

|| 企業調査レポート ||

ファーストコーポレーション

1430 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2018 年 2 月 6 日 (火)

執筆：客員アナリスト

水野文也

FISCO Ltd. Analyst **Fumiya Mizuno**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

■ 目次

■ 要約	01
■ 事業内容と沿革	02
■ 業績動向	04
■ 今後の展望・中期経営計画	08
■ 株主還元	10
■ サイバーセキュリティについて	11

■ 要約

成長の背景にあるのは「造注方式」と呼ぶ事業モデル

ファーストコーポレーション<1430>は、マンション建設に特化した建設会社。創業は2011年6月と歴史が浅いが、2015年3月に東証マザーズに上場したのに続き、2016年12月には東証1部市場に指定替えと、創業からわずか5年半で1部上場企業になるスピード上場を果たし、文字どおりの急成長を遂げた。

社は「より良質な住宅を供給し、人々の豊かな住環境に貢献する」で、偽装などマンションに対する信頼性が揺らぐなか、「安全・安心・堅実」をモットーに事業を展開している。事業エリアをマーケットの将来性が高い、東京圏（1都3県）としており、そこで分譲マンション建設に特化し、工事請負を主として事業を推進してきた。

成長の背景にあるのは「造注方式」と呼ぶ事業モデル。これは他社に先駆けて、マンション用地を仕入れ、企画、設計を行い事業主に提案、特命で工事を受注して施工し引渡す方式だ。これによって、主体的に企画提案を行うことができるため、競争入札で建設工事を受注する場合と比較して契約条件が良くなることから、事業運営の効率化、安定した利益確保が可能となる。

ゼネコンとして、土地開発の専任部隊を有し、これが強みとなっているほか、スピーディーな決裁プロセスによって、競合で優位に立つ。同社が主戦場としている東京圏においては、なお、市場開拓余地は大きく、この「造注方式」を活用することによって、当面も高成長ペースを維持できると想定できる。

物件に関して、今後は超高層マンションにも力を注いでいく考え。これによって、1件当たりの工事単価の上昇が見込め、収益率のアップが期待できるようになる。一方、シニアマンションの建設も始め、この分野を新たにカテゴリライズし、事業として育てていく方針だ。

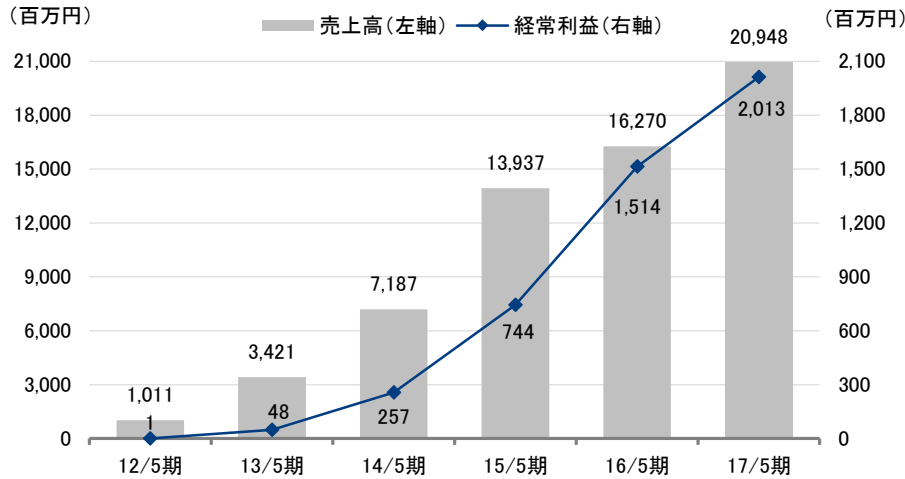
創業6年で急成長を遂げた会社だが、なおも成長を続けており、2018年5月期は売上高、利益とも今までと同様の伸びを確保する見通しだ。策定した中期経営計画では、最終年度の2020年5月期に、売上高34,911百万円（2017年5月期実績20,948百万円）、経常利益3,167百万円（同2,013百万円）を想定している。

Key Points

- ・分譲マンションに特化したゼネコン
- ・上半期決算は減収ながらも増益に
- ・2018年5月期の通期見通しは期初の想定どおり大幅増益に

要約

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 事業内容と沿革

分譲マンションに特化したゼネコン

創業は2011年6月で、資本金40百万円でスタート。以来、「より良質な住宅を供給し、人々の豊かな住環境に貢献する」を社是、「安全・安心・堅実」をモットーとして、良質で安価な住宅を供給してきた。分譲マンション建設に特化したゼネコンである。

事業エリアは、東京、神奈川、千葉、埼玉の1都3県で展開。これら東京圏と呼ばれるエリアは、全国的に人口減少となる中で、依然として人口が増加しているほか、2020年の東京オリンピック・パラリンピックを控えて再開発需要が旺盛であるなど、マンション建設を取り巻く環境は良好だ。(株)不動産経済研究所が調査した東京圏における分譲マンション販売価格の状況によると、東日本大震災の翌2012年をボトムに、東京23区を中心に上昇トレンドを描いている。そうしたなかで、同社は良質なマンションを供給し、右肩上がりでの業績好調を維持しており、その急成長ぶりが注目されている。

2015年3月には東京証券取引所マザーズ市場に、創業からわずか3年9ヶ月で上場。2016年12月には、東京証券取引所市場第1部に指定替えとなった。

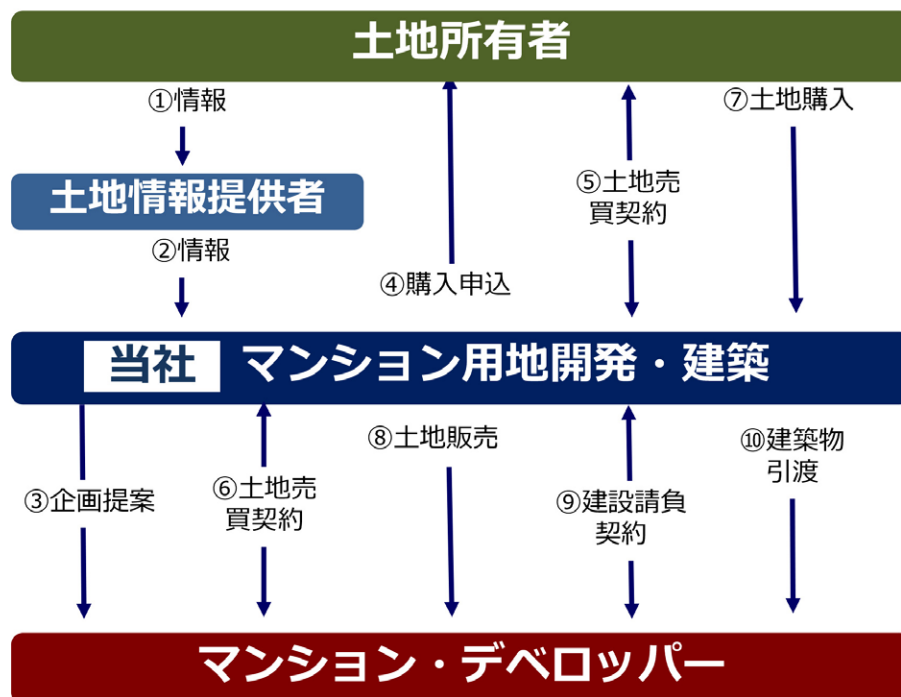
造注方式により収益力がアップ

同社が急成長を遂げた背景に、「造注方式」と呼ぶ事業モデルがある。これは他社に先駆けて、マンション用地を仕入れ、企画、設計を行い事業主に提案、特命で工事を受注して施工し引渡す方式だ。各事業主のニーズに合った事業開発を提案する中で、精度の高い用地情報を幅広く収集して、用地情報の確保から企画提案までを最短10日間というスピードで実現している。

造注方式の具体的な流れは、まず不動産会社や金融機関、土地所有者など、多岐にわたる独自のネットワークを駆使してマンション用地情報の収集を行い、次に、立地特性を最大限に生かせるよう、周辺環境、マーケティング、権利関係、各種法規制等の調査を実施し、クオリティの高いプランを立案する。そして、効率的なプランをベースに適正かつ有効的な建築費の見積りを行い、オリジナルの各種標準仕様を選定する。そうしたプランから事業主に対し、土地代、建築費、設計料等の諸経費をもとに事業収支を作成し、より緻密で正確な事業計画の提案を行う。その上で、事業主の要望を最大限に考慮した建築費の見積りを提示し、工事を特命で受注することになる。

造注方式は、同社が土地を押さえることによって主体的に企画提案を行うことができるため、競争入札で建設工事を受注する場合と比較して契約条件が良くなる。一般的に、建設会社はこうした特命工事の比重をいかに高めるかが、収益向上につながるポイントになるが、同社の特命比率は現状で100%だ。これによって、事業運営の効率化、安定した利益確保が可能となり、創業来の急成長に結び付いてきた。

造注ビジネスの模式図



出所：決算説明資料より掲載

事業内容と沿革

2005年の耐震強度構造計算書偽装事件に続き、2015年のマンションデータ偽造問題など、マンションに不信感を抱かせる事件が生じ、マンションに対する「安全・安心・堅実」が強く求められるようになってきている。これらの問題は、消費者にマンション購入を躊躇させることにつながり、実際、直近でも一時的に業界全体で販売が落ち込んだ。そうしたなかにあっても、同社は着実に受注を伸ばしたが、それは、品質にこだわり、良質で均一な品質維持のための取り組みを行ってきたことと無縁ではない。

同社では、社内で独立した専門部署である安全品質管理室による安全巡回・品質管理に加えて、第三者機関による検査を行うことでダブルチェック体制を整えるなど、安全と品質に対して徹底した姿勢で厳格な管理を実施している。安全品質管理室は社長直轄の独立した部門であり、社員教育や健康管理も含めて、事業の安全を厳しく管理している。

委託契約した第三者機関は、杭や配筋の検査、生コン工場の品質管理体制の確認等、厳しい施工監査を行う。杭の施工では、講習を受けた社員が立ち会い、支持層への到達を確認し、一部の工法を除き支持層のサンプルを必ず全数採取・保管し、竣工時に事業主へ引渡す。また、安全品質管理室は、着工後すぐに建築部と連携し、施工検討会への参画に始まり、各作業所を毎月1回以上巡回して技術支援を行い、安全及び品質管理が正しく行われていることを確認・記録しているほか、業務基準となる「建築施工マニュアル」についても常に内容を検討・改善し、毎年改訂するなど、「安全・安心・堅実」への強い取り組みが、事業主からの高い信頼につながっている。

業績動向

上半期決算は減収ながらも増益に

2018年1月10日に発表した折り返しの上半期となる2018年5月期第2四半期累計(2017年6月-11月)決算は、売上高が前年同期比21.3%減の10,211百万円、営業利益が同2.0%増の1,037百万円、経常利益が同3.1%増の1,030百万円、四半期純利益が同2.4%増の705百万円と減収増益となった。

同社の事業エリアである東京圏のマンション市場は好調に推移しており、新規の受注は引き続き拡大している。2017年12月末時点における受注額は8,909百万円。期初の計画に比べて34.8%増となった。このうち、造注方式による受注額は5,530百万円で計画比42.7%増、全体に占める比率は62.1%で、将来的に高い利益率が見込める状況となっている。

受注の内容は、前期からの持越案件5件のうち4件については、第2四半期までに契約を締結。残り1件については、順調に進んでいながらも、5社によるJV案件であるため、契約までに時間を要するという。一方、新規案件の成約は1件で、現在契約調印に向け調整している。受注のトレンドとしては、大型化が進んでいる。

売上高に関しては減収となったものの、期初の想定値に比べて203百万円プラスとなるなど、目算に狂いが生じた訳ではない。マイナス要因は、土地取引のスポット要因によるものであり、マンション建設自体は引き続き順調に推移している。

業績動向

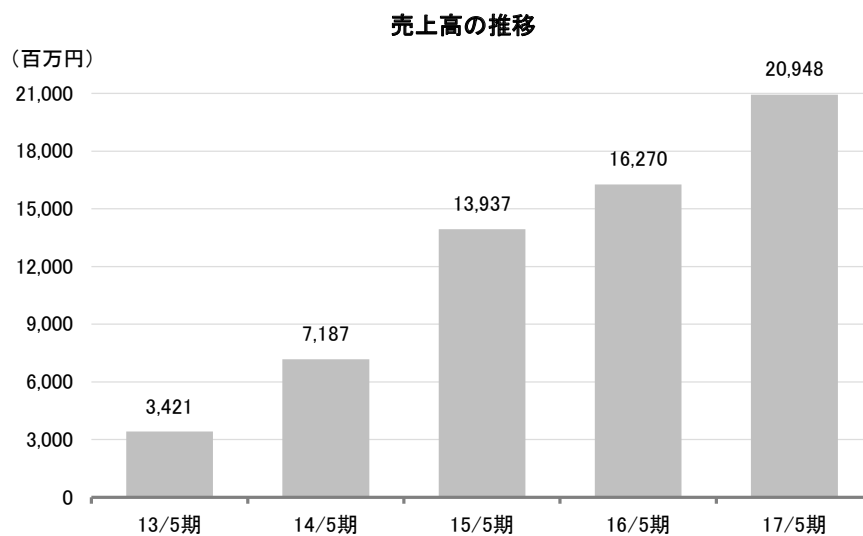
それは利益面に現われており、経常利益は対計画比で291百万円のプラスを確保した。造注方式の拡大や工事の大型化などを背景に、売上高はマイナスとなりながらも経常利益の絶対額は前年同期に比べてプラスとなっている点に着目したい。これまでの受注状況を見る限り、よほどの環境激変でも起きない限り、当面は成長路線を維持するものとみられる。

他方、財務体質も良好となっている。一般的に建設業、不動産業は借入金が多く、他の産業に比べて脆弱なイメージがあるが、同社は公募増資を実施した上に、安定した利益計上によって内部留保の蓄積も進み、自己資本比率は2016年5月期の17.7%から2017年5月期は35.4%まで上昇した。上半期は33.1%で、販売用不動産を除く自己資本比率は41.8%と高い水準を維持している。なお、上半期の他指標は、ROA（総資産経常利益率）が8.3%、ROE（自己資本純利益率）が16.7%となった。同様の理由でキャッシュ・フローも手元流動性も改善している。

2018年5月期通期見通しは期初の想定どおり大幅増益に

受注が順調に拡大したことを背景に2018年5月期業績予想は、売上高が前期比32.1%増の27,667百万円、営業利益が同17.7%増の2,442百万円、経常利益が同18.8%増の2,392百万円、当期純利益が同17.0%増の1,653百万円と引き続き高い成長率を示す。上半期の業績が計画比に対して大きな変動がなかったため、通期の予想の修正を行っていない。

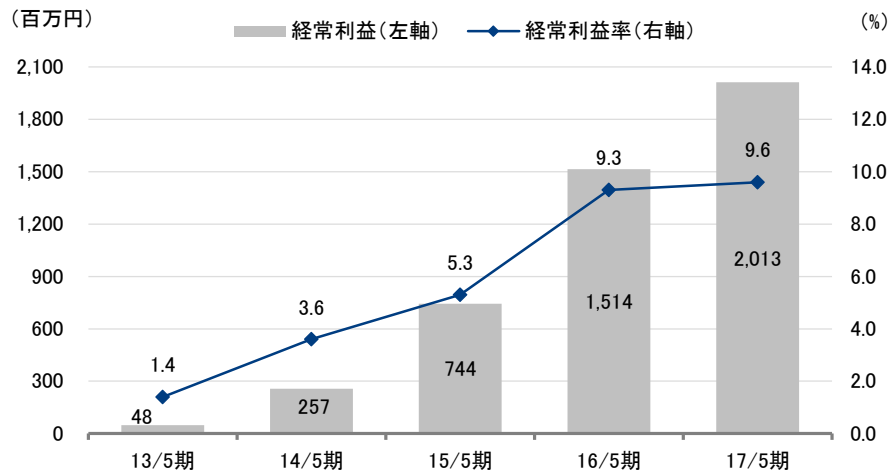
売上高の伸び率に対して、利益がやや鈍く、売上高営業利益率が9.9%から8.8%にダウンするが、これは事業規模拡大に伴う営業費用が増加するためだ。収益環境やビジネスモデルから、なお成長が見込めながら、建設業界で深刻化する人手不足がリスク要因となる。これをいかに解決していくかが今後の課題となりそうだ。



出所：会社資料よりフィスコ作成

業績動向

経常利益と経常利益率の推移



出所: 会社資料よりフィスコ作成

計画には当然のことながら不動産販売も含まれるが、これが不確定要素となる。不動産市況が決して悪い訳ではない。しかし、後述するように、土地の流動性が低下しており、そのためにマンション用地についても読みにくくなっている。

もっとも、マンションの好況は続いており、過去最高となっている受注額、受注残をそのまま写し、工事利益は着実に積み上がっているため、利益面は現時点では想定どおりになることが見込まれている状況だ。受注の見通しに関しても、件数 16 件、受注額 25,603 百万円（前期比 41.1% 増、造注方式案件比率 50.6%）、受注残高 24,146 百万円（同 33.2% 増）といずれも過去最高を大幅に更新する。

業績推移及び業績予想

(単位: 百万円)

決算期	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 (円)
15/5 期	13,937	93.9%	794	196.8%	744	189.4%	492	203.3%	194.35
16/5 期	16,270	16.7%	1,601	101.6%	1,514	103.3%	1,029	108.8%	88.48
17/5 期	20,948	28.7%	2,075	29.6%	2,013	33.0%	1,413	37.4%	112.83
18/5 期 (予)	27,667	32.1%	2,442	17.7%	2,392	18.8%	1,653	17.0%	123.82

出所: 決算短信よりフィスコ作成

土地の手当が当面の課題に

マンション開発において「土地を制する者がすべてを制する」(中村利秋(なかむらとしあき)代表取締役社長)と言われるなかで、同社は本格的に土地開発の専任部隊を置き、良質な土地を確保している。そこにデベロッパーと協調しながら良い建物を建てていく——そうした形で事業を進めているが、現実に造注方式の大元となる建設用地の確保が着実に進んでいる。

業績動向

直近の主だったものでは、東京都新宿区、稲城市などに良質の用地を確保。これらは2018年5月期中に着工する予定となっており、今後の収益計画が達成されるめどが付く要因となっている。

また、健全シニア向けマンションの企画も進行中であるとのこと。高齢化の進展を踏まえれば、シニア向けは将来性が期待できる分野でもあり、今後は1つの分野として力を注いでいく考えだ。また、案件の大型化が進んでおり、こうした点も収益の向上に寄与していくことになるだろう。同時に、造注方式によって、企画提案型案件の増加が受注獲得に拍車をかけそうだ。

大型案件の中には、デベロッパーと共同事業で行うケースもある。これまで、ルピアコート西大宮、ウエリス新宿早稲田の森、ジオ新宿若松町などいくつか実績があるものの、今後もデベロッパーと組む案件が多くなっていくものとみられる。

受注拡大とともに、顧客となる取引先も増加した。2016年5月期は16社だったが、2017年5月期には23社に増えたが、その中には(株)アーネストワン、一建設(株)、NTT都市開発<8933>、日本土地建物(株)、新日鉄興和不動産(株)、三井不動産レジデンシャル(株)、阪急不動産(株)、タカラレーベン<8897>といった大手の著名デベロッパーが多く名を連ねている。現在も新規の顧客との契約が進行しており、今後も取引先が拡大するとともに、ビジネスの幅も広がっていきそうだ。

しかし、懸念材料がまったくない訳ではない。不動産販売が土地の流動性低下を背景に苦戦状態にあるが、同様にマンション用地の確保についても、厳しい環境となっている。

その背景として、2020年の東京オリンピック・パラリンピックに向け、土地の売主が強気となっていることが挙げられるだろう。相続や工場移転など、土地を手放す要因は様々だが、そのいずれも土地の先高期待感から、少しでも高い価格で売却しようとしており、成約に向けてのハードルが上がっている。さらに、購入するデベロッパー側も、マンション業者だけでなく、ホテル業者が強力な壁になっているという。事業の出口を考えた場合に、マンションの方がホテルに比べて採算面から購入価格を高く設定することが可能なため、用地購入を巡ってマンション業者とホテル業者がバッティングした際、価格を高く提示できるホテル業者にさらわれるケースが目立つ。

このように、用地の取得に不透明感が漂いながらも、マンション工事は当面、好調が予想されることから、今後も成長が見込める状況だ。

■ 今後の展望・中期経営計画

1 都 3 県の市場開拓余地はまだ大きい

同社が事業エリアとしている 1 都 3 県（東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県）の分譲マンション建設市場は、杭施工問題発覚後の供給抑制の影響もあって、2016 年の供給戸数は前年より減少し、デベロッパーにとって苦しい状況となった。しかしながら 2017 年は 4 年ぶりに増加した模様。（株）不動産経済研究所によると、2017 年の首都圏のマンション供給は前年比で 0.4% 増加の 3.5 万戸になったという。続く 2018 年も前年比 5.9% 増の 3.8 万戸となる見通しだ。足元の環境は良い。

当面の事業環境について展望すると、大手ゼネコンは、大型都市再開発事業や 2020 年の東京オリンピック関連工事などで持ち手工事が豊富となっており、マンション建設請負に消極的な状況だ。一般的に建設業界においては、全体的に工事が減少すると、大手といえども中小規模の案件に手を伸ばすほか、採算を度外視するような形で受注を獲得する業者も出現するなど収益環境は一気に悪化する。そうした意味で、工事が多い現在は、そのような厳しい状況を心配する必要がない。

同社にとっては、マンション事業における競争が大幅緩和されているほか、2017 年 5 月期時点での施工実績 814 戸は市場シェア 2.28% に過ぎず、市場シェアの拡大余地が大きい。少なくとも開発ラッシュが見込める 2020 年までは、高い成長が期待できる状況だ。

今後のポイントになるのは、より収益力を高めるための大型案件の受注となる。そのため、同社は今後、超高層マンションに力を注ぐ考えだ。同社が事業エリアとする 1 都 3 県では、まだまだマンション建設の開拓余地があるとみられ、超高層マンションを意識する形で、用地取得も駅前の好立地を狙っていく。

福岡支店を開設へ

他方、リスク要因もある。一時期、建設業界を苦しめた資材費の高騰は、このところ落ち着きをみせているものの、開発ラッシュや復興需要からくる慢性的な人手不足は一向に解消する気配がなく、状況によっては、営業費用の増加につながる要因として、人件費の高騰が収益を圧迫する可能性もある。

同社は、その解消策として、ゼネコン、デベロッパーなどとの M&A を念頭に置く。人材育成には時間を要するため、現状では規模に応じた受注を心掛けているものの、必要に応じ M&A による陣容増強に踏み切る。それについてはコストパフォーマンスに留意し、慎重に行っていくとしている。

M&A については、先行き事業エリアを拡大する際のツールとすることが考えられる。基本的に、市場開拓余地がある 1 都 3 県で事業を進めていくが、1 都 3 県以外の地域についても、魅力のある案件がある場合は検討を行っていく。

そうしたなかで注目できるのが福岡支店の立ち上げだ。同支店については、業務を行うための検討をしている段階だが、遠くない日に開設できる見通しだ。会社側によると、福岡支店は九州で人材を獲得するための窓口にすることを目的にしている。

もちろん、リクルートだけではなく、業務も行う。許認可の関係で、当面は建築を外部に委託する不動産会社のような業務となるが、福岡でも造注方式で案件を開拓する。施工の部分を除いた造注システムといったイメージだ。

福岡のマンション市況は、アジアへの玄関口であるこの地域の人口が2038年まで増加が見込まれていることから、将来的なビジネスの展開を踏まえても、ここに支店を開設する意味は大きい。

2020年度を最終年度とする中期経営計画が進行

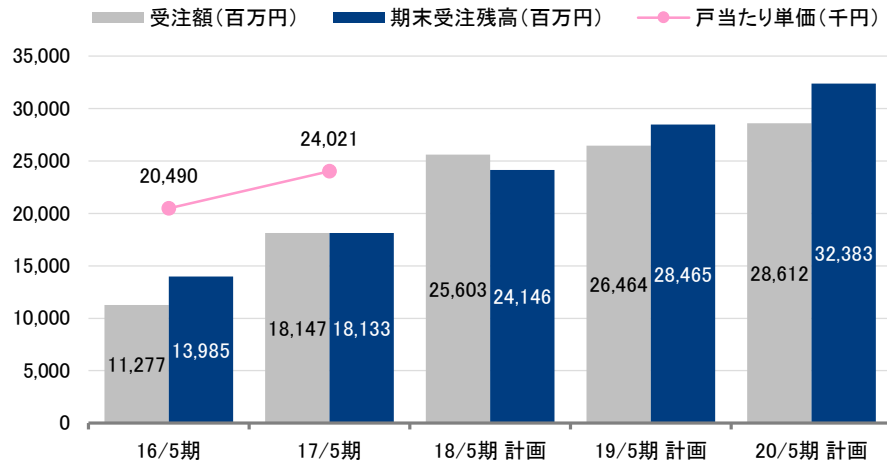
同社は、2018年5月期からの3ヶ年を、引き続き永続的な繁栄を目指すための基盤づくりの期間として位置付け、2020年5月期を最終年度とする中期経営計画を進めている。

計画の大きなポイントとして、1) 東京圏でのシェア拡大に注力、2) 業容の拡大を支える体制の構築、3) 高収益体質の追求——の3点を挙げている。

社歴は浅いものの、着実に実績を上げ、認知度も高まってきたことで、更なる新規顧客の獲得に努めていく。また、業容拡大のためには人材の育成が急務となる。そこで、積極的な採用による人員の拡充や、継続的な教育による全体のレベルアップを図る方針だ。さらに、設計及び工程の段階で効率化を追求する一方、施工品質を保つことによるコスト低減を実現し、規模と同時に収益性を高めていく。

こうした事業運営により、2020年5月期には売上高34,911百万円、経常利益3,167百万円を目指す。また、中期的な定量目標として、収益面においては、完成工事総利益率16%の維持、売上高営業利益率10%への挑戦、財務面においては、自己資本比率40%超、ROA（総資産経常利益率）20%超、ROE（自己資本純利益率）40%超の水準を維持——をそれぞれ目標として掲げている。

受注高/期末受注残高/戸当たり受注単価



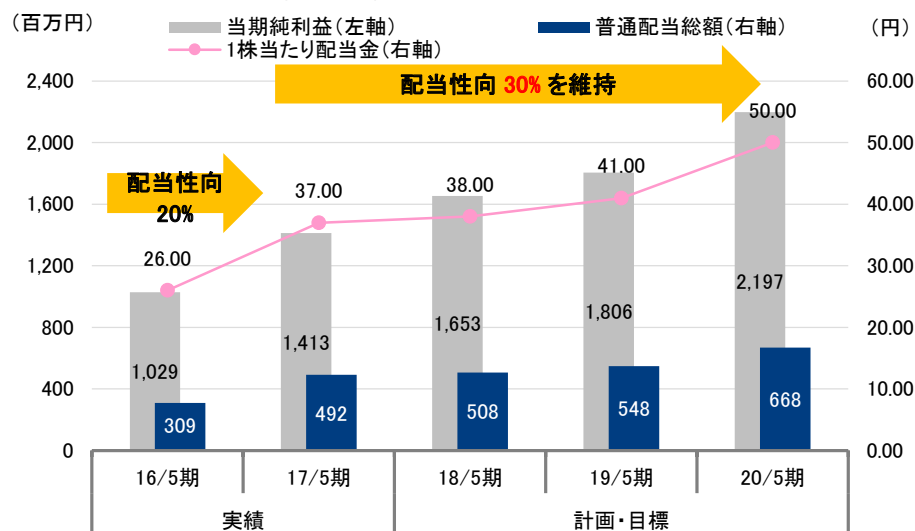
出所: 会社資料よりフィスコ作成

株主還元

配当性向 30% 維持を目標に

同社の配当金は2017年5月期が前期比11円増配の年37円、2018年5月期は前期比1円増配の年38円を見込んでいる。

当期純利益、普通配当総額と1株当たり配当金



出所: 会社資料よりフィスコ作成

株主還元

配当性向は、年26円配だった2016年5月期が29.4%、2017年5月期が32.8%、2018年5月期は見込みどおり実施された場合は30.7%となり、ほぼ30%前後で推移している。

同社側では、今後も配当性向30%を維持する考えだ。ただし、内部留保の状況などによっては、先行き配当性向のアップを検討するという。

さらに、これまで株主還元は配当を基本としていたが、新たに株主優待制度を2016年11月30日から開始した。毎年11月30日を基準に、100単元（1万株）未満保有株主に対しQUOカード1,000円分、100単元以上保有株主に対しQUOカード2,000円分を贈呈。これによって、株主は期末に配当金、第2四半期末に株主優待を受けることができ、個人投資家にとっては投資の魅力が増すことになる。

■ サイバーセキュリティについて

同社は、マンション関連ビジネスと言っても、一般のデベロッパーなどとは異なり、B to Bのビジネスがメインである。そのため顧客名簿が多い訳ではないが、ネットワーク上のセキュリティに関するルールを決め、情報の管理を徹底している。

重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ