



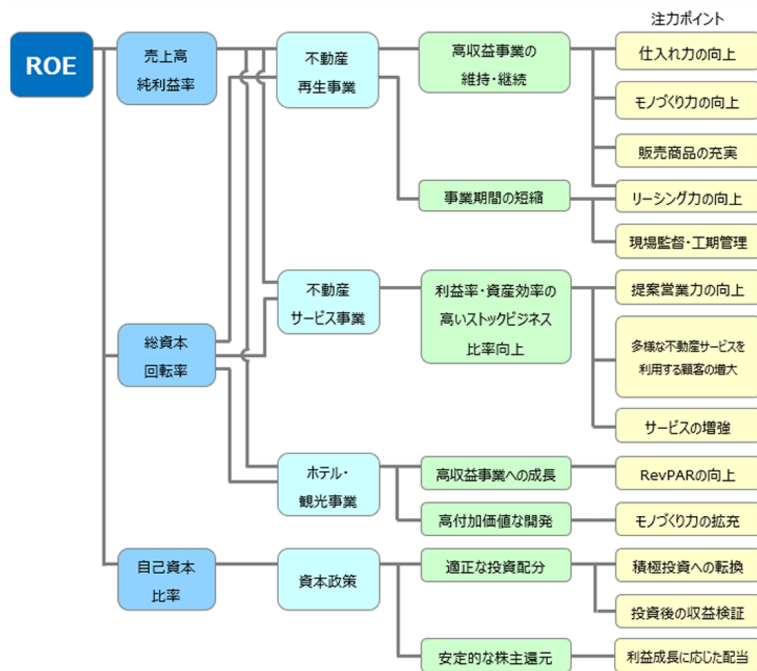
8934_サンフロンティア不動産(株)_取材メモ_2024-01-16

執筆者：ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社 宮下修 2024年1月16日公開

✓ 資本コストや株価を意識した経営で注目

- ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）は、東京証券取引所プライム市場、サンフロンティア不動産(株)（以下「SF」）のIR部門に、2024年1月10日に取材した。

ROE 向上のドライバー



サンフロンティア不動産のROEチャート、出所：231220_01.pdf (sunfrt.co.jp)

▶ 12月20日の開示以来、堅調な株価推移

- SFは、2023年12月20日に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」資本コストを意識した経営に関する開示を行った（[開示資料リンク](#)）。それ以降株価は上昇トレンドにある。12月20日の終値は1,566円、本日の終値は1,723円なので、 $1,723円 \div 1,566円 =$ 約1.10倍上昇した。
- かなり上昇したが、なお多くのアップサイドはあるとJPRは考えている。
- 12月20日の開示（[開示資料リンク](#)）では、図で示されるように、資本コストと比較すべきROEについて細かくチャートで管理し、株主資本コストを上回るROEをしっかりと出す経営を実際に行っていると示された。
- 上記のような詳細な分析を開示することは一朝一夕ではできない。ヒアリングによれば、そもそもそのような経営を長年行っており、それをまとめただけとの回答であった。資本コストと株価を意識した経営が経営の実践の中に組み込まれているとのことである。
- このような経営が長年おこなわれているということは、資本コストを上回る収益性をサステナブルに出す可能性が高いと言えよう。弊社は資本コストで注目されるROIC（投下資本利益率、[詳細はこちら](#)）について分析をおこなって、潜在的なSFの株価アップサイドについて分析を試みた。

🎯 1~2年以内のターゲット株価

▶ 株価ターゲット = 1年後2,915円（2024年1月16日終値は1,723円）

- 株主価値分析の詳細で示したように、SFのROICはWACCをはるかに上回っている。理論的にはROIC/WACCの比率はPBRとほぼ等しくなる。SFのROIC/WACCは1.6倍、つまりPBR1.6倍になってもおかしくない。SFのIR担当者によれば、今後も資本コストと株価を意識したIRを強化していくようである。そうすれば、SFのROIC/WACCの比率が注目され、PBRが1.6倍、 $BPS1,822円 \times 1.6倍 = 2,915円$ に一年以内になってもおかしくない。
- なお、株主価値分析の詳細で示したようにアップサイドは、長期的に非常に大きい。5年程度で4-5,000円になっても理論上は全くおかしくない状況である。ROIC/WACC分析になれた機関投資家がSFに注目すればはるかに高いアップサイドの可能性もある。
- 配当利回りも3%程度あるので、ダウンサイドリスクは少ない。また、SFは、2025年3月期は売上高1,000億円、経常利益200億円の達成を掲げている。主な戦略には、オフィス事業の拡張、ホテル事業の強化、ベトナムでの住宅関連事業の展開、そしてM&Aを通じた成長。重要なポイントとして、ESGへの取り組み、デジタル化の推進、キャッシュフローの重視。これらの戦略により、安定的な収益と将来の成長が期待される。（[詳細はこちら](#)）
- **中計が実現するのであれば、時価総額は885億円（株主資本簿価） + 今期の利益の時価総額換算値（643億円） + 中計達成の時価総額換算値（136億円） = 1,664億円、株価換算3,395円になってもおかしくない。**

🎯 株主価値分析の詳細

以下の分析は、あくまでJPRが過去の成長トレンドから独自に推計したものである。ただし、SFからの戦略や競争優位性、資本コストを上回る収益性を上げる価値創造力からみて、達成可能性が十分あると考えている。

サンフロンティア不動産株式会社

page 1/2

成長シナリオ次第で、株主価値は2,469億円。バリュージェットは1,616億円。アップサイドは最大2.9倍。

時価総額は、現時点では、直前四半期末株主資本の簿価の価値を下回る。

貴社を投下資本、超過利潤価値、成長価値などに分解する超過利潤法によって分析した。業績や将来見通し、中期経営計画などをベースに試算した結果、株主価値は2,469億円と推計することが可能である。5年程度で売上高が1,609億円、営業利益が322億円、10年程度で売上高が2,570億円、営業利益が514億円、投下資本の売上高比が現在の132.2%で一定推移となる前提である。株主価値と時価総額のギャップは1,616億円であり（時価総額の189%）、期待形成によってはアップサイドあり。

①株主資本 885億円

- 直前年度末、すなわち今期の期首投下資本は1,097.4億円、投下資本/今期売上高の比は①132.2%と推計。直前四半期末の株主資本は885.3億円。

②超過利潤価値 643億円

- 今期の税引後営業利益（NOPAT）は約113.9億円、NOPATマージン（NOPAT÷売上高）は②13.7%と推計。②÷①で算出される投下資本利益率（ROIC）は10.4%となる。
- 投下資本に対し投資家が要求する最低限のリターン、加重平均資本コスト（WACC）について、JPRは株価、財務戦略、事業リスク等から6.5%と推計。1円の投下資本から創出する企業価値の割合を示すROIC/WACCは1.6倍となる。
- これをベースに今期の超過利潤を推計すると42.1億円と推計される。今期のEVAの永久価値（超過利潤価値）は超過利潤÷WACCで計算され、643億円と推計される。

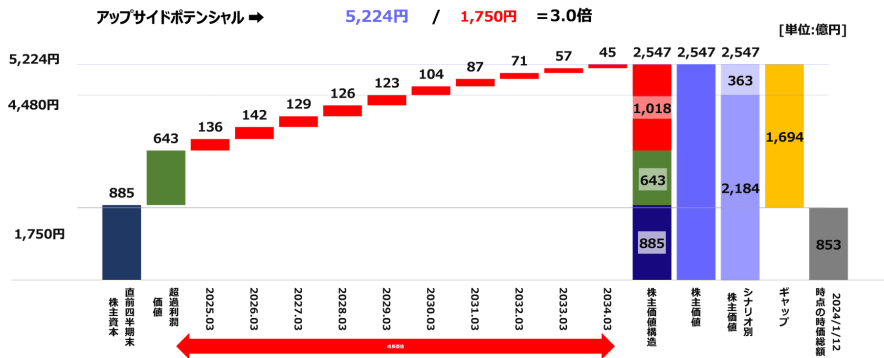
③成長価値 1,018億円

- 5年後の売上高が1,609億円、営業利益が322億円となる前提等で、成長価値は1,018億円と推計。

うち非事業資産 319億円

- 月間1.5か月を超えた現預金など、事業に投下した資本以外の「非事業資産」は319億円と推計。

超過利潤法による株主価値構造とバリュージェット分析



株主資本 + 超過利潤価値 = 1,451億円 [分析時点の時価総額853億円の1.7倍]

Copyright © J-Phoenix Research Inc. All rights reserved.

[FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用して作成、2024年01月12日時点]

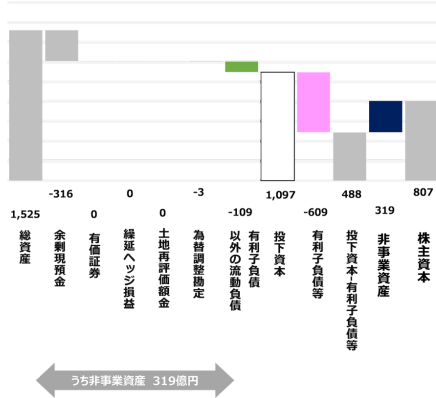
本資料は予想・見直し・目標・計画等の将来に関する事項が含まれております。これは当社が本資料作成時点において入手した情報に基づく、当該時点における予測等を基に作成されております。これらの事項には一定の前提・仮定を採り用いております。一定の前提・仮定は当社の主観的な予想を含むものを含めております。また、様々なリスク及び不確実性により、将来において不正確である事が判明し、あるいは将来においてこれらの予想は実現しない事があります。その為、本資料に掲載されている予想・見直し・目標・計画等の将来に関する事項について、当社はそれらの情報を最新のモニタリング更新するに同意を致しません。同時にその内容の正確性、完全性、公平性及び信頼性を保証するものではありません。お問い合わせ：http://j-phoenix.com/contact.html

サンフロンティア不動産株式会社

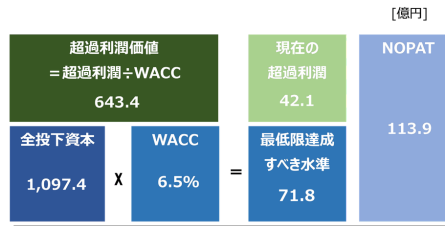
① 期首投下資本・株主資本

2024年3月期会社計画の売上高830億円に対する期首投下資本の割合
運転資本 102.0% 固定資産 30.2%

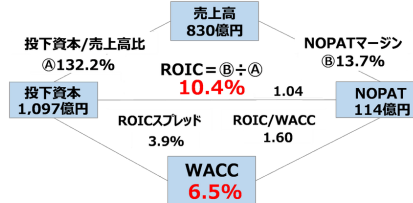
[単位: 億円]



② 超過利潤価値



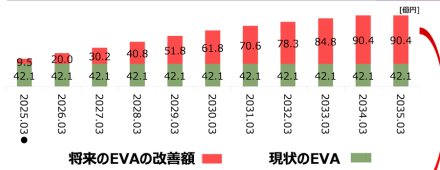
2024年3月期会社計画の超過利潤のドライバー



③ 成長価値

●は中計経営計画の前提がある年度、それ以外はJPRが前提設定。

年度	2025.03 ●	2026.03	2027.03	2028.03	2034.03
売上高	1,000	1,205	1,402	1,609	2,570
前年比成長率	20.5%	20.5%	16.4%	14.7%	4.3%
営業利益	200.0	241.0	280.4	321.8	514.0
営業利益率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
NOPAT	138.0	166.3	193.5	222.0	354.7
NOPATマージン	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
投下資本/売上高	132.2%	132.2%	132.2%	132.2%	132.2%
ROIC	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
実効税率	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%
WACC	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%



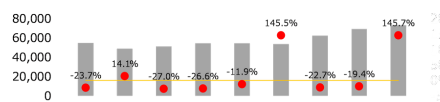
上記期間を超えた成長率は20%づつ減少し、2028年度にはゼロ成長となる前提で成長価値を推計

ご参考情報

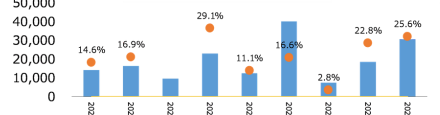
過去の業績 (今期は会社計画)

	2020.03	2021.03	2022.03	2023.03	2024.03
売上高	732	596	713	828	830
成長率	37.4%	-18.6%	19.5%	16.2%	0.3%
営業利益	165.7	79.1	121.3	149.1	165.0
営業利益率	22.6%	13.3%	17.0%	18.0%	19.9%
NOPATマージン	15.6%	9.2%	11.7%	12.4%	13.7%
投下資本/売上高	122.0%	177.1%	150.7%	129.8%	132.2%
ROIC	12.8%	5.2%	7.8%	9.6%	10.4%

期末時価総額と四半期売上高のYoY成長率



四半期売上高と営業利益率



[FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用して作成、2024年01月12日時点]

[1] 全投下資本は資本市場から調達して事業に利用されている資産として以下の算式で計算。投下資本 = 総資産 - 売上高の月高1.5か月を上回る現金・短期有価証券 - 投資有価証券 - 繰延ヘッジ損益 - 有価証券評価額 - 為替換算調整 - 土地再評価額 - 有利子負債以外の流動負債。 [2] WACC (加重平均資本コスト) = 税引後支払利息利回り × D / (E + D) + 株主資本コスト × E / (E + D) には特種債権、Dは特種債権、Eは有利負債。株主資本コスト = リスクフリーレート + β × リスクプレミアム。β = 東証の日次リターン (X) と貴社株値の日次リターン (Y) の相関係数。β = [Xの標準偏差] × [Yの標準偏差] / [Yの標準偏差]^2。 [3] 以上は、一次回帰式の係数を表す。決定係数の0.3未満の場合は、貴社の所属する業界平均の無負債債から算出した業界無負債債と貴社のリファクタリングと相関係数、リファクタリングと相関係数に反して7%、日次リターンを過去5年間。

Copyright © J-Phoenix Research Inc. All rights reserved.

本報告は、思想・論議、日経、日経等の特定の項目に関する情報提供を目的として作成されています。これは当社が本報告作成時点において入手した情報に基づき、当該時点における事実等を基礎として作成されています。この中期間には一定の前提・仮定を採用しており、一定の前提・仮定は当社の主要な予想値を前提としたものではありません。また、最も重要なリスク要因として、将来において不正確である可能性があります。また、本報告は、特定の将来の業績・利益、利益・損失等の将来に関する事項について、当社はこれらの情報更新の義務を負いません。最新の財務情報については、本報告の発行後、必ず当社ウェブサイト (http://j-phoenix.com/contact.html) をご確認ください。

[億円]	今期	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
	2024.03	2025.03	2026.03	2027.03	2028.03	2029.03	2030.03	2031.03	2032.03	2033.03	2034.03
売上高	830	1,000	1,205	1,402	1,609	1,823	2,016	2,187	2,336	2,463	2,570
営業利益	165	200	241	280	322	365	403	437	467	493	514
営業利益率	19.9%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
売上高成長率	0.3%	20.5%	20.5%	16.4%	14.7%	13.3%	10.6%	8.5%	6.8%	5.4%	4.3%
NOPATマージン	13.7%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
投下資本/売上高比率	132.2%	132.2%	132.2%	132.2%	132.2%	132.2%	132.2%	132.2%	132.2%	132.2%	132.2%
WACC	6.5416%	6.5416%	6.5416%	6.5416%	6.5416%	6.5416%	6.5416%	6.5416%	6.5416%	6.5416%	6.5416%
ROIC = NOPATマージン × 投下資本売上高比率	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	¥1.6	¥1.6	¥1.6	¥1.6	¥1.6	¥1.6	¥1.6	¥1.6	¥1.6	¥1.6	¥1.6
NOPAT	113.85	138.00	166.27	193.51	222.05	251.52	278.22	301.85	322.37	339.89	354.67
投下資本 × WACC	71.79	86.49	104.20	121.28	139.16	157.63	174.37	189.18	204.24	213.02	222.28
超過利潤	42.06	51.51	62.0615	72.23	82.88	93.88	103.85	112.67	120.33	126.87	132.39
超過利潤 = NOPAT - 投下資本 × WACC	42.06	51.51	62.06	72.23	82.88	93.88	103.85	112.67	120.33	126.87	132.39
各年で創造する価値	643	144	161	155	163	168	152	135	117	100	84
ディスカウントレート	100%	94%	88%	83%	78%	73%	68%	64%	60%	57%	53%
超過利潤の現在価値	643.029	136	142	129	126	122	104	87	71	57	45
投下資本① 元手	1,097										
超過利潤価値 (今期の超過利潤の永久価値) ②	643										
成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③	1,018										
非事業資産価値④	319										
企業価値 = ① + ② + ③ + ④	3,077										
有利子負債等	-609										
直前四半期末と年度期末の株主資本簿価の増分	78										
株主資本	2,546										

免責事項

本資料は、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券及びその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。執筆者の会社及び執筆者は対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。本資料の作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けております。ただし、本資料に記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。本資料に記載された見解や予測は、本メモ発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。本資料の著作権は、執筆者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。

