

サンセイランディック（東証スタンダード-3277）

～ 日銀の追加利上げによる業績へのマイナス影響は限定的だろう ～

投資評価

前回 2+ → 今回 2+
2024/3/8 Outperform

アナリスト
堀部 吉胤

主要指標

主要指標	3277
(2024年7月31日現在)	
株価	996 円
時価総額	86 億円
予想PER (24/12期)	7.4 倍
予想PER (25/12期)	7.3 倍
実績PBR	0.70 倍
予想配当	40.0 円
予想配当利回り	4.02 %
配当性向	29.9 %
予想ROE	9.17 %
予想DOE	2.74 %
発行済株式数	8,585 千株
売買単位	100 株
(注1) 予想はT.I.W.	
(注2) DOEは株主資本配当率(配当性向 * ROE)	

要旨・投資のポイント

<24/12期会社業績予想は保守的との見方変わらない>

- 日銀は7月31日の金融政策決定会合で政策金利の0.25%への引上げを決定したが、同社業績に与えるマイナス影響は限定的だろう。24/12期1Q（1-3月）業績は11.1%増収ながら前年同期の居抜きの粗利益率が非常に好調だった反動などで経常利益は4.9億円（前年同期比52.9%減）と急減したが、販売が好調に進捗したことを主因に売上高、利益とも会社計画を上振れており、2Q累計及び通期会社業績予想に対して強含みのスタートとなっている。24/12期は前期が好調すぎた反動で2桁減益予想だが、会社予想は保守的で、前期に近い利益水準を確保できるという見方を継続する。

<2Q累計決算発表時に新中計が開示されるとみる>

- 24/12期を最終期とする3か年の中計は経常利益目標16.5億円を1年前倒して達成したことや、PBR1倍割れが継続しており中長期の成長戦略を改めて示す必要があるとの認識から今年中旬以降に新中計を開示するとしている。2Q累計決算発表時に新中計も公表される可能性が高いとみる。

<投資評価「2+」を継続>

- 株価は値動きの乏しい展開が続いているが、今期会社業績予想が保守的とみられることや、バリュエーションに割安感があることから投資評価「2+」を継続する。日銀の利上げで下げれば買い場と考える。新中計発表が株価のカタリストになることにも期待したい。

業績推移

3277

単位: 百万円、円、%

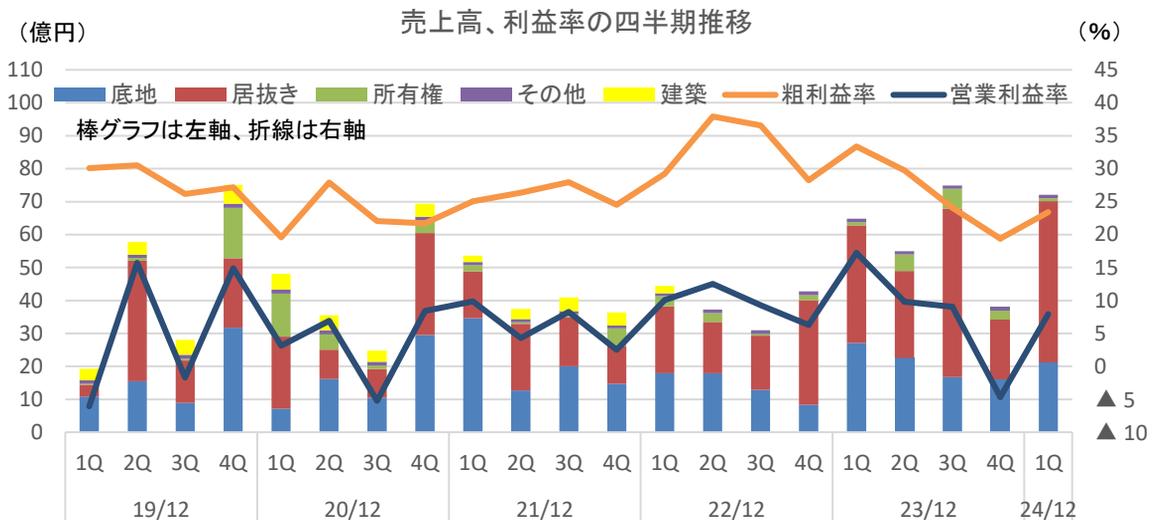
連結通期	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	DPS
2022/12	15,533	-8	1,469	32	1,283	28	1,060	74	129.6	28.0
2023/12	23,269	50	2,155	47	1,765	38	1,182	12	143.8	33.0
2024/12 会社予	23,700	2	1,800	-16	1,500	-15	1,000	-15	121.4	40.0
TIW予	23,850	2	2,040	-5	1,740	-1	1,148	-3	133.7	40.0
2025/12 TIW予	24,300	2	2,100	3	1,780	2	1,175	2	136.9	45.0
2026/12 TIW予	24,600	1	2,140	2	1,800	1	1,188	1	138.4	46.0
2024/12 コンセンサス予想	23,850	2	2,040	-5	1,740	-1	1,148	-3	133.7	40.0
2025/12 コンセンサス予想	24,300	2	2,100	3	1,780	2	1,175	2	136.9	45.0
2026/12 コンセンサス予想	24,600	1	2,140	2	1,800	1	1,188	1	138.4	46.0

出所: 会社データ、T.I.W.、アイフィスジャパン 注: T.I.W.の予想EPSは発行済株式数(自社株を含む)で計算

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

1Q決算は前年同期の居抜きの粗利益率が出来すぎだった反動などで増収ながら大幅減益

- 24/12期1Q（1-3月）業績は、売上高72.0億円（前年同期比11.1%増）、営業利益5.7億円（同49.0%減）、経常利益4.9億円（同52.9%減）、純利益3.2億円（同52.0%減）。増収ながら粗利益率が23.3%（同10.1pt減）と急落したことを主因に大幅減益となった。通常、粗利益率は底地、居抜き、所有権の順に高い。また、底地は不動産市況の影響を受けにくく粗利益率が安定的なのに対し、居抜きは不動産市況の影響を受けやすく粗利益率のボラティリティが高い。粗利益率が前年同期比で急落したのは、底地の売上構成比が29.4%（同12.3pt減）と低下したことに加え、前年同期は居抜きの粗利益率が出来すぎといえる高水準となった反動による。ただし、粗利益率は前四半期比では底地の構成比が13.0pt低下したにもかかわらず4.0pt改善した。居抜きの粗利益率は主要な販売先である戸建業者がコロナ特需の反動や建築費上昇に伴う販売価格上昇により在庫調整が長引いていることなどを受け低下傾向だったが、ひとまず底打ちした格好。



（出所）決算短信をもとにTIW作成

（注）底地・居抜き・所有権の区分は仕入れ時の区分による（混在物件で底地が含まれる場合は底地に、居抜きと所有権の場合は居抜きに区分）。

注文住宅を手掛けていた子会社を2022年3月に売却したことにより建築は22/12期2Q以降ゼロに

1Q決算は見栄えは悪いが、会社計画は上回った

- 1Q業績は会社計画（期初時点では非開示）に対しては、売上高で19.4億円、営業利益で2.0億円、経常利益で1.9億円、純利益で1.2億円、それぞれ上振れた。底地、居抜きとも販売が想定以上に順調に進捗し、特に居抜きの売上高が16.1億円上振れた。底地は粗利益率も計画を上振れた。2Q累計会社業績予想に対する進捗率は売上高が61.6%、経常利益が59.3%。通期会社業績予想に対する進捗率は売上高が30.4%、経常利益が32.8%。1Q決算は大幅減益で見栄えが悪いが、通期予想に対しては順調なスタートとなっている。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

1Qの仕入高は前年同期の底地の大型案件の反動などで減少

- 1Q仕入高は33.5億円（前年同期比33.8%減）。居抜きは20.4億円（同40.2%増）と増加したが、底地が10.0億円（同71.2%減）と大幅減となった。底地の大幅減は前年同期に東京都で10億円超の大型案件があった反動という面はあるが、水準自体がやや低く物足りない印象。短いタームでは評価しにくい面もあるので、今後の動向に注目したい。1Q末の販売用不動産は232.0億円（前期末比21.6億円減）と販売が前倒しで進捗したこともあり減少した。

通期の仕入高計画は158億円

- 期初ではなく1Q決算発表時に公表している通期の仕入高計画は158億円（前期比28.1億円減）だった。前期並みの計画を掲げるとみていたが、減少計画となった。上記のように底地で都内大型案件の反動があることに加え、居抜きの販売先である戸建業者やマンションディベロッパーの用地仕入れ意欲が建築費高騰や金利上昇により減退するリスクを考慮したとみられる。



(出所)決算短信をもとにTIW作成

(注)底地、居抜き、所有権が混在する場合、底地を含む場合は底地に分類
居抜きと所有権が混在する場合は居抜きに分類

2Q累計及び通期会社業績予想は据置き

- 2Q累計及び通期会社業績予想はこれまでのところ期初予想が据置かれている。通期会社予想は1.9%増収、15.0%経常減益予想。前期上期の居抜きの粗利益率が非常に好調だった反動で2桁減益予想だが、会社予想は保守的との見方に変わりなく、表記のように前期に近い利益水準を確保するという前回予想を据置く。必要があれば2Q累計決算発表後に見直したい。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

2Q累計決算発表時に新中計が発表されるとみる

- 2022年2月に3ヵ年（22/12期～24/12期）の中期経営計画を発表したが、最終期の24/12期の経常利益目標16.5億円を23/12期に前倒しで超過達成したことや、PBR1倍割れが続いていることから（現中計は東証が2023年3月にPBR1倍割れの上場企業に対して改善策を要請する前に策定された）、今年中旬以降に新中計を開示する予定としている。従って2Q累計決算発表時に公表される可能性が高いとみる。ROEは23/12期で10.2%、24/12期で8%前後見込み（会社業績予想ベース）にもかかわらず、PBRは1倍を大きく下回っている。PBR改善には中長期の成長戦略の策定・実行、さらなるROE改善が重要との認識。現行の中計でも掲げているM&Aを含めた事業領域の拡大など具体的な成長戦略の発表に注目したい。

アナリスト見解

- 投資判断は2+を継続する。日銀は7月31日の金融政策決定会合で政策金利を0.25%に引上げることを決定したが、既定路線でありサプライズはない。年内にさらに0.25%の引上げがあるとしても同社業績への影響は限定的とみる。コアビジネスの底地事業は販売先が基本、借地人であり、完全所有権となることによる経済メリットが大きい。1件当りの金額が平均1,000万円程度と小さいため現金で購入されることが多く、住宅ローン金利上昇の影響はほとんどないだろう。居抜きの販売先は戸建業者やマンションディベロッパーが多く、住宅ローン金利上昇で市況が冷えると用地仕入れ意欲の減退が懸念されるが、現状、住宅ローン金利の動向よりも建築費高騰の方が深刻な問題となっており、この点で日米金利差縮小による円安修正は資材価格上昇の歯止め要因としてプラス材料といえよう。同社の借入れコスト上昇も限定的である。今期会社業績予想は前期が出来すぎだったことから2桁減益予想だが保守的とみられ、バリュエーションにも割安感がある。新中計発表が株価のカタリストになることに期待したい。

【会社概要】

権利関係が複雑な不動産を買取って権利関係を調整後、再販する不動産ソリューション・プロバイダー。1976年の設立当初はマンション、アパート、ビル等の賃貸仲介、売買仲介を行っていたが、1990年の総量規制を機に1991年から住宅の底地の流動化事業に展開。同事業で業界首位。1997年からは居抜き物件の取扱を開始。底地事業で得た借地権者の住宅の建替、リフォーム情報を活かすため2005年に設立した子会社のOne's Lifeホームでデザイナーズ注文住宅、リフォームを手掛けていたが、業績低迷が続き2022年3月に同社の全株式を売却。

【ビジネスモデルの特徴】

底地の流動化事業は、旧借地法に基づく戸建住宅の底地を地主から取得し、権利関係の調整や分筆を行った後、原則、借地権者に販売するニッチビジネス。借地権と底地が併合し完全所有権となることで流動性や担保価値が回復するため借地権者には底地の取得価格以上に資産価値が増加するメリットがある。居抜き物件の流動化事業は、老朽化し収益性が低下したアパートなどを賃借人付きで買取り、賃貸借契約を解消後、戸建業者などに販売する。

【リスク要因】

旧借地法に基づく住宅の底地は新たには生まれなため、超長期的には底地の事業機会は減少する。底地の主な販売先である借地権者は高齢者が多く金融機関の住宅ローンが付きにくい（ただしフルキャッシュでの購入が多い）。居抜き物件の販売先は戸建業者が多いため、戸建分譲市場が低迷した場合、粗利益率が低下する恐れ。居抜き物件は賃借人が入居した状態で仕入れるため、賃貸借契約解消に想定以上の時間や費用を要する恐れ、など。

【四半期業績推移】

四半期決算データ										
単位:百万円										
3277										
サンセイランディック										
	2023年12月					2024年12月				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	累計
売上高	6,486	5,494	7,484	3,805	23,269	7,206				7,206
前年同期比	45.9%	47.6%	141.7%	-10.9%	49.8%	11.1%				11.1%
営業利益	1,118	538	676	-177	2,155	570				570
前年同期比	150.1%	15.5%	135.5%	na	46.7%	-49.0%				-49.0%
経常利益	1,045	378	596	-254	1,765	492				492
前年同期比	151.8%	-9.4%	149.4%	na	37.6%	-52.9%				-52.9%
純利益	683	256	387	-144	1,182	328				328
前年同期比	82.1%	-24.3%	97.4%	na	11.5%	-52.0%				-52.0%
売上高営業利益率	17.2%	9.8%	9.0%	-4.7%	9.3%	7.9%				7.9%
自己資本比率	39.0%	38.4%	39.9%	39.0%	-	39.8%				-
純資産	11,562	11,833	12,220	12,076	-	12,133				-
総資産	29,626	30,777	30,632	30,976	-	30,487				-

データ出所:アイフィスジャパン

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【関連テーマ/チェックリスト】

【企業戦略・ビジネスモデル】	【業績・財務】	【コーポレートアクション】	【テーマ】
高付加価値戦略	✓ 上方修正期待	✓ 増配・復配期待	規制緩和関連
低価格戦略	下方修正懸念	分割期待	新興国関連
多角化戦略	円高メリット	自社株買い期待	資源関連
選択集中戦略	円安メリット	株主優待積極的	次世代エネルギー関連
知財・研究開発型	業績変動大(市況)	増資・ファイナンスの可能性	公共投資関連(復興含む)
装置型・インフラ型	業績回復傾向	減配懸念	設備投資関連
✓ 労働集約型	高ROE(10%以上)	市場変更の可能性	個人消費関連
FC・ファブレス型	高成長率	株式流動性良好	✓ シルバー関連
オーナー・同族企業	景気連動強い	✓ 株式流動性低い	ITテクノロジー関連
子会社・系列企業	✓ 景気連動弱い	外国人持株比率20%超	ナノテク・バイオ関連
グローバル化積極推進	財務体質強固	M&A積極姿勢	環境関連
ESG積極推進	財務体質脆弱	MBOの可能性有	大型新製品期待

注: 上記チェックリストは担当アナリストの定性的判断に基づくものです。

【Fモデルによる理論株価推計】

サンセイランディック 3277

(2024年7月31日現在)

株価 996 円

Fモデルによる理論株価 1,434 円
現株価との乖離 44.0 %

当期利益(今期)	1,148	百万円
当期利益(来期)	1,175	百万円
来期EPS成長率	2.4	%
現預金	4,479	百万円
有利子負債	16,787	百万円
自己資本	12,133	百万円
総資産	30,487	百万円
時価総額	8,551	百万円
株数	8,585	千株
株主数	9,005	名

Fモデルによる妥当PBR	1.01 倍
収益力・成長性寄与分	1.29 倍
財務内容寄与分	-0.28 倍
PER(今期)	7.45 倍
PER(来期)	7.28 倍
実績PBR	0.70 倍
今期予想ROE	9.17 %
ネットD/Eレシオ	1.01 倍
割引率(資本コスト)	7.25 %
負債コスト	2.00 %

「Fモデル」について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、「理論上では株価は、自己資本配当率(ROEと配当性向の積)、EPS成長率、無リスク証券の利回り(=国債利回り)、リスクプレミアムの4要素で決定される」という考え方を土台に、ROE値と成長性を一定の数値(インプライドの要求リターン)で割り引き財務価値を加減することによって妥当PBR水準を算出するものである。具体的には下記の算式によって求める。

$$\text{妥当PBR} = [\text{今期予想ROE} \times (1 + \text{来期EPS成長率}) \div \text{割引率}] - \text{ネットD/Eレシオ} \times (\text{負債コスト} \div \text{割引率})$$

割引率は、来期ベースの日経平均の要求リターン(10年国債利回り+インプライド・リスクプレミアム)を一律用いている。負債コストは暫定的に2%を適用する。ネットD/Eレシオがマイナスの場合(実質無借金)は、(負債コスト÷割引率)は1を適用する。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【株価チャート】



【投資評価】

2+		Outperform
過去の投資評価	株価(円)	
2024年3月8日	2+	996
2023年12月26日	2+	1,019
2023年9月14日	1	1,037
2023年6月12日	1	853
2023年2月28日	2+	823
-	-	-

【アナリスト・インプレッション®】

担当カバレッジ 内での 注力度	業績予想の 蓋然性	株価見通し				株価変動性
		短期		中期	長期	
		~3ヶ月以内	3ヶ月~12ヶ月	12ヶ月~36ヶ月	36ヶ月~	
高い	高い	非常に強気	非常に強気	非常に強気	非常に強気	大きい
普通	やや高い	普通	強気	強気	強気	普通
低い	普通	非常に弱気	非常に弱気	非常に弱気	非常に弱気	小さい

●投資評価（対象期間：3～12ヶ月）

取材・調査・分析活動を通じた業界動向や企業業績見通し、財務状況、PER、PBR、配当利回り、TIW標準モデルによる理論株価、株式流動性、マーケット環境を勘案した上で各アナリストが株価の市場平均に対する見通しについて最終判断を行っております。1: Buy（買い）、1S: Speculative Buy（投機的買い）、2+: Outperform（市場平均を上回る）、2: Neutral（中立）、2-: Underperform（市場平均を下回る）、3: Sell（売り）。（注：過去の投資評価に付帯して表示されている株価は、レポート発行日の前営業日終値です）

●アナリスト・インプレッション®

アナリストが自ら担当する各企業に対する調査および分析の注力度を加味し、業績予想の蓋然性を勘案のうえ、短期的、中期的、そして長期的の定性的な株価見通しを示すものです。

堀部吉胤（ほりべよしたね）プロフィール

慶応大学法学部政治学科卒。国内大手損害保険会社、国内中堅証券系経済研究所などを経て2004年2月より現職。ノンバンク・保険・証券、建設・不動産セクターを担当。アナリストとしては機械セクターを皮切りに、1998年から現在担当しているセクターの調査に従事してきた。テーマや流行を問わず、バリュー重視で割安銘柄を探すことを重視している。（社）日本証券アナリスト協会検定会員

アナリストによる宣言

私、堀部吉胤は本調査レポートに表明された見解が、対象企業と証券に対する私個人の見解を正確に反映していることをここに証明します。また私は過去・現在・未来において、本レポートで特定の推奨を行うことに対して直接または間接に報酬を受けていないことを証明します。

利益相反に関する開示事項

TIWは、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。

レポート対象企業の選定はTIWが独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。担当アナリスト並びにTIWと本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1) 本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、有価証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2) 本レポートは、「TIW」が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成しておりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載された価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート作成時における「TIW」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3) 本レポートは将来の結果を約束するものではなく、また、本レポートにある情報はいかなる目的で使用される場合においても、投資家様ご自身の判断と責任において使用されるものです。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者が責任を負うものではありません。

4) 本レポートに掲載された内容の著作権は、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者に帰属します。事前の承諾を得ずに、本レポートのすべてまたは一部を複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行うことはできません。

「TIW」レポートは、株式会社アイフィスジャパンが発行しています。

株式会社アイフィスジャパン

東京都港区六本木 1-8-7 MFPR 六本木麻布台ビル 9 階

URL <https://www.ifis.co.jp/>