

サンセイランディック

底地・居抜き専門：複雑な不動産の権利を調整して資産価値を高める

TICKER:3277 | 東証1部 | HP: <http://www.sansei-l.co.jp> | PUBLISHED on: 2019.09.18

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」（2018年12月期の売上構成比95.3%）を主たる事業領域とし、底地（借地権が付いている土地）や居抜き物件（借り手のいる古い共同住宅等）に強い。また、連結子会社One's Life ホームが「建築事業」を行っている（同4.7%）。

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、底地や居抜きの取り扱いにおいてトップシェア（SR社推定20～25%）。

業績動向

2018年12月期は建築事業の不振と特別損失計上で増収減益

2018年12月期実績：売上高が16,833百万円（前年比28.5%増）、営業利益1,766百万円（同0.2%増）、経常利益1,643百万円（同1.5%減）、親会社株主に帰属する当期利益（以下、当期利益）1,007百万円（9.4%減）。不動産販売事業における底地・所有権の増収で単体では売上高、営業利益が前期比・計画比ともに大幅に増加したが、建築事業の不振により、連結では売上・利益ともに計画を下回った。特別損失として投資有価証券評価損51百万円、連結子会社の展示場閉鎖損失36百万円、保有賃貸物件の売却による固定資産売却損16百万円を計上。

2019年12月期会社予想：売上高18,220百万円（前期比8.2%増）、営業利益1,666百万円（同5.6%減）、経常利益1,544百万円（同6.0%減）、親会社株主に帰属する当期純利益1,032百万円（同2.5%増）。建築事業の売上増加で増収となるも、人員増加や仕入れ拡大による経費増加を見据え、営業利益、経常利益は減少予想。特別損失の影響がなくなり、当期純利益は増加を見込む。

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：2020年12月期の業績目標は、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12%以上を維持するとしている。

民泊事業、障がい者自立支援事業に加え、2019年7月に「地域再開発プロジェクト」を発足させた。東日本大震災後の復興支援で得たノウハウを、他のエリアに転用するもの。現地のニーズに合わせた企画提案、権利調整による地権者の合意形成支援、地権者として事業に参画、資金調達の提案などによる展開を図る。

業績推移													
		売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	ROA	ROE
		(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(%)	(%)
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	連結	16,833	28.5%	1,766	0.2%	1,643	-1.5%	1,007	-9.4%	119.62	1,053.94	9.8	11.9
FY12/19会予	連結	18,220	8.2%	1,666	-5.6%	1,544	-6.0%	1,032	2.5%	122.17	-	-	-

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31日に1：50の株式分割を実施。BPS、EPSは調整済。

S&Wサマリー

強み

ニッチ業界でトップの優位性：複雑な権利調整を必要とする底地、居抜きのトップ企業（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7,000百万円規模。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り、海外展開には時間を要する。

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	6,944 百万円
株価 (2019/9/18)	822 円
発行済株式数	8,447,800 株
外国人持ち株比率 (2018/12/31)	6.03 %
BPS (2018年12月期)	1,053.94 円
PBR (2018年12月期)	0.78 倍
PER (2019年12月期予)	6.7 倍
配当 (2019年12月期予)	23.0 円
配当利回り (2019年12月期予)	2.80 %
ROE (2019年12月期会予)	12.6 %
純負債/株主資本倍率 (2018年12月期)	30.7 %

*発行済株式数は自己株式を含む

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（2018年12月売上高構成比95.3%）、建築事業（同4.7%）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って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。

同社が底地*（借地権が付いている土地）の取り扱いを開始したのは、1991年6月。現在では底地のほか、居抜き物件**（借り手のいる古い共同住宅等）の買い取り、権利調整、販売、管理などを本店のほか、8つの支店により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な特徴がある。権利調整に手間がかかるわりに、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146名、連結171名（2018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**：建物が古く建て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部門から構成されている。

事業内容

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

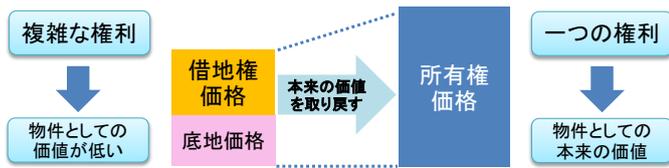
出所：会社資料よりSR社作成

ビジネスモデル：不動産権利調整ビジネス

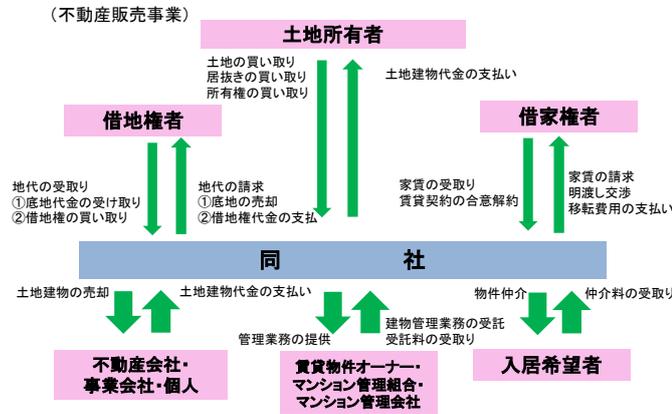
主軸となる底地（2018年12月期の売上高構成比42.1%）および居抜き（同30.1%）物件のビジネスモデルは、以下の通りである。

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存在する場合、自由な活用が制限されて資産価値が低くなってしまふ。同社はそうした物件を土地や建物の所有者から買い取り、複雑な権利関係を調整し、ひとつの権利にまとめる。場合によっては道路の延長などを行い、不動産の価値を高めた上で、底地については主に借地権者に販売している。居抜き物件については、建物を解体して更地にし、マンションデベロッパーや戸建て販売業者に販売する。物件に関する情報は、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、当該物件の法的規制や権利関係などの調査を実施して、土地・建物所有者と交渉を行い、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

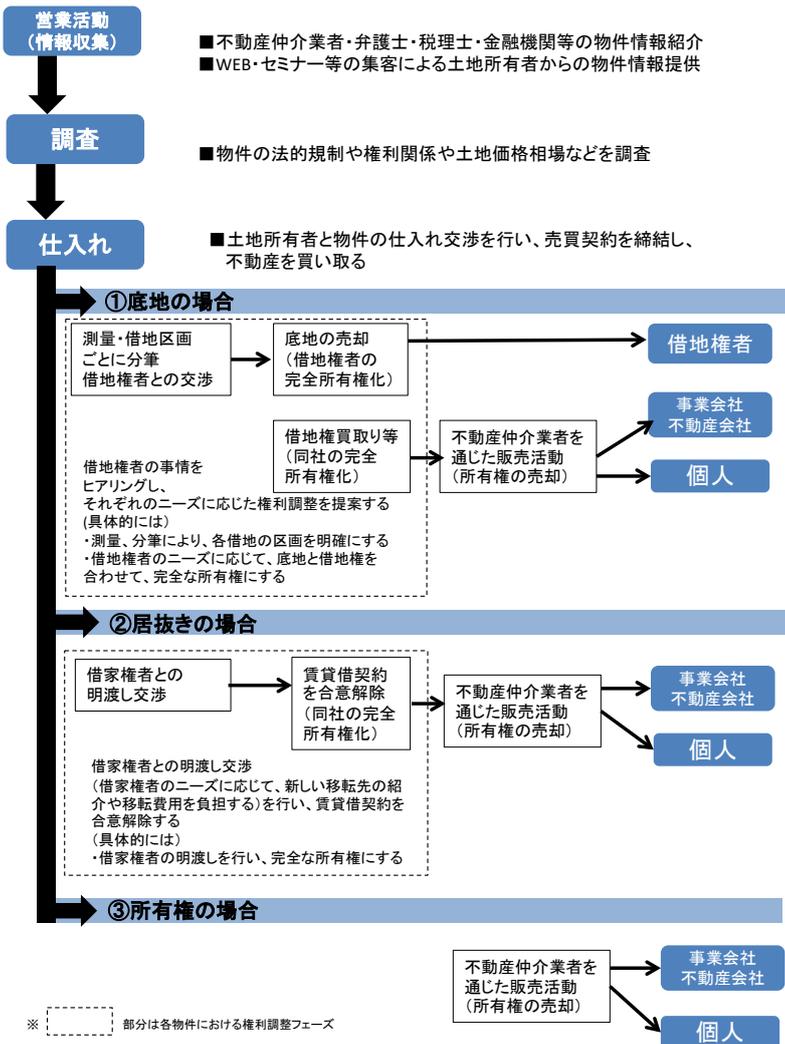


出所：同社資料よりSR社作成



出所：同社資料よりSR社作成

不動産販売事業の標準的な流れ



出所：同社資料より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、地代も安いので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。

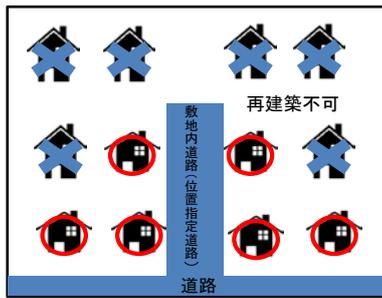
同社は第一義的に、借地権者に対してその底地権を販売する。借地権者は、底地権を購入し、完全所有権化することで資産価値が向上する。借地権の中には、底地権の購入を望まず、借地権の売却を希望する者もいる。今回の例では、12件中10件は借地権者に底地を売却し、2件は借地権者から借地権を同社が購入して完全所有権にして第三者に売却している。

底地の概念図



出所:会社資料

底地を仕入れた場合の権利調整の例



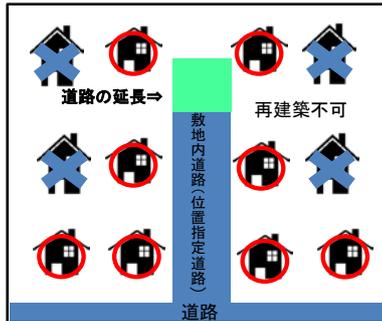
図①

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】

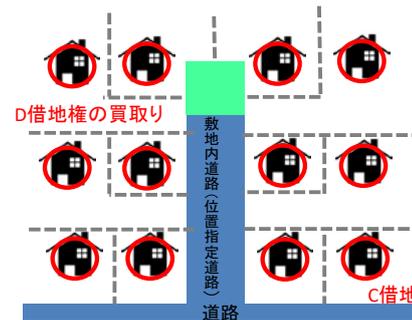
- 土地所有者が、12人の借地権者に土地を貸していて、底地と借地権に権利が分かれている。
- 一体の土地であり、借地ごとの境界が未確定な状態である。
- 12区画の借地権のうち、6区画の借地権が接道義務を満たしていない為、再建築できない状態である。(図①)



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、販売価格が上昇することもある。

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し入れ、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、建て替えの必要があるが、土地所有者が建て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、借地権者の建て替え、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わ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が、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1兆7,000億円以上の底地の市場規模があることになる。同社の2018年12月期における底地の販売区画数は333件、売上高は7,088百万円にすぎないため、潜在的な市場はかなり膨大であると推測される。

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

2018年12月期の底地の売上高は7,088百万円で、全体の42.1%を占める。販売件数は333件で、1件当たりの単価は約21百万円であった。2017年12月期の17百万円と比べ、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相対的に高い。

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のように定義している。収益性が高い物件は、築年数が浅く、空き部屋が少なく、賃料が高いのに対して、同社が居抜き事業で扱う物件は、築年数が古く、空き部屋が多く、賃料が安い。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:会社資料

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、同社の買い取り時には、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を、土地建物所有者はキャッシュ化することができた。8部屋中、居住していたのは3部屋、借家権者は3名であった。同社は、借家権者に明け渡し交渉を行い、移転先の手配、移転費用の負担などの条件を整備した。それによって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間借家のうち、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2018年12月期の居抜きの販売数は59件（売上高5,062百万円）にすぎず、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。

2018年12月期の居抜きの売上高は5,062百万円で、同社売上高の30.1%を占める。その販売単価は、1件当たり約86百万円であった。底地に比べると1件当たり約4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・福岡エリアが中心である。マンションデベロッパーや戸建て販売業者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

同社における「所有権」とは、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、農地だった土地に道路を整備し、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、大きな土地にして売り出す例もある。

2018年12月期では、所有権の売上高は3,454百万円で、全体の20.5%を占めた。販売件数は27件で、1件当たり約128百万円である。2017年12月期は売上高899百万円、販売件数は21件、1件当たり約43百万円であったので、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、2018年12月期は札幌の大型案件（販売価格13億円前後）があり、全体に占める所有権の構成比が上昇した。

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きなど、

土地賃貸管理業務を一括して請け負うサービスである。土地所有者の代行で借地管理を行うことにより、管理に係る土地所有者の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くなる。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。同社において、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。

2018年12月期をみると、同事業の売上高は16,050百万円、セグメント別の営業利益は2,881百万円であり、利益率は18.0%である。2018年12月期は、相対的に利益率が低い所有権の構成比が大幅に上昇したため利益率は低下したが、2013年12月期以降、20%前後の高水準を維持している。

不動産販売事業の業績推移

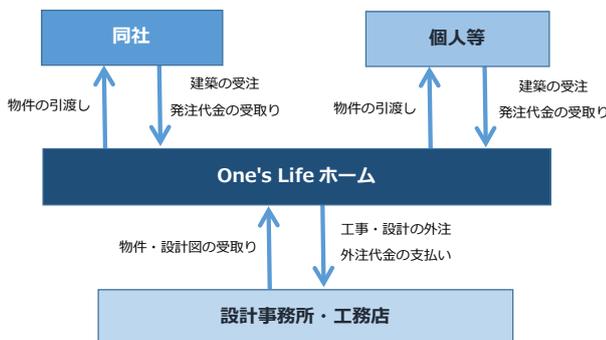
	10年12月期	11年12月期	12年12月期	13年12月期	14年12月期	15年12月期	16年12月期	17年12月期	18年12月期	19年12月期	会予
(百万円)	実績										
売上高	6,057	6,887	7,701	7,599	8,839	10,241	10,959	11,969	16,050	16,243	
うち底地	3,394	4,379	3,765	3,690	4,134	5,300	5,413	5,066	7,088	7,308	
うち居抜き	882	1,991	2,725	2,311	3,034	3,851	3,404	5,649	5,062	7,491	
うち所有権	1,556	282	1,084	1,279	1,348	691	1,792	899	3,454	991	
うちその他	225	236	196	320	323	398	350	353	446	453	
セグメント利益	1,099	1,208	976	1,580	1,779	2,018	2,251	2,742	2,881	-	
利益率 (%)	18.1%	17.5%	12.6%	20.8%	20.1%	19.7%	20.5%	22.9%	18.0%	-	

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の一戸建注文住宅、デザイナーズリフォームの企画設計・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。

建築事業の事業系統図



出所：同社資料よりSR社作成

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6期、黒字になっているのが3期である。黒字の時もその利益水準は低い。

この状況から脱却するため同社は営業戦略の見直しを行って様々な施策を講じており、2017年12月期には減収となったにもかかわらず、営業効率が上がったことで赤字幅が縮小したとみられる。2019年1月には子会社One's Life ホーム社の本社移転を行い、コンセプトに合ったショールーム「Seijo Design Gallery」を併設した。また、注力すべきチャネルへの営業強化と固定費削減のため、同年3月には駒沢展示場を閉鎖した。

2018年12月期下期からの受注状況の改善を受けて、同社は2019年12月期の売上高を1,977百万円と予想している。案件取得から引き渡しまでの期間短縮、原価管理の徹底などを継続することで、黒字化できる見通しである。

建築事業の業績推移

	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	19年12月期
(百万円)	実績	会予								
売上高	1,363	1,196	1,738	1,663	1,624	1,359	1,391	1,203	884	1,977
セグメント利益	19	-34	21	-105	35	-39	-56	-44	-174	-
利益率 (%)	1.4%	-2.8%	1.2%	-6.3%	2.2%	-2.8%	-4.0%	-3.7%	-19.7%	-

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存在しない。上場会社で底地を扱っている企業には、エリアリンク株式会社（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3,699百万円（2018年12月期の底地を含む不動産再生・流動化サービス事業売上高）、296百万円（2018年12月期）であった。エリアリンク社の不動産再生・流動化サービス事業の売上高は前年の約2倍に増加しているが、底地以外の売上も含まれると推測される。東京における一番の競合は、東京都市開発株式会社（非上場）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、売上規模は同社ほどではないものの、ここ数年で成長しているとみられる。ほかに、平成都市計画株式会社（非上場）が東京で競合している（規模は同社の5分の1程度）。日本建物（旧・東海建物）株式会社（非上場）は本社が大阪にあり、関西や名古屋で競合している。取扱エリアの拡大を目指して社名を変更し、底地の売上を伸ばしているようだ。同社とは手法が異なり、借地権者から借地権を買い取って、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とみられる。大阪に本社があるクマシュー工務店（非上場）も、最近では東京で競合している模様。

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)	営業利益率 (%)	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	FY12/18	53,931	5,985	11.1%	8.3%	16.3%	32.9%	1.40	不動産売買(94)
8940	インテリックス	FY05/19	36,981	1,673	4.5%	4.0%	8.0%	29.0%	1.73	中古マンション再生・流通(77)
3230	スターマイカ	FY11/18	30,282	3,839	12.7%	5.5%	13.2%	26.9%	2.34	中古マンション(販売・賃貸)(73)
8914	エリアリンク	FY12/18	28,828	2,782	9.7%	7.5%	10.3%	49.5%	0.26	不動産運用サービス(87)、不動産再生・流動化(13)
3277	サンセイランディック	FY12/18	16,833	1,766	10.5%	9.8%	11.9%	53.1%	-0.26	不動産販売事業(95)、建築(5)
4351	山田債権回収管理 総合事務所	FY12/18	2,039	-195	-9.6%	-4.1%	-6.1%	70.8%	-0.46	サービサー(24)、派遣(63)、不動産ソリューション(14)
	平均		28,149	2,642	6.5%	5.2%	8.9%	43.7%	0.83	

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

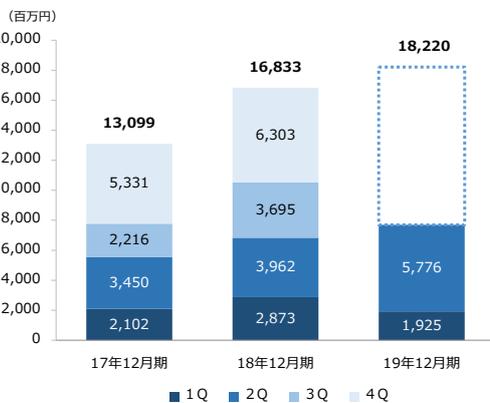
四半期業績の推移

連結四半期業績動向 (累計) (百万円)	18年12月期				19年12月期		19年12月期			
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	達成率	上期会予	進捗率	通期会予
売上高	2,873	6,835	10,530	16,833	1,925	7,701	102.3%	7,530	42.3%	18,220
前年同期比	36.7%	23.1%	35.6%	28.5%	-33.0%	12.7%		10.2%		8.2%
売上原価	2,139	4,539	7,478	12,028	1,346	5,360				
前年同期比	30.2%	19.5%	42.4%	40.4%	-37.1%	18.1%				
売上原価率	74.4%	66.4%	71.0%	71.5%	69.9%	69.6%				
売上総利益	734	2,296	3,052	4,805	579	2,341	105.3%	2,223		
前年同期比	60.0%	31.0%	21.3%	6.0%	-21.1%	2.0%		-3.2%		
売上総利益率	25.6%	33.6%	29.0%	28.5%	30.1%	30.4%		29.5%		
販管費	676	1,478	2,212	3,039	696	1,551	98.5%	1,575		
前年同期比	14.2%	17.1%	13.3%	9.7%	2.9%	4.9%		6.5%		
売上高販管費率	23.5%	21.6%	21.0%	18.1%	36.2%	20.1%		20.9%		
営業利益	58	817	840	1,766	-117	790	122.0%	648	47.4%	1,666
前年同期比	-	66.8%	49.0%	0.2%	-	-3.3%		-20.7%		-5.6%
売上高営業利益率	2.0%	12.0%	8.0%	10.5%	-6.1%	10.3%		8.6%		9.1%
経常利益	30	745	733	1,643	-147	751	128.1%	586	48.6%	1,544
前年同期比	-	63.1%	45.9%	-1.5%	-	0.7%		-21.4%		-6.0%
売上高経常利益率	1.1%	10.9%	7.0%	9.8%	-7.6%	9.7%		7.8%		8.5%
四半期純利益	3	435	376	1,007	-112	473	129.0%	367	45.9%	1,032
前年同期比	-	66.6%	28.3%	-9.4%	-	8.9%		-15.6%		2.5%
売上高純利益率	0.1%	6.4%	3.6%	6.0%	-5.8%	6.1%		4.9%		5.7%

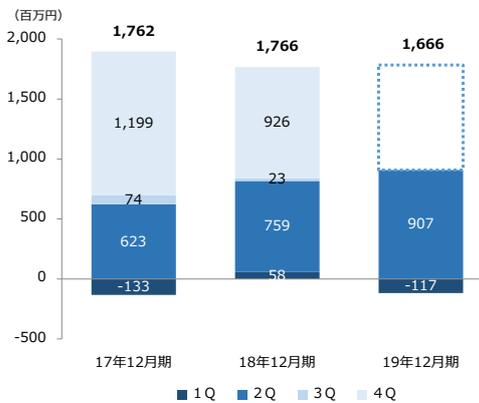
連結四半期業績動向 (3か月) (百万円)	18年12月期				19年12月期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
売上高	2,873	3,962	3,695	6,303	1,925	5,776
前年同期比	36.7%	14.8%	66.8%	18.2%	-33.0%	45.8%
売上原価	2,139	2,400	2,939	4,550	1,346	4,014
前年同期比	30.2%	11.3%	102.2%	37.3%	-37.1%	67.2%
売上原価率	74.4%	60.6%	79.5%	72.2%	69.9%	69.5%
売上総利益	734	1,561	756	1,753	579	1,762
前年同期比	60.0%	20.7%	-0.8%	-13.1%	-21.1%	12.8%
売上総利益率	25.6%	39.4%	20.5%	27.8%	30.1%	30.5%
販管費	676	802	734	827	696	854
前年同期比	14.2%	19.6%	6.5%	1.1%	2.9%	6.5%
売上高販管費率	23.5%	20.2%	19.9%	13.1%	36.2%	14.8%
営業利益	58	759	23	926	-117	907
前年同期比	-	21.9%	-69.4%	-22.8%	-	19.5%
売上高営業利益率	2.0%	19.2%	0.6%	14.7%	-6.1%	15.7%
経常利益	30	715	-12	910	-147	897
前年同期比	-	18.6%	-	-22.0%	-	25.5%
売上高経常利益率	1.1%	18.0%	-0.3%	14.4%	-7.6%	15.5%
四半期純利益	3	431	-59	631	-112	585
前年同期比	-	9.8%	-	-22.9%	-	35.7%
売上高純利益率	0.1%	10.9%	-1.6%	10.0%	-5.8%	10.1%

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



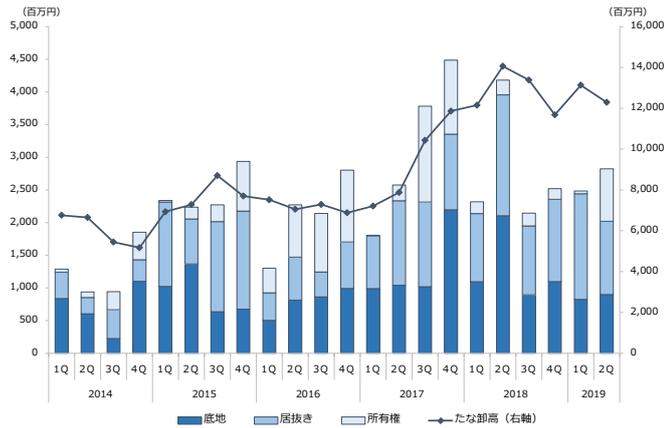
出所：会社データよりSR社作成

セグメント別四半期業績の推移

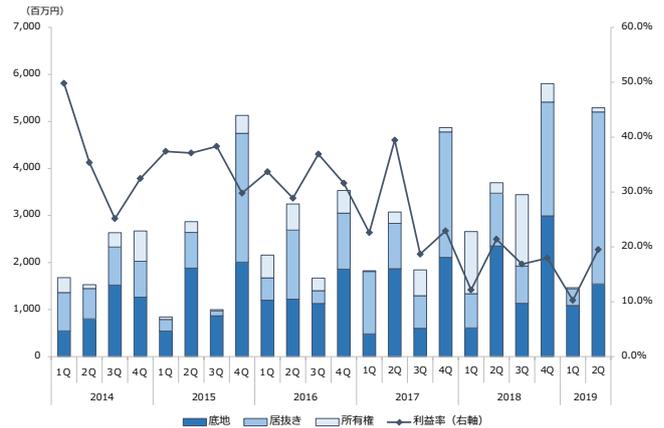
四半期業績推移 (累計) (百万円)	18年12月期				19年12月期		19年12月期			
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	達成率	上期会予	進捗率	通期会予
売上高	2,873	6,835	10,530	16,833	1,925	7,701	102.3%	7,530	42.3%	18,220
前年同期比	36.7%	23.1%	35.6%	28.5%	-33.0%	12.7%		10.2%		8.2%
不動産販売事業	2,758	6,577	10,140	16,050	1,576	6,972	102.2%	6,823	42.9%	16,243
前年同期比	44.6%	29.5%	44.7%	34.1%	-42.8%	6.0%		3.7%		1.2%
構成比	96.0%	96.2%	96.3%	95.3%	81.9%	90.5%				
底地	611	2,961	4,095	7,088	1,087	2,632	68.0%	3,869	36.0%	7,308
前年同期比	26.5%	25.9%	38.5%	39.9%	77.7%	-11.1%		30.6%		3.1%
構成比	21.3%	43.3%	38.9%	42.1%	56.4%	34.2%				
居抜き	725	1,850	2,642	5,062	351	4,008	151.4%	2,648	53.5%	7,491
前年同期比	-45.4%	-19.2%	-11.4%	-10.4%	-51.6%	116.7%		43.2%		48.0%
構成比	25.2%	27.1%	25.1%	30.1%	18.2%	52.0%				
所有権	1,322	1,545	3,062	3,454	28	116	148.7%	78	11.7%	991
前年同期比	8655.1%	495.9%	278.7%	284.0%	-97.9%	-92.5%		-95.0%		-71.3%
構成比	46.0%	22.6%	29.1%	20.5%	1.5%	1.5%				
その他	99	221	342	446	110	214	94.7%	226	47.2%	453
前年同期比	22.3%	25.1%	31.2%	26.3%	11.1%	-3.3%		2.1%		1.6%
構成比	3.4%	3.2%	3.2%	2.6%	5.7%	2.8%				
建築事業	115	258	390	784	349	729	103.1%	707	36.9%	1,977
前年同期比	-40.9%	-45.5%	-48.8%	-30.6%	202.6%	182.6%		174.1%		152.2%
構成比	4.0%	3.8%	3.7%	4.7%	18.1%	9.5%				
営業利益	58	817	840	1,766	-117	790	122.0%	648	47.4%	1,666
前年同期比	-143.7%	66.8%	49.0%	0.2%	-	-3.3%		-20.7%		-5.6%
不動産販売事業	335	1,406	1,710	2,881	162	1,361				
前年同期比	223.3%	44.2%	30.7%	5.1%	-51.7%	-3.2%				
利益率	12.2%	21.4%	16.9%	18.0%	10.3%	19.5%				
建築事業	-52	-111	-158	-174	-32	-73				
前年同期比	-	-	-	-	-	-				
利益率	-45.0%	-43.2%	-40.6%	-22.2%	-9.1%	-10.1%				
調整額	-225	-478	-711	-942	-247	-497				
四半期業績推移 (3カ月) (百万円)	18年12月期				19年12月期					
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q				
売上高	2,873	3,962	3,695	6,303	1,925	5,776				
前年同期比	36.7%	14.8%	66.8%	18.2%	-33.0%	45.8%				
不動産販売事業	2,758	3,819	3,563	5,909	1,576	5,396				
前年同期比	44.6%	20.4%	84.9%	19.1%	-42.8%	41.3%				
構成比	96.4%	96.6%	97.3%	94.4%	82.1%	93.5%				
底地	611	2,350	1,133	2,993	1,087	1,545				
前年同期比	26.5%	25.7%	88.1%	41.8%	77.7%	-34.2%				
構成比	21.4%	59.5%	31.0%	47.8%	56.6%	26.8%				
居抜き	725	1,124	792	2,420	351	3,657				
前年同期比	-45.4%	16.8%	14.5%	-9.3%	-51.6%	225.2%				
構成比	25.3%	28.4%	21.6%	38.7%	18.3%	63.4%				
所有権	1,322	223	1,518	392	28	88				
前年同期比	8655.1%	-8.8%	176.2%	331.3%	-97.9%	-60.5%				
構成比	46.2%	5.6%	41.5%	6.3%	1.5%	1.5%				
その他	99	122	120	104	110	104				
前年同期比	22.3%	27.4%	44.3%	12.3%	11.1%	-15.1%				
構成比	3.5%	3.1%	3.3%	1.7%	5.7%	1.8%				
建築事業	115	143	132	394	349	380				
前年同期比	-40.9%	-48.7%	-54.2%	7.0%	202.6%	166.4%				
構成比	4.0%	3.6%	3.6%	6.3%	18.2%	6.6%				
調整額	12	9	35	46	5	8				
営業利益	58	759	23	926	-117	907				
前年同期比	-143.7%	21.9%	-69.4%	-22.8%	-	19.5%				
不動産販売事業	335	1,071	303	1,172	162	1,199				
前年同期比	223.3%	22.9%	-9.0%	-18.3%	-51.7%	11.9%				
利益率	12.2%	28.0%	8.5%	19.8%	10.3%	22.2%				
建築事業	-52	-59	-47	-15	-32	-42				
前年同期比	-	-	-	-	-	-				
利益率	-45.0%	-41.7%	-35.6%	-3.9%	-9.1%	-10.9%				
調整額	-225	-253	-233	-231	-247	-250				

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。

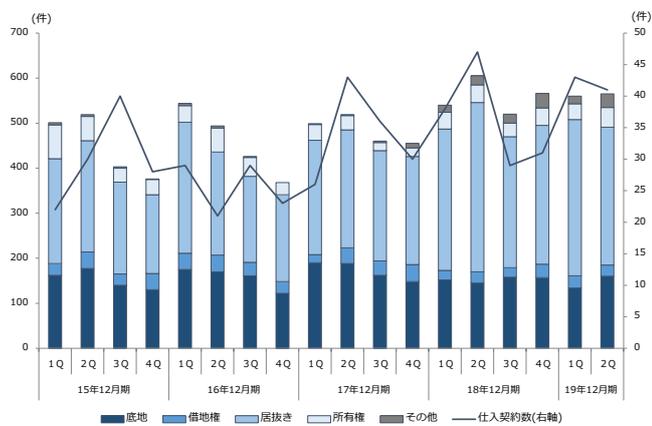
不動産販売事業仕入高



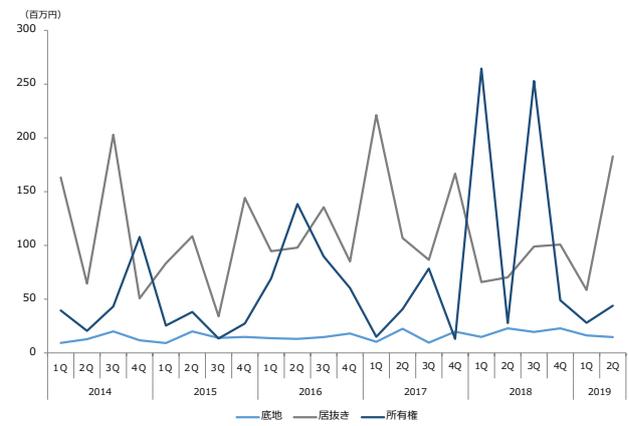
不動産販売事業販売高



案件数・仕入契約数の推移



販売単価の推移



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。

2019年12月期第2四半期実績

概要

同社の2019年12月期第2四半期累計(上半期)業績は、売上高7,701百万円(前年同期比12.7%増)、営業利益790百万円(同3.3%減)、経常利益751百万円(同0.7%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益473百万円(同8.9%増)となった。

売上高は上期計画に対する達成率102.3%、各利益段階ではそれぞれ営業利益122.0%、経常利益128.1%、四半期純利益129.0%と期初計画を大きく上回った。

粗利益率が前年同期の33.6%から30.4%へ3.2ポイント低下したが、人員の増加とベースアップに伴う販管費の増加は72百万円と計画よりも24百万円下回ったことで、営業利益率は同12.0%から10.3%へ、1.7ポイントの低下にとどまった。

物件の販売に伴う借入金の返済によって、有利子負債は4.5%減少し、5,777百万円となった。

セグメント別の概況

不動産販売事業

2019年12月期第2四半期における同事業の売上高は6,972百万円(前年同期比6.0%増)で、上期計画に対する達成率は、102.2%となった。セグメント利益は1,361百万円(同3.2%減)で、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)は19.5%と、前年実績の21.4%を1.9ポイント下回った。

底地の売上高は2,632百万円（前年同期比11.1%減）で、上期計画に対する達成率は68.0%であった。これは、前期に仕入れた物件の販売に時間がかかり、期ずれが発生したためである。仕入高は前年同期比46.1%減の1,723百万円。今期の売上は7,308百万円（前年比3.1%増）を見込んでいる。

居抜き売上高は4,008百万円と前年同期比116.7%増加した。下期に販売を予定していた大型物件が上期に前倒しとなったことで、計画比では51.4%上回った。仕入高は2,739百万円と、前年同期比5.4%減少した。今期の売上は、7,491百万円（同48.0%増）を計画している。

所有権の売上高は、前期に大型物件の販売があったため、前年同期比では92.5%減の116百万円となった。しかしながら計画比では、47.3%上回っている。仕入高については844百万円で、前年同期比108.1%増。今期の売上高は991百万円（同71.3%減）を予想している。

建築事業

建築事業の売上高は729百万円と、前年同期比182.6%の増収となり、計画比では3.1%上回った。Web改修やチャネルごとの営業活動の見直しに加え、消費増税前の駆け込み需要もあり、2018年12月期下期から案件取得数は改善している。3月までの契約が旧税率適用となるため受注が増加した反動で、4月～5月は一時的に落ち込んだものの、6月以降回復しており、受注高は前年同期比175.7%増の1,365百万円となった。今期の売上高は前年比152.2%増の1,977百万円を見込んでいる。

2019年12月期予想

概要

2019年12月期の業績について同社は、売上高18,220百万円（前年比8.2%増）、営業利益1,666百万円（同5.6%減）、経常利益1,544百万円（同6.0%減）、親会社株主に帰属する当期純利益1,032百万円（同2.5%増）と予想している。セグメント別売上高は、不動産販売事業16,243百万円（同1.2%増）、建築事業1,977百万円（調整後、同152.2%増）を計画している（セグメント別利益は非開示）。

底地の期ずれ物件については、引き続き販売に時間を要する可能性もあるが、一方で計画に含まれていない新規の仕入物件の販売により、売上高の達成は可能とみられる。利益については、底地と居抜きの売上比率が増えることで利益率の上昇も期待されるが、不正融資問題などの影響から市況が落ち着いていることから、前期並みの利益率になる見込みである。

建築事業の2019年12月期第2四半期末の受注残高は約1,250百万円となっており、新たなリフォーム受注などを加え、売上予想は達成可能とみられる。

今後の収益の源泉となる2019年12月期第2四半期末の販売用不動産は12,290百万円と、前期末の11,678百万円に比べ、5.2%増加している。

中期経営計画（2018年12月期～2020年12月期）

中期経営計画の進捗状況

同社は、2018年12月期から2020年12月期までの3年間の中期経営計画において、成長、安定、還元の3つの基本方針を掲げている。

新規事業の推進と収益化による成長

同社は新規事業について、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おり、民泊事業、障がい者自立支援事業を展開している。

東京都大田区において、それぞれ2016年4月と2018年11月に運用を開始した、第1号物件「抹茶ハウス」と第2号物件「あずきハウス」は、順調に稼働している。収容人数5名のあずきハウスは少人数の旅行者には使い勝手が良いためか、この夏休み期間中はほぼ満室になっているという。今後も保有物件の活用として民泊事業を行っていくとしているが、競合も多く、法規制も厳しいため、具体的な計画には至っていない。

上記に加え、新規事業として2019年7月に「地域再開プロジェクト」を発足させた。これは、東日本大震災後に石巻市で行っていた復興支援で得たノウハウを、他のエリアに転用するものである。現地のニーズに合わせた企画提案、権利調整による地権者の合意形成支援、地権者として事業に参画、資金調達の提案（一部資金の提供）などによる展開を図る。主な対象エリアは少子高齢化による人口減少が進む地方都市、権利関係の複雑な地区、災害対策を行う都市などで、現時点では地方自治体等へのヒアリングを開始し、情報収集を行っている段階である。

既存事業の着実な成長による「安定」

前述の通り、昨年底地の回転率が低下しており、販売までに時間がかかるため、期ずれが発生している。この状況を改善し、資金化の促進を目的として同社は、2019年4月より新規に専門部署を立ち上げ、対策を進めている。

また、建築事業においては、20億円前後の売上を維持できれば、安定的に黒字になるとみられ、引き続き業績の改善と安定化を図る。

株主、社会、社員に対する利益の「還元」

同社は、株主に対しては継続的で安定した配当を行い、利益の増加に応じて増配を継続するとしており、今期は2円増配の23円を予定している。

CSR活動として立ち上げた「底地くん子供の未来応援プロジェクト」は200件を超える活動原資を得ている。虐待や貧困をなくす活動をすべく教育機関と検討しており、近い将来プロジェクトチームによる具体的な支援を行う方針である。

また、社員にはベースアップなどの処遇改善を引き続き行っている。

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、ひとつひと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すことができず、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いことから、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となっていたが、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：同社は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。同社では、新卒の社員でも3年で仕入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7,000百万円規模で、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。海外にも土地と建物の権利者が違うという、底地に類するものは存在するが、事業化についてはハードルが高い。

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。2018年12月期の建築事業の売上高は784百万円で、同セグメント（営業）損失は174百万円であった。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しているが、権利調整後の更地に建売住宅を建設する事業の実績は2棟から増えておらず、民泊事業での連携についても具体的な計画はないことから、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（2018年12月期の売上構成比72.2%）、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、第3の柱とすべく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。その他の新規事業については、収益化の目途が立っていない状況で、業績に寄与するにはまだ時間がかかるとみられる。

損益計算書

(百万円、%)	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	19年12月期
	連結	連結会予								
売上高	7,415	8,042	9,475	9,188	10,444	11,568	12,300	13,099	16,833	18,220
前期比	23.8%	8.5%	17.8%	-3.0%	13.7%	10.8%	6.3%	6.5%	28.5%	8.2%
売上原価	5,167	5,557	7,061	6,254	7,055	7,798	8,344	8,566	12,028	-
前期比	21.1%	7.6%	27.1%	-11.4%	12.8%	10.5%	7.0%	2.7%	40.4%	-
売上原価率	69.7%	69.1%	74.5%	68.1%	67.6%	67.4%	67.8%	65.4%	71.5%	-
売上総利益	2,248	2,485	2,415	2,934	3,389	3,769	3,957	4,532	4,805	-
前期比	30.4%	10.5%	-2.8%	21.5%	15.5%	11.2%	5.0%	14.6%	6.0%	-
売上総利益率	30.3%	30.9%	25.5%	31.9%	32.4%	32.6%	32.2%	34.6%	28.5%	-
販売費および一般管理費	1,594	1,735	1,898	2,014	2,184	2,470	2,510	2,770	3,039	-
前期比	12.4%	8.9%	9.3%	6.1%	8.5%	13.1%	1.6%	10.3%	9.7%	-
売上販管率	21.5%	21.6%	20.0%	21.9%	20.9%	21.4%	20.4%	21.1%	18.1%	-
営業利益	655	750	517	920	1,205	1,300	1,446	1,762	1,766	1,666
前期比	113.5%	14.5%	-31.0%	77.9%	30.9%	7.9%	11.3%	21.9%	0.2%	-5.6%
営業利益率	8.8%	9.3%	5.5%	10.0%	11.5%	11.2%	11.8%	13.5%	10.5%	9.1%
営業外収益	25	135	5	12	14	15	15	12	28	-
前期比	-14.0%	439.6%	-96.4%	141.0%	17.1%	6.3%	5.0%	-20.0%	122.8%	-
対売上高比率	0.3%	1.7%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	-
営業外費用	140	138	85	122	174	118	133	106	150	-
前期比	93.9%	-1.4%	-38.4%	43.2%	42.9%	-32.3%	12.7%	-20.0%	41.3%	-
対売上高比率	1.9%	1.7%	0.9%	1.3%	1.7%	1.0%	1.1%	0.8%	0.9%	-
経常利益	539	747	437	810	1,044	1,196	1,329	1,669	1,643	1,544
前期比	104.8%	38.4%	-41.5%	85.3%	28.9%	14.6%	11.1%	25.5%	-1.5%	-6.0%
経常利益率	7.3%	9.3%	4.6%	8.8%	10.0%	10.3%	10.8%	12.7%	9.8%	8.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	301	444	233	456	626	724	854	1,111	1,007	1,032
前期比	110.3%	47.6%	-47.5%	95.4%	37.5%	15.6%	17.9%	30.2%	-9.4%	2.5%
当期純利益率	4.1%	5.5%	2.5%	5.0%	6.0%	6.3%	6.9%	8.5%	6.0%	5.7%

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。

一株あたりデータ

	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	19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	6,900,000	6,900,000	6,900,000	7,915,000	8,108,500	8,149,500	8,357,300	8,447,800	-
EPS(1株当たり当期純利益)	50.18	73.50	33.80	66.04	90.23	90.08	104.94	134.45	119.62	122.17
EPS(潜在株式調整後)	-	-	-	-	88.58	88.74	104.03	133.52	119.17	-
DPS(年間配当金)	2.60	6.00	3.00	3.00	6.00	10.00	12.00	18.00	21.00	23.00
BPS(1株当たり純資産)	399.68	469.71	497.51	560.55	664.77	744.23	840.78	957.50	1,053.9	-

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。

*2011年8月31日に1:50の株式分割を実施。BPS、EPSは調整済。

貸借対照表

(百万円)	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								
流動資産	5,796	5,251	6,256	8,023	7,835	10,366	9,749	15,874	15,745
現金及び預金	892	1,155	859	1,185	2,275	2,253	2,435	3,558	3,594
たな卸資産	4,653	3,704	4,840	6,354	5,180	7,705	6,900	11,873	11,691
その他	250	391	557	482	379	406	413	442	460
固定資産	1,005	834	836	895	957	1,031	1,083	1,042	1,032
有形固定資産	109	136	134	568	603	572	590	467	458
無形固定資産	72	85	79	100	96	76	87	81	69
投資その他の資産	822	612	621	226	257	382	405	494	505
資産合計	6,801	6,085	7,092	8,918	8,792	11,397	10,832	16,916	16,777
流動負債	3,017	2,663	3,097	4,586	3,164	4,909	3,750	8,430	6,160
有利子負債	1,805	1,732	2,094	3,361	2,094	3,777	2,624	7,074	4,726
その他	1,212	930	1,002	1,224	1,070	1,132	1,126	1,356	1,433
固定負債	1,385	181	562	464	366	453	225	479	1,710
有利子負債	1,334	146	525	418	320	179	87	362	1,320
その他	51	34	36	46	46	273	138	117	390
負債合計	4,403	2,844	3,659	5,051	3,531	5,363	3,976	8,909	7,869
純資産合計	2,398	3,240	3,432	3,867	5,261	6,034	6,856	8,006	8,908
負債純資産合計	6,801	6,084	7,091	8,918	8,792	11,397	10,832	16,916	16,777

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

(百万円)	10年12月期 連結	11年12月期 連結	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	18年12月期 連結
営業活動によるキャッシュフロー	-1,621	970	-953	-664	1,761	-1,451	1,611	-3,666	1,617
投資活動によるキャッシュフロー	-106	127	-15	-175	-111	-116	-184	107	-64
財務活動によるキャッシュフロー	1,842	-877	692	1,136	-612	1,588	-1,278	4,667	-1,495

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

	10年12月期 連結	11年12月期 連結	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	18年12月期 連結
総資産経常利益率（ROA）	9.9%	11.6%	6.6%	10.1%	11.8%	11.9%	12.0%	12.0%	9.8%
自己資本当期純利益率（ROE）	13.4%	15.8%	7.0%	12.5%	13.7%	12.8%	13.2%	15.0%	11.9%
たな卸資産回転率（回）	2.2	1.9	2.2	1.6	1.8	1.8	1.7	1.1	1.4
有形固定資産回転率（回）	63.6	65.6	70.2	26.2	17.8	19.7	21.2	28.0	36.7
流動比率	192.1%	197.2%	202.0%	174.9%	247.6%	211.1%	260.0%	188.3%	255.6%
自己資本比率	35.3%	53.3%	48.4%	43.4%	59.8%	52.9%	63.3%	47.3%	53.1%

出所：会社データよりSR社作成

過去の業績

2018年12月期実績

概要

同社の2018年12月期通期決算実績は、売上高が16,833百万円（前年比28.5%増）、営業利益1,766百万円（同0.2%増）、経常利益1,643百万円（同1.5%減）、親会社株主に帰属する当期利益（以下、当期利益）1,007百万円（9.4%減）となった。

2018年12月期の売上高は不動産販売事業が16,050百万円（前年比34.1%増）、建築事業が884百万円（同26.6%減）で、セグメント間の取引を除けば784百万円（同30.6%減）となった。不動産販売事業における底地・所有権の売上増加によって、単体では売上高、営業利益が前期比・計画比ともに大幅に増加したが、建築事業の不振により、連結では売上・利益ともに計画を下回った。また、特別損失として投資有価証券評価損51百万円、連結子会社One's Life ホーム社の展示場閉鎖損失36百万円、保有賃貸物件の売却による固定資産売却損16百万円を計上した。

仕入面では底地の区画数が大幅に増加し、仕入高は11,164百万円（前年比11.7%減）となった。前期には所有権の大型物件の仕入れを行ったため前期比では減少しているものの、計画に対しては6.5%上回って順調に推移している。売上面では、底地で過去最高の7,088百万円を販売し、ほぼ計画通りの着地となった。居抜きでは物件規模が前期より小型化したため、前年比10.4%減となった。また所有権は、前期に仕入れた大型の物件を販売し、主に北日本エリアでの売上が増加して、大幅な増収となった。

セグメント別の概況

不動産販売事業：同事業の売上高は16,050百万円、（前年比34.1%増）、セグメント利益は2,881百万円（同5.1%増）、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）は18.0%で、前年実績の22.9%を4.9ポイント下回った。この部門は販売品目別に底地、居抜き、所有権と、賃料収入やコンサルティングフィーなどを含むその他の4部門から構成されているが、2018年12月期は、底地と所有権の売上が大きく伸長しているのが特徴である。

2018年12月期の不動産販売事業の仕入実績は、前年比11.7%減の11,164百万円となった。2017年12月期には底地の大型物件を多数仕入れたため、仕入高、たな卸高ともに過去最高となっていたが、同社の計画では2018年12月期の仕入高を10,400百万円と想定しており、

ほぼ計画通り順調に推移した。内訳をみると、底地では関東エリアを中心に区画数が増加し、5,189百万円（同1.1%減）、居抜きは大阪・愛知など西日本エリアで順調に推移し、5,211百万円（同14.4%増）となった。一方、所有権については前年に大型物件の仕入れがあったため、764百万円（同73.1%減）と大幅に減少した。たな卸高は2017年12月期第3四半期以降、10,000百万円を超える水準が続いている。

建築事業：同事業の売上高は884百万円（同26.6%減）で、セグメント間の取引を除けば784百万円（同30.6%減）となった。販売件数は戸建・リフォーム工事等で前期と同じ130件であったが、会社の売上計画に対する達成率は、54.3%と計画を大きく下回った。これは、受注については前年比で増加したものの、上期の受注計画未達と建築申し込みから着工までの期間が想定よりも長期化したためである。

同事業のセグメント損失は、174百万円（前年実績は44百万円の損失）と損失幅が拡大した。同社はさらなるコスト削減のため、営業体制の抜本的な改革を行っている。2019年1月には子会社One's Life ホーム社の本社移転を行い、コンセプトにあったショールームを併設している。また、注力すべきチャンネルへの営業強化のため、2019年3月に駒沢展示場を閉鎖した。

期初計画と実績の差異

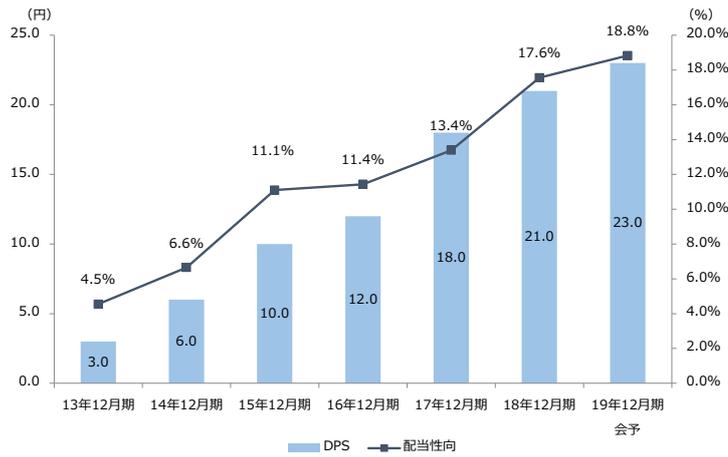
(百万円)	12年12月期	13年12月期	14年12月期	15年12月期	16年12月期	17年12月期	18年12月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
売上高（期初予想）	10,852	10,845	12,088	11,162	14,670	14,448	17,482
売上高（実績）	9,475	9,188	10,444	11,568	12,300	13,099	16,833
期初会予と実績の格差	-12.7%	-15.3%	-13.6%	3.6%	-16.2%	-9.3%	-3.7%
営業利益（期初予想）	664	1,059	1,242	1,401	1,466	1,466	1,830
営業利益（実績）	517	920	1,205	1,300	1,446	1,762	1,766
期初会予と実績の格差	-22.1%	-13.1%	-3.0%	-7.2%	-1.3%	20.2%	-3.5%
経常利益（期初予想）	497	854	1,139	1,291	1,374	1,374	1,703
経常利益（実績）	437	810	1,044	1,196	1,329	1,669	1,643
期初会予と実績の格差	-12.1%	-5.2%	-8.3%	-7.4%	-3.3%	21.4%	-3.5%
当期純利益（期初予想）	253	517	705	848	929	929	1,157
当期純利益（実績）	233	456	626	724	854	1,111	1,007
期初会予と実績の格差	-7.8%	-11.9%	-11.2%	-14.6%	-8.1%	19.6%	-13.0%

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2円増配の23円を予定している（6期連続増配）。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。（継続保有の場合は、規定数に1缶追加。）

配当の推移



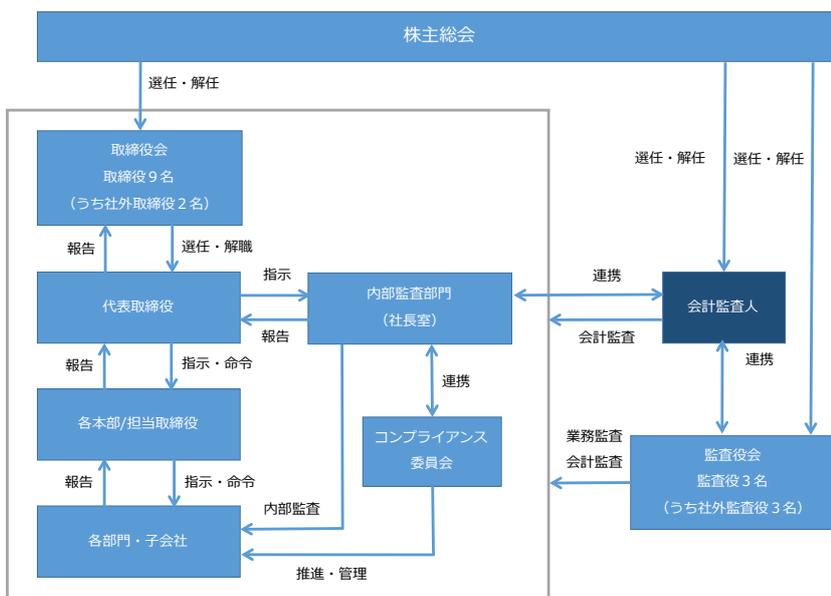
出所：会社データよりSR社作成

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	1,312,530	15.54%
松浦正二	462,700	5.48%
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	442,300	5.24%
小澤順子	365,800	4.33%
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	179,900	2.13%
菊池由佳	158,150	1.87%
小澤勇介	158,150	1.87%
小澤謙伍	158,150	1.87%
サンセイ従業員持株会	157,273	1.86%
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口5)	106,900	1.27%
計	3,501,853	41.45%

出所：会社資料よりSR社作成 (2019年6月30日現在)

コーポレートガバナンス情報



出所：会社資料よりSR社作成

ディスクレーム

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