%増）、居抜き4,556百万円（同109.9%増）、所有権2,847百万円（同158.8%増）となった。すべての分野で増加しているが、とりわけ居抜きの伸長が仕入高の増加に寄与している。同社によると、居抜き物件では特に西日本地域で好調が目立った、とのことである。この背景について同社は、仕入れ情報チャネルが拡大するとともに、西日本地域での営業体制の強化が寄与した、とみている。なお、同社は2017年12月期業績発表時点で、2018年12月期の仕入高を10,000百万円と想定している。

建築事業：同事業のセグメント損失は、44百万円（前年実績は56百万円の損失）となった。赤字脱却とはならなかったものの、赤字幅は縮小している。同事業は2017年12月期では減収となっており、赤字幅の縮小は事業のリストラを行ったためである。

2017年12月期の売上高は不動産販売事業が11,968百万円（前年比9.2%増）、建築事業が1,203百万円（同13.5%減）で、セグメント間の取引を除けば1,129百万円（同15.8%減）となった。不動産販売事業の内訳は、底地5,066百万円（同6.4%減）、居抜き5,649百万円（同66.0%増）、所有権899百万円（同49.8%減）となった。販売件数は、底地300件、居抜き39件、所有権21件である。

会社が公表していた売上計画に対しては、不動産販売事業では底地と所有権の達成率がそれぞれ約80%、同52%にとどまったものの、居抜きが同126%増と大きく増加し、マイナスをカバーするかたちとなった。建築事業については、販売件数は戸建・リフォーム工事等で130件である。会社の売上計画に対する進捗率は約81%となり、計画を下回った。2017年12月期の売上高全体としては、不動産販売事業の居ぬきの販売がけん引役となり、計画達成率を90.7%まで回復させている。

期初計画と実績の差異

期初会社予想と実績 (百万円)	12年12月期 連結	13 年12月期 連結	14 年12月期 連結	15年12月期 連結	16年12月期 連結	17年12月期 連結
売上高 (期初予想)	10,852	10,845	12,088	11,162	14,670	14,448
売上高 (実績)	9,475	9,188	10,444	11,568	12,300	13,099
期初会予と実績の格差	-12.7%	-15.3%	-13.6%	3.6%	-16.2%	-9.3%
営業利益 (期初予想)	664	1,059	1,242	1,401	1,466	1,466
営業利益 (実績)	517	920	1,205	1,300	1,446	1,762
期初会予と実績の格差	-22.1%	-13.1%	-3.0%	-7.2%	-1.3%	20.2%
経常利益 (期初予想)	497	854	1,139	1,291	1,374	1,374
経常利益 (実績)	437	810	1,044	1,196	1,329	1,669
期初会予と実績の格差	-12.1%	-5.2%	-8.3%	-7.4%	-3.3%	21.4%
当期純利益 (期初予想)	253	517	705	848	929	929
当期純利益 (実績)	233	456	626	724	854	1,111
期初会予と実績の格差	-7.8%	-11.9%	-11.2%	-14.6%	-8.1%	19.6%

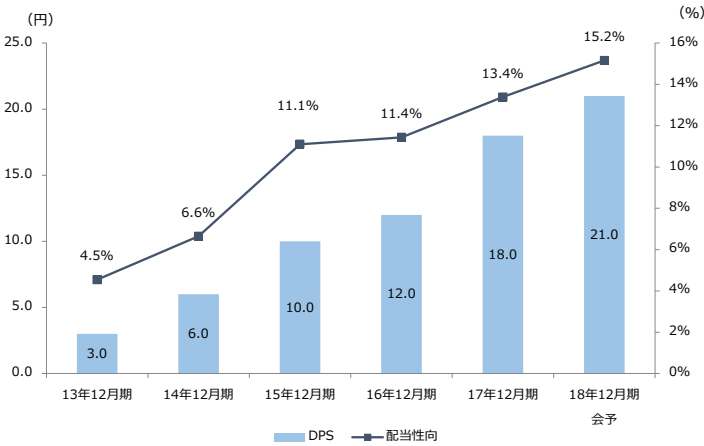
出所：会社データよりSR社作成、表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

株主還元方針

同社は、株主に対する利益還元を重要な経営課題として認識し、継続的かつ安定した配当を行う方針である。

今後も利益に応じて増配を継続するとしており、今期は3円増配の21円を予定している。
また中間期においては、株主優待として3年間備蓄可能な「パンの缶詰セット」を贈呈している。

配当の推移



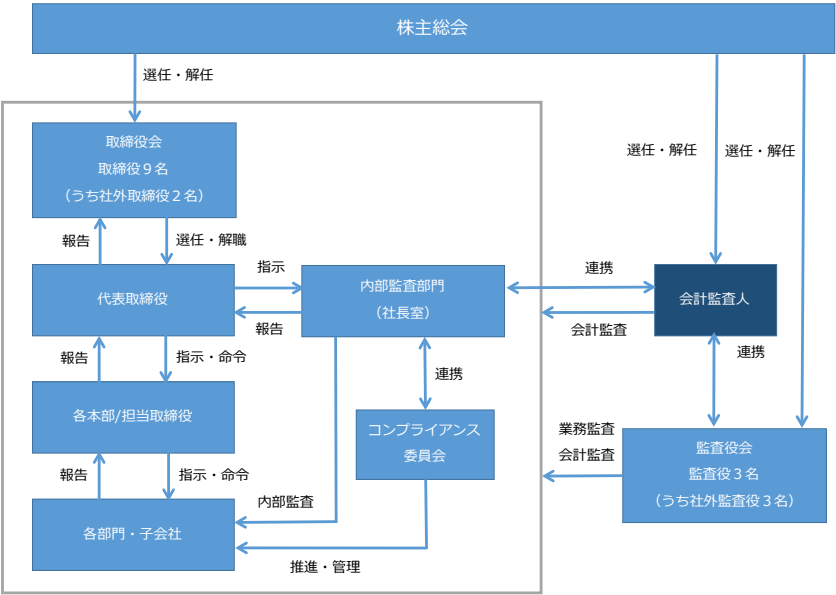
出所：会社データよりSR社作成

株主

氏名又は名称	所有株式数 (株)	所有株式数の 割合
松崎隆司	1,318,080	15.68%
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	471,300	5.61%
久富哲也	466,600	5.55%
松浦正二	465,400	5.54%
小澤順子	377,000	4.48%
株式会社SBI証券	284,915	3.39%
菊池由佳	156,750	1.86%
小澤勇介	156,750	1.86%
小澤謙伍	156,750	1.86%
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	122,600	1.46%
計	3,976,145	47.30%
発行済株式数	8,406,800	100.00%

出所：会社資料よりSR社作成 (2018年6月30日現在)

コーポレートガバナンス情報



出所：同社資料よりSR社作成

ディスクレーマー

本レポートは、情報提供のみを目的としております。投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。SR Inc.は、本レポートに記載されたデータの信憑性や解釈については、明示された場合と黙示の場合の両方につき、一切の保証を行わないものとします。SR Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。

本レポートの著作権、ならびに本レポートとその他 Shared Research レポートの派生品の作成および利用についての権利は、SR Inc.に帰属します。本レポートは、個人目的の使用においては複製および修正が許されていますが、配布・転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。

株式会社シェアードリサーチの役員および従業員、ならびにその関連会社および関係者は、本調査レポートで対象とされている企業の発行する有価証券に関して取引を行っており、または将来行う可能性があります。

金融商品取引法に基づく表示

本レポートの対象となる企業への投資または同企業が発行する有価証券への投資についての判断につながる意見が本レポートに含まれている場合、その意見は、同企業から SR Inc.への対価の支払と引き換えに盛り込まれたものであるか、同企業と SR Inc.の間に存在する当該対価の受け取りについての約束に基づいたものです。

連絡先

株式会社シェアードリサーチ／Shared Research Inc.
東京都文京区千駄木3-31-12
<http://www.sharedresearch.jp>
TEL：(03)5834-8787
Email: info@sharedresearch.jp