

## 3228 三栄建築設計

2011年7月1日

セントレックス

### ポイント

・今2011年8月期は、経常利益で前年度比8.0%増の48.3億円が達成できよう。経常利益ベースで18年連続のピーク利益更新となろう。当社の得意とする3階建て分譲住宅が好調に推移していることによる。

・ただ、2011年8月期の2Q累計(上期)では、前年同期比+16.5%の経常増益であったから、下期についてブレーキがかかったことになる。大震災の直接的被災はなかったが、木造建築の構造用合板の産地が三陸地域にあったことから、資材の調達に遅れが出ることになった。対応に一応の目途をつけたがかなりの売上、利益が来年度に先送りとなった。それでも今回の震災を乗り越えてピーク利益を更新できる点は注目される。

・当社は、都心23区内に建てる3階建て木造住宅企業として、業界トップである。15~20坪の狭い土地を有効活用して、家賃並みの費用で、近くて便利な戸建て住宅を4000万円台で提供するビジネスモデルである。しかも、1戸1戸の家づくりを考え抜いて、オンリーワンの分譲住宅づくりを実践している。

・このニッチ戦略が功を奏して、年間1000棟を供給するという実績を作り、販売を委託している先である仲介業者から評価されるブランド力を付けてきた。土地取得で競合する、同業他社(仲介業者が行う戸建て住宅事業等)からも、戸建て住宅の建築を依頼されるという戸建て住宅の建築請負ビジネスも伸びている。

・東京都心では年間1万棟の3階建て木造住宅の需要があり、まだ市場開拓の余地は大きい。コスト競争力とブランド力がついてきたので、十分拡大できよう。さらに、都市中心ニーズの高い名古屋圏、大阪圏への進出を狙っている。まずは名古屋市内を中心とした進出のため、支店を作ることになろう。

・リーマンショックで業界が厳しくなった中でも、都市型ビルダーとして独自の強みをより発揮し、2010年8月期に収益水準を一気に高めた。今後は、経常利益で50~70億円を固め、長期的には売上高1000億円、経常利益100億円を目指すことになろう。ニッチな市場戦略が業績の向上に結びつき、株式市場でも次第に評価されて行こう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 目次

1. 特色 都心 23 区内の 3 階建て木造住宅で業界 No. 1
2. 強み コスト競争力と都市型ビルダーとしてのブランド力が一段と向上
3. 当面の業績 ピーク利益の更新が続く
4. 経営戦略の展開 売上高 1000 億円、経常利益 100 億円に向けて
5. 企業評価 差別化戦略で名阪の市場開拓に挑戦

## 企業レーティング B

株価 (11 年 6 月 30 日) 1095 円 時価総額 104 億円 (9.46 百万株)

PBR 1.05 倍 ROE 30.9% PER 3.8 倍 配当利回り 1.8%

(百万円、円)

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS	配当
2006.8	15322	1717	1496	801	97.0	0.0
2007.8	20400	2300	1864	1009	107.1	8.75
2008.8	27741	2304	1872	1023	108.2	8.75
2009.8	29114	2220	1992	1043	110.3	10.0
2010.8	30123	4734	4468	2312	244.5	15.0
2011.8(予)	37008	5142	4827	2697	285.2	20.0

(11.2 ベース)

総資本 29152 百万円 純資産 9905 百万円 自己資本比率 34.0%

BPS 1047.2 円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。

2010 年 3 月 1 日で 1 : 200 の株式分割、2011 年 2 月 2 日で 1 : 2 の株式分割を実施、  
2010.8 期以前の EPS、配当は各期末修正ベース。

担当アナリスト 鈴木行生

(日本ベル投資研究所 主席アナリスト)

企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力・持続力、③業績下方修正の可能性、という点から定性評価している。A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D：極めて厳しい局面にある、という 4 段階で示す。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 1. 特色 都心 23 区内の 3 階建て木造住宅で業界 No. 1

### オンリーワンの家づくりを実践

当社の経営理念は、家族の生活空間と公共の芸術性をプロデュースする家づくりにある。小池社長は 18 年前の 1993 年に三栄建築設計を創業し、現在 43 歳である。3 人で立ち上げた会社は、従業員が 229 人（2011 年 2 月末、前年同期は 172 人）と着実に増えている。

当社は住宅の建売、住宅の請負、マンションの賃貸と 3 つの事業を手掛けている。建売(分譲)は、当社が土地を仕入れ、企画し、住宅を建て、アフターメンテナンスを行う。販売はエリアの仲介業者が顧客に販売する。住宅の請負は住宅の建築を個々の顧客から注文を受け、住宅を建てて引き渡す。建築を他から請け負うのである。他からと言う場合、同業の住宅請負建築の場合もあれば、個人の注文建築の場合もある。賃貸は、マンションを 1 棟まとめて購入し、その部屋を個別に貸し出して、賃料収入を得るというものである。

### 東京都3階建て戸建住宅販売ランキング

(棟)

順位	社名	3階建て持家・分譲の合計
1	三栄建築設計	388
2	一建設	250
3	オープンハウスディベロップメント	240
4	旭化成ホームズ	235
5	積水ハウス	145
6	住友林業	135
7	東京組	120
8	ミサワホーム	115
9	住友不動産	115
10	邑建築設計事務所	105

(注)住宅産業研究所調べ(2009年度)、三栄建築設計作成  
当社は2010年8月期のデータ、100棟以上の上位10社

創業以来の主力は住宅の建売事業（不動産販売事業）である。この建売事業で、「オンリーワンの家づくり」を実践している。土地を購入し、その立地に合った住宅のコンセプトを案件ごとに立案し、外装、内装も含めて 1 戸、1 戸違ったものを作る。他社に見られるような同じ家をまとめて作るというような方法はとらない。

とりわけ、都市型立地の 3 階建てを得意とし、この分野では業界 NO.1 である。東京 23 区をメインのテリトリーとし、ここでの売上げが 7 割を占める。土地は狭いが建物を 3 階建てにすることで、広い居住スペースや使い勝手のよい動線が考慮された住宅を 4000 万円前後で商品を生産する。年収 500~600 万円の 30 代層が、戸建て住宅を都心に近いところにほしい、というニーズにターゲットを絞っている。月 15 万円の家賃見合いの支払いで戸

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

建住宅が持てるというのが購入のし易さにつながっている。①家賃で家を買える、②敷地が狭くても、無駄なく建てるので、思ったより広い居住スペースが確保されている、③1戸1戸が別々で個性があるというのがポイントである。

### 請負には3年前に参入

住宅の請負（不動産請負事業）は、この事業に参入して3年目である。木造3階建て住宅では、業界トップである。狭い土地でありながら、広い居住スペースが工夫され、個性あるデザインで建てる。しかも、コストが同業より安いということで、同業他社から注文がくるようになってきている。土地購入で競争した同業他社が、その土地に家を建てて売るとい建売の場合、工務店などに頼むよりも当社に注文したくなるのである。個人の顧客からの注文住宅も手掛けているが、同業からの請負のほうが、件数では圧倒的に多いのも請負事業の特色である。請負事業は1年目の売上高7億円、2年目42億円と急拡大している。

賃貸収入事業は、日本各地で物件を購入し事業を展開している。マンション等の賃貸物件は、自社購入し、さまざまな費用を除いたネットの利回りで10%以上確保できそうなものに限定して購入している。現在43棟、869室を保有し、満室になった時の年間収入は10.6億円になる予定のものである。現在の稼働率は86%で目標を90%としている。

2011年2月末の総資産は292億円、純資産は99億円で、自己資本比率は34.0%である。当社の資金の流れは、土地の購入に当っては、それを担保に金融機関から資金を借りて、土地に住宅を建て、売ればその借入金を金融機関に返済するというパターンである。

#### 事業内容と売上内訳

(億円、%、件)

	2009.8			2010.8			2011.8(予)			事業内容
	売上高	構成比	件数	売上高	構成比	件数	売上高	構成比	件数	
不動産販売事業	277	95.3	732	252	83.7	604	327	88.3	779	戸建分譲の開発、個人向け住宅の建売 首都圏エリア
不動産請負事業	7	2.4	52	42	13.9	284	35	9.4	246	注文住宅の設計施工の請負 住宅販売会社、個人より受注、首都圏エリア
賃貸収入事業	7	2.3	758	7	2.4	826	9	2.3	869	事業用、住居用マンション不動産の賃貸 全国主要都市
合計	291	100.0		301	100.0		370	100.0		

(注)件数は、販売件数、請負件数は戸数、賃貸の件数は保有室数

### リーマンショックを乗り越え、収益力が一気に向上

日本の木造建築は2階建てが基本であったが、1988年に準防火地域における3階建てが建築基準法の改正で認められた。その後、2005年の姉齒事件で構造計算の不正によるマンションなどの強度不足が社会問題になった。

当社はこの頃上場を目指して会社の士気を高めていた。いよいよ上場の準備が出来てきた時に、この姉齒問題で業界への信用が一時的に低下した。その時に上場を延期するという手もあったが、小池社長は、まず上場を認めてくれる市場に上場しようということで、

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

名古屋セントレックスに、2006年9月に上場した。

上場以来、業績は順調である。社会的信用も高まった。ただ、東京をベースにビジネスを展開しながら、市場が名古屋セントレックスということで地味な存在であった。それがリーマンショックを経て、業績水準が一気に切り上がった。経常利益で15~20億円というゾーンから、45~50億円というレベルに上がったのである。

### 当社のエリア別販売実績

(棟、%、万円/棟)

2011.8期2Q累計	販売棟数	構成比	平均販売価格	3階建て比率
東京23区	227	70.3	4468	77.1
さいたま市(埼玉)	36	11.1	3841	52.8
横浜市(神奈川)	12	3.7	3734	100.0
川崎市(神奈川)	27	8.4	4463	66.7
市川市(千葉)	7	2.2	4089	100.0
その他	14	4.3	3849	76.7
合計	323	100.0	4336	74.9

(注)土地15~20坪、都心の利便性の高いエリアに  
4000万円台で戸建住宅を提供

## 2. 強み コスト競争力と都市型ビルダーとしてのブランド力が一段と向上

### 既存の大手建築業者とのバッティングは少ない

木造3階建て住宅のうち、当社のような都市型3階建てで、当社に対抗できるところは少ない。この競争力を、東京はもちろん、大阪、名古屋にも活かそうである。まだ、名阪には拠点も実績もないが、東京での実績と競争力をテコに、名阪への進出を現在検討している。

飯田グループは首都圏を中心とする戸建て分譲の大手(パワービルダー)であるが、同社とバッティングすることは少ない。当社は環状8号線の内側をマーケットとし、飯田グループは国道16号線の前線をターゲットとする。業界のリーダーである一建設(はじめ建設 コード3268)とは一部バッティングする。

土地が15~20坪の敷地に、3階建てにすることで、90㎡の床面積を確保する。一般的に多い2階建てと3階建てでは、構造計算の提出や確認検査機関の申請・受理の手続きが全く異なるわけだが、設計段階において梁や柱をどのように設定し、構造計算をして基準を満たしていくというのは経験やノウハウが蓄積されている。

大手プレハブメーカーは、都心部にあっても30坪以上の土地を必要とする。通常は2階建てが多いので40~50坪の土地に、工場生産化した資材により住宅をつくるので、設計の

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。



成約要因が高く、決まった企画となってしまふ。当社が手掛けるような狭隘な土地にスペースの広い家を作るノウハウはなく、ビジネスの対象にしていない。

### コスト競争力が高まる

当社の強みは、利便性の良いところにサラリーマンが買える商品を提供する、という点にある。創業の頃からそういう考えであったが、かつては土地がまだ高く、4000万円台の家はなかなか作れなかった。当初は、目黒や世田谷で他社では1億円くらいする住宅に対して、6000万円台の物件を提供して攻めていった。当時、木造3階建ては高くついた。当社は年100棟も建築していなかったため、コスト面では今とはかなり違っていた。

木造3階建てを工夫しながら作り続けて10年、ようやく今のコストに下げた。現在では、技術力、コスト競争力で業界トップという水準に至った。

競争力が強い証としては、年間1000棟近い住宅建築を手掛けているが、600棟が分譲であるのに対して、請負が400棟まで増えてきている。請負の大半が同業の住宅会社からであり、狭い土地を活用して家を建てるなら三栄建築設計に頼んだほうが、顧客が喜ぶ売れる家を安いコストで作れるということを認識しているからである。請負であっても、家づくりという点では分譲と全く同じ方針で取り組んでいる。

当社に請負を依頼してくる業者は、中小が多い。土地を購入して、家を建てて、それを売るのであるが、建てるに当っては外注している。その外注先には、イトーピアホーム、東京組、アサカワホームなどがあり、この仕事を当社がとっているという形になる。

### 家づくりの特長はプロジェクトによるチーム制

#### (1) 土地の仕入れ

当社の土地を仕入れる担当者は営業に属する。さまざまな土地情報が入ってくる中で、当社の企画、事業計画に合うかどうかを検討する。条件の1つは、土地の利便性である。23区内にあるか、狭い土地でも十分な延べ床面積がとれるか、他社が土地を3分割しかできないところを当社は4分割して3階建て住宅が4軒建つかどうか精査したり、エリアの家賃動向や、同業他社の商品や価格を調査した上で、事業計画が立案され、結果として十分な利益がとれるかなどが吟味される。

2つ目は他社が買わない土地であっても対象にする。他社が買わないということは家が立てにくい立地である。こうしたところは土地が安い、そこに工夫して良い家を建てることであれば付加価値は高まる。

3つ目は法的規制にきちんと合致するかどうかである。東京都は建築基準や条件が厳しい。類似の土地であっても場所によって法的な規制が異なる場合があり、そこはよくつめて、理解し確認しておく必要がある。

これらを検討して事業化できそうであれば、社内の会議にかけ、トップの決定を仰ぐ。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

当社の1つ1つの開発案件はプロジェクト(PJ)と称して、設計担当者、工事担当者、営業の販売担当者、営業の土地仕入れ担当者の4人で構成される。土地仕入れを担当した本人は、必ずそのPJのメンバーとなり、販売が終わるまで責任を持つ。

## (2) 設計

まずPJチーム全員が現地を見る。そのうえで、世界に1つしかない家を作ると思いを新たにし、企画を練ってつめていく。南の陽が当たるところの前面におおきな家があれば、リビングの位置は工夫して最も陽が入るように配置するなど、アイデアを出し合う。

個別の家にするほど、コストが高くなっていくのが普通である。間取りは個別、外壁も個別、しかし、統一化できるところも多い。木材の仕様(スペック)は統一である。年間1000棟の家を作るにあたって、木材を統一できればこのコストは安くなる。キッチン、風呂、トイレ、などの住設機器も数種類に決めている。

## (3) 工事

工事(施工)は、工務店に任せるのではない。当社の工事担当者が基礎、大工、左官、塗装など、必要な業者を選定して全体を具体的にマネジメントしていく。品質管理、工程管理、安全管理などをきちんと見ていく。当社はPJごとに家作りが異なる。よって、自社でマネージしていく必要があり、工事に責任を持つことによって、コストも安くなり、付加価値のある家作りができる。現場で間取りなどの設計変更も必要に応じて行っていく。

また、建物に対する保証から、第三者機関による工程ごとのチェックが行われ、全ての住宅に保証がついている。

## (4) 販売

建築確認がとれたところで、仲介業者への営業活動に入る。広告も自社で作る。具体的な顧客への営業は仲介業者に任せる。この仲介業者向けのマーケティングに当たって、既存の広告媒体(マイソクなど)だけでは当社の商品のよさが十分アピールできないので、仲介業者に直接メールで資料を送って説明するというのもやっている。

## 請負にも実績とブランドが活きる

請負に参入して急速に実績をあげているのは、3階建てで業界NO.1になり、いいものを作って売るというブランドが同業社に認知されてきたことによる。都心の狭い土地にボリュームのある家を作るということが、それまでさほど一般的でなかった。

業者からの注文であろうが、個人の顧客からの注文であろうが、注文を受けて作るという意味で請負である。この注文による住宅作りは創業の頃にはやっていたが、分譲住宅に注力していたため、分譲住宅の基盤の確保が達成できたため、本格的に請負による住宅作りを3年前にスタートしたのである。

もともと、いずれ請負事業をやろうと考えていたが、リーマンショックで銀行から資金を借りられなくなり、土地の仕入を計画通りすすめることが厳しくなったため、将来の生

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

産体制の確保のために、つながりのある施工業者を確保する必要であった。そこで、請負に参入したのである。やってみたら、引き合いがドンドンきた。当社の家作りは同業他社に評価されていたのである。プランやノウハウが流出するのではないかという懸念もあったが、とにかく仕事を確保したかった。参入してみて、ノウハウの流出がさほどでもないことや、同社の建築コストでは他社が作れないことがより明確になった。

### 独自のサンファースト工法

これは当社のネーミングである。木造の在来工法とツーバイフォー（2×4）工法の良いところをミックスした工法である。ポイントはカワダ式羽子板（はごいた）ボルトを使っていることである。木と木を組んで止める時に普通のボルトではなく、バネ付きボルトを使う。業界では、神戸の震災（阪神淡路大震災）の時に木材の接合部分が外れてしまうということが起きた。ふつうのボルトだと、木は生き物なので、伸縮する可能性がある。これをばね式のボルトでゆがみが出ないようにする。3階建て住宅ではこのボルトは300個程度使用する。このカワダ式羽子板ボルトは1個200～250円と通常の5倍以上する。コストが高くなっても地震に強い強度を保つとして利用している。

当社の正社員270人中、設計工事に130人が属している。今年の新卒は20人ほど入り、うち15名が建築関係である。当社に入ると若い時から家づくりに具体的に関われるので仕事が面白いというえ、仕事を任せられるので、人材が早く育つ。

## 3. 当面の業績 ピーク利益の更新が続く

### 2011年8月期の上期(2Q累計)は好調

2011年8月期の上期(2Q累計)は、売上高16424百万円(前年同期比+36.8%)、営業利益2374百万円(同+17.3%)、経常利益2234百万円(同+16.5%)、当期純利益1262百万円(+18.8%)と極めて好調であった。

建売が44億円(建物原価1220万円/棟、土地原価2240万円/棟)、請負が14.4億円(建売原価1180万円/棟)であった。東京23区内が売上の68.6%を占めた。地域別の売上では、東京69.2%、埼玉13.9%、神奈川11.8%、千葉2.7%となった。請負では住宅業者からの受注が全体の86%、個人からの受注が14%であった。

### 震災の影響には目途が立つ

震災の影響について直接的被害にはなかったが、建築資材の調達に支障が出た。仕様の変更等で今期決算期末(8月)までの完成を目指す、4月時点ではまだはっきりしていなかった。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。



石巻や気仙沼など三陸海岸には合板工場が多い。日本の構造用合板の3割がこの地域に依存している。これらが今回の震災で被災し、供給がストップした。住設機器のメーカーも一部工場が止まった。合板の調達及び住設機器メーカーの変更について、早急に手を打ったが、遅れが出てくるのは避けられない。

建売の建築資材の調達の遅れに対して、2つの対応があった。1つは、土地のまま持ってしばらく様子を見るか、もう1つは代替資材で建築を始めるかである。今のところ土地だけで売るとは考えていないので、一部代替え品を活用しても計画中のものはできるだけ進行させる方針をとった。

合板については、国内での調達が難しくなったので、海外にすぐに発注した。商社を通してJAS認定がとれており、実績のある合板を海外（インドネシアやマレーシア）から輸入する手当をした。これを活用することによって、今期の計画についてはある程度目途をつけた。それでもかなりの仕事は9月以降の来期にずれ込んでいる。

### 業績の推移

(百万円、%)

	2009.8	2010.8	2011.8(予)
売上高	29114	30124	37008
粗利益	4007 [13.8]	6863 [22.8]	7740 [20.9]
営業利益	2221 [7.6]	4734 [15.7]	5142 [13.9]
経常利益	1992 [6.8]	4468 [14.8]	4827 [13.0]

(注)カッコ内は対売上比の利益率

#### 2011年8月期通期も過去最高の利益へ

今2011年8月期の業績見通しを5月末に発表した。震災の影響がみえなかったため、4月の2Q累計決算では見直しを出さなかったが、1か月ほどで見通しを固めた。

今2011年8月期の業績について、昨年10月時点では売上高426億円（前年度比41%増）、営業利益54億円（同+14%）、経常利益50億円（同+13%）、当期純利益28億円（+20%）を見込んでいた。2Qまでの累計では、ほぼ予定通りの方向であったが、3月以降の下期について状況が変化した。

5月末に公表した通期見通しでは、売上高370億円（同+23%）営業利益51億円（+9%）経常利益48億円（同+8%）、当期純利益27億円（同+17%）とした。

売上高で56億円減額修正したものの、営業利益や経常利益では小幅な下方修正に留まった。前期の売上高営業利益率が15.7%と極めて高い水準に達していたので、当初は今期の

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

営業利益率を 12.7%と予想したが、見直した段階で 13.9%まで上方修正された。採算が当初計画よりも落ち込まず、改善されたのである。

当社の現場は半年から 1 年半先の仕事をしている。今 8 月期についての業績は概ね固まっているとみてよい。ポイントは来期である。

#### 4. 経営戦略の展開 売上高 1000 億円、経常利益 100 億円に向けて

##### 成長の原動力は人材が育ってきたこと

当社は、個性ある家づくりを目指しているので、1 戸 1 戸に手間がかかる。ついては人材が必要であり、その教育に力を入れている。新卒を採り始めて 5 年、独自の研修システムも作って、人が育っている。

当社の成長の原動力は、人が育ってきたことによる。千葉理恵取締役は、小池社長が当社を創業した時の 3 人のメンバーの 1 人で設計工事部長として、設計工事の責任者を務めている。小池専務は、小池社長とは同姓だが何の姻戚でもなく、本店営業部長として、営業を統括している。

小池社長の創業の精神、経営の考え方を理解し、実行できる支店長、部長クラスが増えてきた。オンデマンドの家づくりで成長を続けるには、朝まで平気で議論するような社員のモチベーションを大事にしていく考えである。

広い間取りの工夫、より使い易い個性的な家づくりにもっとアイデアを出せ、あきらめるな、という心構えで取り組んでいる。

##### 地域密着型の開発営業

当社は 1993 年に東京の西荻窪でスタートしたが、初めての支店は 11 年後の 2004 年に千葉県の子西市に出した。本社からの営業だけではなく、地域密着型の営業を展開するには支店が必要である。

子西支店の宮本支店長は、新しい土地を仕入れて建売を展開する場合、そのプロジェクトの会議に何時間でも時間をかけて徹底的に議論をして、アイデアを詰めていく。こうしたプロジェクトの 1 つ 1 つの積み重ねが人材を育てていくと、小池社長は認識している。

当社のモットーは、新しい土地に 1 つ 1 つ違った新しい家を作るという考えである。それを「家づくりの美学」としている。前例に流されて、土地の仕入れから販売までのビジネスプロセスが単に作業になってしまえば、社員は十分に考えなくなる。それではオンリーワンの家作りはできない。

不動産はエリア性（地域性）が強いので地元密着型の家づくり、マーケティングが必要である。その点では、支店網が重要な役割を果たす。子西に始まり、浦和、横浜と支店を

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

作った。1支店、年間200棟を目途としており、それより販売が増えていく場合は次の支店を考える。足立営業所は市川支店の出先、この6月に新設した溝の口営業所は横浜支店の出先である。支店は部で、営業所は課に相当する。営業所が大きくなってくれば支店に格上げになる。

### 都心の潜在市場はまだ大きい

震災で商談は2週間ほど止まったが、今のところユーザーからの影響は少ない。ただ、将来については、年収500~600万円の35~40歳の層が自らの将来について展望を持てるかどうかのカギである。

首都圏の木造3階建て分譲マーケットは1万棟くらいある。1都3県に分譲住宅は5万棟、注文住宅は7万棟という状況である。当社はまだ年間1000棟である。しかも、分譲5万棟の内、家賃見合いで魅力ある戸建て住宅が買えるということに十分気づいていない顧客も多い。ここを掘り起こしていけば潜在マーケットはさらに増えよう。

家賃と同じレベルで家が買える、今住んでいる便利なところから離れたくない、という客は多い。マンション派と戸建て派で市場は少し異なる。マンションがいいと言う人もいれば、戸建てがいいと言う人もいるので、ここで競合というのはさほど強くない。

請負の同業というのは、300社くらいあるが、そこが当社に依頼してくるようになったのである。当社の同じレベルで競争できる同業他社は少ない。

### 中期的な経営の方向

中期経営の進め方としては、1年先、2年先はかなり具体的に策定し、3年目は次の方向性を示すというパターンである。これを毎年ローリングしていく。小池社長の思いは、将来は売上で1000億円、経常利益で100億円の企業に成長させていくことにある。現在の2倍強の規模であり、このレベルに持っていく道筋は十分可能である。

1つは、現在主力の事業である木造3階建ての建売分譲を着実に伸ばすことである。東京にマーケットはまだ相当ある。さらに名阪への進出を考えている。まず名古屋に拠点を作ることになろう。名古屋に木造3階建てはほとんどない。中心地に近いところで3000万円台（東京より1000万円ほど安い）の家が持てるという点では、一定のニーズがあると見ている。

2つは請負事業の拡大である。リーマンショック後はまず請負事業に本格的に進出し、同業他社からの受注が急増した。今後は個人からの注文住宅に力を入れていく。荒川区、江東区、葛飾区、などは、戦後の火災に遭わず、そのままの形で住宅地が数多く残っている。ここで建て替えたいというニーズはかなりあるはずである。こうした建て替えを提案できる会社は少ない。狭いところに上手く建て替えて、住宅を安いコストで建築するというノウハウやモデルがないからである。

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

東京都 23 区及び隣接するエリアでは、分譲事業と請負事業にはシナジー（相乗効果）が働く。土地情報の活かし方、客はどのように建て替えたいか、それを自分でやるのか業者に任せるのか、分譲にするか、注文にするかなど、当社の人材のうまい活用、交流が可能である。小池社長は、このシナジーを活かしていけば、粗利率は十分上げていけると読んでいる。

3 つ目は分譲マンションへの進出である。マンションでもオンリーワンを重視したマンション作りを狙っている。すでに 1 棟が着工に入っている。今は賃貸課となっているが、ここで実績を作っていく。マンション内の間取りにさほど違いはないが、マンションの外装ではかなりデザイン性を追求していく

### 部門別粗利益率

(百万円、%)

	2009.8	2010.8	2011.8(予)	
不動産販売(分譲)	売上高	27749	25213	32662
	粗利益	3434	5586	6619
	同率	12.4	22.2	20.3
請負工事(請負)	売上高	700	4200	3491
	粗利益	139	867	577
	同率	19.9	20.6	16.5
賃貸収入(賃貸)	売上高	665	711	855
	粗利益	433	409	543
	同率	65.1	57.5	63.5

(注) 同率は売上高粗利益率

### 業績は一段と向上

土地は、現状の足元では問題は無いようだ。資材についても秋からは輸入に頼らなくても大丈夫である。ということで、来期については 450~500 億円程度の売上げを目指すことになり、その次は 500~550 億円をターゲットとすることになる。来期の営業利益は 60 億円、その次は 70 億円レベルが目標となる。

高い利益率が確保できる理由は、売上高粗利益率にある。この粗利率が 20% 越えて、21% もとれることがポイントである。リーマンショックで多くの建設業者は資金繰りが苦しくなった。銀行の貸出の態度も厳しくなり、2009 年は厳しい業界環境となった。倒産も続出した。ひいては、土地が安くなり、購入しやすくなったのである。土地は 18% 前後下落した。中小も撤退を余儀なくされて、競争が弱まった。同業他社が淘汰される中、地価も同時に下落していたので、同社は、購買ニーズの高い価格の企画が可能であれば積極的に土地は仕入れていった。これが、価格が下がった住宅への住宅購買層のニーズが増加し、2010 年 8 月期に一気に効果をあげた。今期、来期についても、この勢いは多少鈍化するとしても続くと見てよい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

来期以降は経常利益で60~70億円は見込めるので、目標の100億円に向けての展開力を増している。当社の住宅の生産キャパシティは、現在当初計画の1225棟はもちろん、潜在能力としては、2500棟までできる体制となっている。現在、481社の施工業者と契約しており、継続的に100社以上を使っている。

### バランスシートの状況

(百万円、%)

	2009.8	2010.8	2011.2
流動資産	11453	19842	20605
現預金	3745	6157	3753
販売用不動産	1983	1603	820
仕掛け販売用不動産	4851	10914	14635
固定資産	5435	6926	8547
有形固定資産	4776	5840	7014
土地	2740	2851	2784
建物	2432	3471	4159
資産合計	16888	26769	29152
流動負債	8200	15693	16158
短期借入金	4145	9057	10431
長期借入金(1年以内)	725	495	833
社債(1年以内)	292	224	247
固定負債	2131	2338	3089
社債	981	1327	1480
長期借入金	811	634	1062
純資産	6556	8738	9905
有利子負債	6955	11740	14055
有利子負債比率	41.2	43.9	48.2

### 収益力と財務体質のバランスにも目配り

利益率については、分譲の粗利率に比べれば、請負の粗利率は低い。分譲の場合は土地から仕入れ、この土地に住宅を建てて、付加価値を付けて販売する。土地の利用が入ってくるので、その分利益の額は大きくなる。仲介業者が個人の顧客を紹介してくれると3%の紹介料を支払う。他社で建てると1700万円のものが、当社では1300万円のできる。しかも、内容がよいというので、評価が高まりつつある。

賃貸事業は、現在863室を有しており、利回りは10%である。満室になると12%は確保できる。年間8億円の収入で粗利率は68%である。毎月安定したキャッシュフローが入ってくるのが魅力である。

資金繰りについてみると、土地購入に当っては、銀行より資金を借りる。短期借入金は、売れたら返す。建物についてのファイナンスは、自力で対応する。完成後、85日後の支払いである。販売は6~8月の契約が多いので、当社は8月期決算なので、下期の引き渡し

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。



多い。財務バランスでは、有利子負債比率は70%以内に抑えることを目標としている。賃貸については、会社全体の税引き利益の範囲内での投資に抑えるという枠を設定している。賃貸マンションへの投資によって、借入が一定以上にならないための歯止めである。

## 5. 企業評価 差別化戦略で名阪の市場開拓に挑戦

### 若手を活かす、差別化戦略の徹底に注目

当社は家づくりに関しては相当なこだわりをもっている。しかも徹底した差別化戦略をとっている。若手の人材を育てて、戦力化している。特定のセグメントでニーズを掘り起こし、競争優位に立っていく経営戦略は注目に値しよう。

コスト競争力とブランド力を武器に、東京都心で市場を開拓できる。それに加えて、大阪、名古屋への進出を狙っており、分譲マンションでもオンリーワンのマンション作りに挑戦しようとしている。当社のニッチ戦略がどこまで広がりを持ってくるかが成功のカギである。ポテンシャルは十分有しているが、その実現には一定の努力を要するので、企業評価はBとする。(企業評価については表紙を参照)

6月30日時点の株価をベースにすると、PBRが1.05倍、ROEが30.9%、PERが3.8倍、配当利回りが1.8%である。PERがかなり低い。当面の業績は良いが、その収益力がどこまで持続するのか、今後の成長性についてまだ十分認識されていない可能性がある。小池社長の持ち株比率は69.5%まで下げているが、流動性、配当の魅力という点でさらなる改善が望まれる。この点が改善され、経常利益100億円に向けての戦略が実効性を伴って見えてくれば、株式市場での当社の評価は大きく高まっていくものと期待される。