

株式会社 **アールシーコア**

アールシーコア

[JASDAQ-S 7837]

CORPORATE RESEARCH

CONTENTS

業 績 動 向	3
T O P I C S 1	9
T O P I C S 2	12
T O P I C S 3	16
会 社 概 要	18
収 益 モ デ ル	20
株 価 パ フ ォ ー マ ン ス と イ ベ ン ト	23
主 要 財 務 指 標	24

アールシーコア [7837]

成長トレンドの中の踊り場 ～感性への訴求は順調ながら、 施工能力がボトルネックに～

リサーチアナリスト

株式会社エヌ・ジー・アイ・コンサルティング

長井 亨

2014年1月7日現在

2013年度上期の営業利益は、半期ベースで過去最高を更新。BESSブランドの浸透、展示場数の拡大に加え、消費税率引上げ前の駆け込み需要が追い風となった。ただし、建設現場での人手不足は深刻化しており、受注の消化は遅れ気味。9月末時点で約7ヶ月分の契約残を残すこととなった。下期も、高い契約残に支えられ、売上は堅調に推移する見通し。通期でも営業利益は過去最高を更新することとなる。

しかし、2014年度は一転、厳しい展開となる。施工能力がネックとなるため、増収ピッチは鈍化する公算。一方、コスト面では建設資材価格の上昇に加え、業容拡大に伴う販売管理費増も継続する。小幅とはなるが、6期ぶりの営業減益となる可能性は小さくないと見る。特に施工能力ネックは新たな課題として急浮上しており、この点が従来想定よりも厳しい見方を採る主因となっている。ただし、2015年度にはそれらネックが徐々に緩和されることを前提に、増益基調回帰を想定している。

注目点は、①第2ステージに入った感性マーケティング、②順調な中期経営計画の進捗、③当面の懸念材料である施工能力ネックへの対応。

同社はログハウスからスタートした自然派個性住宅サプライヤー。オリジナルのBESSブランドを展開し、消費者の「感性」に訴える斬新な手法に定評を持つ。低迷する住宅市場において、過去20年間の平均売上成長率は10%超、直近10年でも売上は1.4倍となっている。ログハウスでも国内最大手。ROEは2012年度12%と住宅業界では屈指。2016年度にはさらにROE18%を目指す。

(本レポートは2013年6月6日付レポートの続編となります)

主要市場	JASDAQ - S
時価総額	5,162百万円
発行済株式数	4,214,400株
52週レンジ	755 -1,470円
PER (会社予想基準)	9.19倍
PBR (実績)	1.37倍
ROE (実績)	12.10%
配当(会社予想基準)	40.00円
予想配当利回り	3.27%
純負債/株主資本倍率	-0.01

業績動向

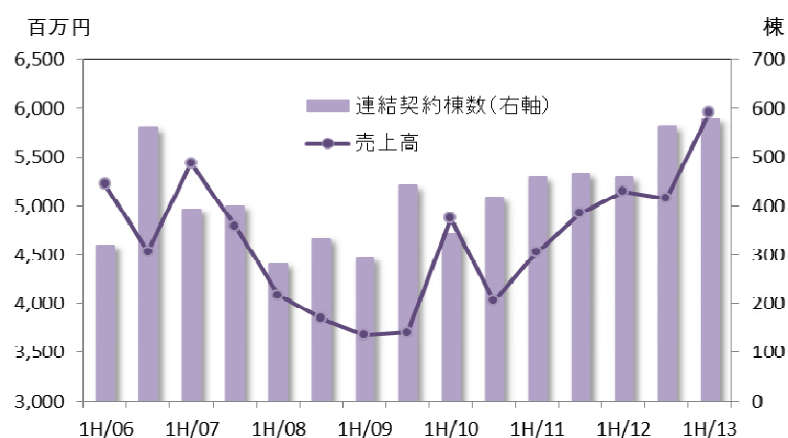
2013年度第2四半期決算:半期ベースでの過去最高を更新

2013年度第2四半期の累計決算(上期決算)は、売上が前年比8.1億円(15.7%)増の59.6億円、営業利益は0.7億円(19.8%)増の4.5億円となった。売上高は半期(6ヶ月)ベースで過去最高。営業利益も4.5億円を超えたのは創業来初めてとなる(これまでは2010年度上半期の4.0億円が最高)。契約棟数は578棟(26%増)と、こちらも過去最高を更新している。

BESSブランドの浸透、展示場の増加、消費税引上げ前の駆け込み需要が売上を牽引。契約残も7ヶ月分積み上がる

増収の牽引役となったのは、大幅増となった成約高(38%増)に支えられた増収効果。これまでのBESSブランドの浸透、展示場数の拡大といった自助努力が結実してきたのに加え、消費税率が翌4月から8%に上昇すると観測(10月に税率引き上げが正式決定)に伴って駆け込み需要も発生。これらが成約水準の押し上げ要因になった。ただし、建設現場での人手不足深刻化により受注の消化は遅れ気味。売上は過去最高となったものの、それでも9月末時点で70.2億円の契約残を残すこととなった。契約残は実に半期売上実績を上回る水準に達している。

図表1:アールシーコアの売上高と成約棟数推移(2006~2013年度)



出所:会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

コスト面では、円安影響を予約でカバー。諸資材高騰もキット化推進などで吸収し、売上総利益率は小幅改善を確保した

コスト面でも、棟数増に伴う効率改善が寄与し、売上総利益率は0.3%ptの改善。建設資材価格の高騰や円安に伴う輸入木材仕入価格の上昇といった逆風はあったものの、部材キット化の加速などによる現場作業効率の引き上げや為替予約によってその影響を吸収することに成功している。売上総利益(粗利益)は、増収に加え、売上総利益率の改善により3.0億円(16.8%)増の20.7億円となった。一方、急激な売上増加に伴って販売管理費の上昇も継続。駆け込み需要などを睨んでの広告宣伝費増や人件費の拡大、さらには直営第2会場となる藤沢展示場の償却負担増もあり、販売管理費は2.2億円(16.0%)の増加を余儀なくされた。売上総利益から販売管理費を差し引いた営業利益は、0.7億円の拡大となっている。

図表 2: アールシーコアの半期別業績トレンド

(百万円)	2009		2010		2011		2012		2013
	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H
売上高	3,678	3,670	4,869	4,028	4,526	4,920	5,153	5,077	5,961
売上総利益	1,151	1,219	1,620	1,409	1,608	1,630	1,772	1,766	2,070
売上総利益率	31.3%	33.2%	33.3%	35.0%	35.5%	33.1%	34.4%	34.8%	34.7%
営業利益	71	126	407	180	373	290	378	311	452
営業利益率	1.9%	3.4%	8.3%	4.5%	8.2%	5.9%	7.3%	6.1%	7.6%
経常利益	37	146	415	176	356	291	343	334	456
当期利益	-6	80	226	164	162	136	207	189	283

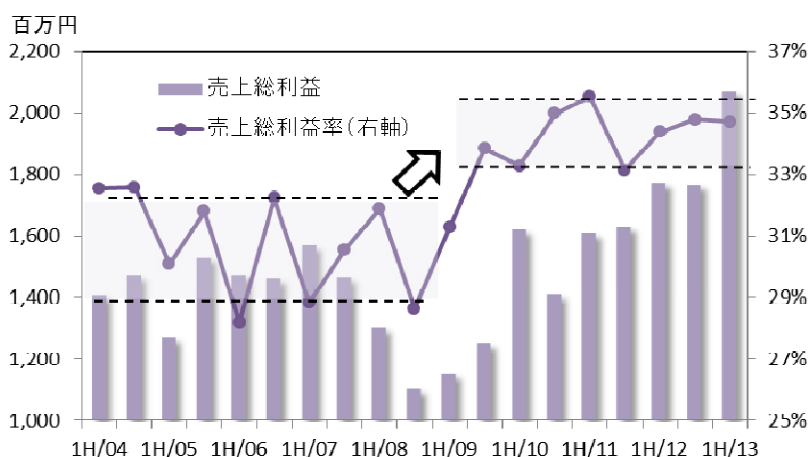
中間配は2円増の16円。年間は40円を想定

営業外収支では、0.4億円の改善。前年にあった為替差損が今期は差益となった他、支払手数料の大幅減少などが寄与した。税金支払い後となる当期利益は0.8億円(36.8%)増の2.8億円。大幅増益を受け、中間配当は前年比2円(株式分割考慮後での比較)増の16円、年間では40円配(期末に24円)を計画している。

時系列を見ても、リーマンショックを機に売上総利益率は水準が一段上昇

なお、半期別に見た同社の売上総利益のトレンドは下図の通り。リーマンショックのダメージが大きかった2009年度を底に、売上総利益は拡大基調にあることが確認できる。これは売上規模そのものが増加しているのに加え、売上総利益率も2008年以前に比べて概ね3%pt程度水準を上昇させていることによる。売上の拡大は、感性マーケティングを軸とした積極的な広告宣伝、展示場の設置に伴うBESSブランドの浸透が寄与したもの。売上総利益率の上昇は、棟数増に伴う効率改善、さらに2012年度までは折からの円高による輸入木材仕入価格の低下が寄与したものと推定される(年間1円の円高(対米ドル、ユーロ、加ドル)で概ね1,000万円程度の利益寄与)。

図表 3: アールシーコアの売上総利益推移(2004~2013年度)



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

諸資材価格高騰の影響を吸収した手腕は高く評価されて良い。これらのノウハウがさらに蓄積されれば、一層の効率改善余地も期待できる

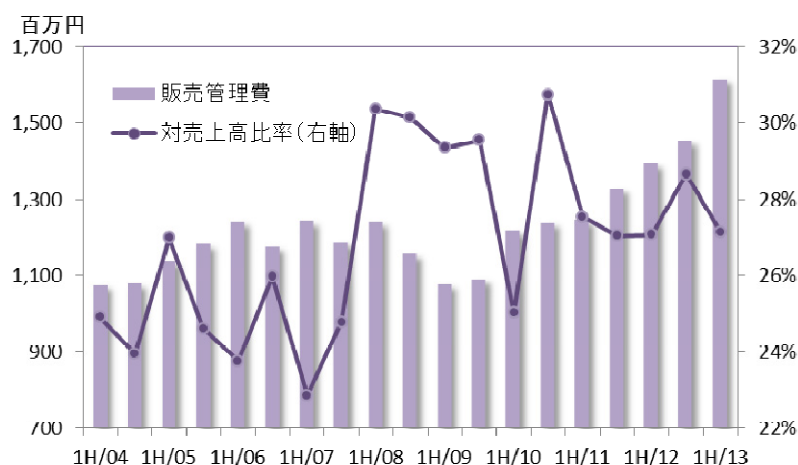
販売管理費も先行投資重く増加基調は変わらず。しかし、その効果である売上増(売上総利益増)で吸収できる範囲に綿密に制御されている

しかし、為替が円安に転換した2013年度上期も、同社の売上総利益率は高水準を維持している。為替予約により円安の影響が緩和された面はあるものの、人手不足や建設諸資材価格上昇の影響までも吸収している点は注目に値しよう。これは内部努力や棟数増による効率改善の寄与が相当大きいということに他ならない。部材キット化・プレカット化の加速はその一例ながら、年間1,000棟を超える成約水準に達したことで(販社を含めた)「規模の経済」が効きやすい事業サイズに到達した可能性がある。2012年度後半からの円安や諸物価高騰といった逆風がこういった経営効率化を急がせた面もある。その効果は比較的早期に、かつ大きな規模で発現してきたものと思われる。このことは、今後さらにノウハウが蓄積されれば、一層の効率改善余地が出てくることを示唆している。

同様の傾向は、販売管理費のトレンドを見てもうかがえる。実は、販売管理費もリーマンショック後の2009年度をボトムに増加傾向が鮮明である。これはBESSブランドの広告宣伝や業容拡大による人件費といった先行投資負担が増加しているため。かつて同社は、2005～2007年度に(販社を含めての)広告宣伝が結果的に抑制された結果、リーマンショックの発生前から受注減少を招く事態を経験したことがある。この時の反省から、成約水準が過去最高を更新する中ではあるものの、気を緩めることなく先行投資を続けている姿勢が確認できよう。

しかも、それでも最高益の更新に至っていることを見れば、これら先行投資による利益圧迫は、その効果である売上増(売上総利益増)でうまく吸収されているということもうかがえる。すなわち、同社の収益構造は先行投資とその成果がうまくバランスされた状態にあると言えよう。当然ながら、このバランスは偶然の産物ではなく、売上動向を見据えたうえで経営陣によって意識的に作り出されている可能性は大きい。実際に売上高に占める販売管理費の割合は、リーマンショック後の挽回局面では30%を超えた場面もあったものの、直近は27%程度でほぼ安定している。コスト増となる販売管理費の上昇ピッチは急ながら、決して過度に悲観的に捉える必要はなく、むしろ綿密に制御されていると考えられよう。

図表 4: アールシーコアの販売管理費推移(2004～2013年度)



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

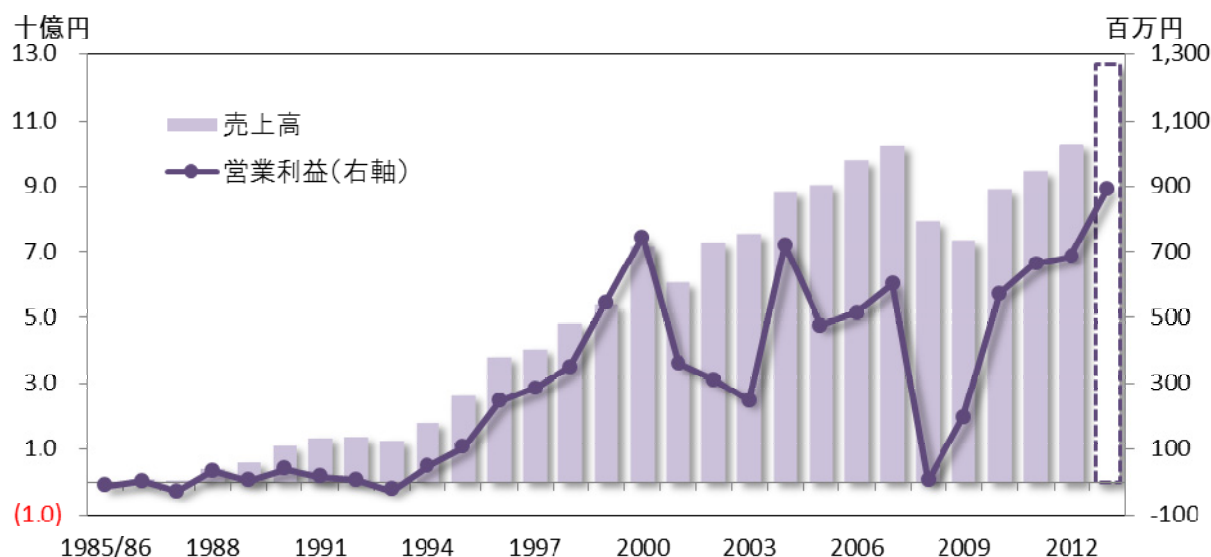
2013年度下期見通し:上期に続いて史上最高益を更新へ。施工はフル操業が継続しよう

2013年度下期については、売上で13億円(25%)増の63億円、営業利益は1.7億円(54%)増の4.8億円を予想。上期に続いて過去最高益を更新する見通し。大幅増収となるのは、高水準の受注残が順次消化されてくるため。施工はほぼフル操業状態が継続することとなるが、このことは逆に、現有の施工能力においてはこれ以上の売上拡大は見込み難いということとなる。ただし、成約棟数は1.4%増の572棟にとどまるとの前提を置く。先行指標となる展示場への新規来訪者数は順調な伸びを見せてはいるものの、消費税引き上げを睨んだ駆け込み需要一巡の影響は吸収できないと考える(住宅の場合、9月末までに契約を終えていた場合、完工時期が税率引き上げ後となっても旧税率が適用される)。なお、期末の想定展示場数は45拠点。拠点数の拡大効果は期待できるものの、成約数で目立った貢献をするには未だ至らないとの見方を採った。

ただし、損益面ではコスト上昇が影響。増収効果もかなり減殺を余儀なくされる

一方、損益的にはコスト上昇がじりじりと影響してくる。まず、為替予約効果が薄れてくることで、円安による仕入原価の上昇が漸増してこよう。さらに、建設用諸資材、人手不足による外注費用の上昇も継続する見通し。販売管理費でも、業容拡大に伴う人件費増を中心に2.3億円程度の利益圧迫要因となる見通しである。これに対し、部材のプレカット化による工程数削減などでコスト抑制を推進。フル操業継続による数量効果も加わり、売上総利益率はほぼ前年並みの水準を維持すると想定する。営業利益段階では、増収効果で上記コスト上昇を吸収し、前年比1.7億円の増加を予想する。経常利益は前年比1.5億円増の4.8億円、当期利益は同0.8億円増の2.7億円となる見通し。なお、予想営業利益率は7.5%、売上総利益率は34.7%を想定している。

図表 5: アールシーコアの長期業績トレンド



2013年度は会社予想

注: 1987年度は8ヶ月の変則決算。それ以前は7月を決算期末としており、上図では1985/86(=1986/7決算)と表示している。

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

2013年度通期では、従来見通しを上方修正

上期実績と併せた通期ベースでは、売上が123億円、営業利益は9.3億円となる見通し。成約棟数前提は1,150棟である。なお、従来予想においては(2013年6月6日付レポート)、売上を122億円、営業利益を8.5億円としてきた。これとの比較では売上、営業利益ともに増額修正。特に、利益見通しを大きく引き上げたことになるが、これはプレカット化・キット化による工程数削減効果が予想以上に寄与していることを反映させたことによる。成約棟数前提は従来想定を据え置いている。

会社見通しとの比較では利益面でやや楽観的なスタンス

ちなみに、会社側の見通しは売上が127億円、営業利益は8.9億円。成約棟数は1,200棟としている。この見通しに対しては、売上や成約については保守的な見方にあるものの、損益面では楽観的なスタンスとなる。売上・成約に関しては、施工能力の限界による工事の遅れや駆け込み需要の反動を慎重に見たことが主因。損益面ではコストコントロールが想定以上に寄与していることを織り込んだことによる。

2014年度見通し:小幅ながら6期ぶりの営業減益を予想。施工能力ネックで売上の伸びが鈍化する一方、コスト上昇が影響

2014年度については、売上で10億円(8%)増の133億円、営業利益は0.3億円(3%)減の9.0億円を予想する。成約棟数前提は7%増の1,230棟とした。2014年度は総じて厳しい一年と想定する。売上の伸びは、受注残の消化進行に伴うもの。ただし、施工能力ネックからこれ以上の大幅な伸びは期待し難いと考えた。新規展示場の売上貢献も期待できようが、成約に要する時間を考えれば、売上寄与は限定的と予想する。BESSの人气が高まる中、この施工ネックは同社にとっても新たな課題として受け止める必要が出てきたように思われる。そして、増収ピッチが鈍化する中、損益面ではコスト上昇がフルに影響。想定売上総利益率は33.1%と、2013年度予想に対し1.7%ptほどの低下を余儀なくされよう。ただし、それでも売上増により売上総利益段階では増益基調を維持する見込みである。一方、販売管理費では、宣伝費や人件費などの戦略的必要経費が引き続き増加。賃借料などの抑制を見込むものの、販売管理費全体でも増加は不可避と見る。営業利益段階では、売上総利益の増加分を販売管理費増加が打消し、小幅ながらも6期ぶりの減益に転じると予想する。想定営業利益率は6.8%。

配当は35~40円を想定

ちなみに、経常利益は4%減の9.0億円、当期利益は4%減の5.3億円となる。予想一株当たり利益は128円。配当は、①過去10年間の平均配当性向が約30%である、②同社は配当方針としてDOE(連結純資産配当比率)4%程度を目標に置いている、ことから、35~40円を予想する。

再度の消費税増税は予想に織り込まず。増税があれば、下期には駆け込み需要が発生しよう

なお、この予想では2015年10月に計画されている再度の消費税率引き上げ(8%から10%)の影響を織り込んでいない。これは8%への税率引き上げの影響次第では実現の可能性がかなり不透明になると考えたため。したがって、仮に10%への引き上げが当初のスケジュール通りに決定した場合は、この業績予想にも修正を加える必要が出てくる。具体的には、消費税引き上げ前の税率が適用される期限となる2014年度下期には相当の駆け込み需要が出てくる可能性がある。施工能力や契約時期を考えれば、売上への直接寄与は限定的となる

従来見通しとの比較では減額修正。施工能力ネックなどを懸念

ものの、成約棟数は大幅に想定を上振れることとなろう。従来見通しとの比較では、売上で7億円、営業利益で2億円の減額修正。主としてこれは、①施工能力ネックが当初想定以上に深刻化していること、②円安の影響や建設諸資材の価格上昇が想定以上となりつつあること、を予想に織り込んだことによるものである。同時に、成約棟数前提も70棟、下方修正した。これは、今回10%への消費税率引き上げの影響を除いたため。展示場拠点数(期末は48拠点を想定。従来は45拠点の前提)を引き上げたことはプラス要因としながら、駆け込み需要の影響はそれ以上のインパクトになるとの見方にある。

しかし、2015年度は増益基調に回帰へ

2015年度については、売上で9億円(7%)増の142億円、営業利益は2.0億円(22%)増の11.0億円を予想。成約棟数前提は7%増の1,320棟である。調整局面となる2014年度から一転し、2015年度は再び増益基調への回帰を想定する。売上の伸長は、これまで通り高水準の受注残に支えられるうえ、新展示場も通期で貢献するとの見方による。ボトルネックとなっている施工能力も合理化や工程数削減などが寄与し、徐々に改善が図られていくとした。

損益面でも、資材価格の上昇は継続しようが、円安影響の一巡、合理化の進展などで吸収。売上総利益率は0.4%pt改善の33.5%と想定した。売上総利益は増収、利益率改善で3.5億円の増益となろう。営業利益段階でも、販売管理費の増加は継続しようが、売上総利益の拡大で吸収。2期ぶりに過去最高利益を更新する見込みである。経常利益は22%増の11.0億円、当期利益は23%増の6.5億円となろう。予想一株当たり利益は157円となる。

主たるリスクは3点

主たるリスク要因としては、①消費税引上げ後の影響、②為替や建設諸資材の価格動向、③施工能力の上方弾力性、を挙げる。このうち、①、②は環境要因であり、自助努力をもってしても回避は不可能な事象。とはいえ、既にプレカット化の推進で工程短期化に注力するなど、自社でできる準備・対応は着々と進められている。リスクではあるものの、コントロールできている状況にあると判断する。一方、③はBESS事業の抱える内的要因。こちらは直近で課題として浮上してきたもの。まだ先手を打って対応しているという状況にはない。ここでは徐々に緩和されてくるとの見方を採ったが、その動向はしばらく要注意であると言えよう。

TOPICS 1 : 感性マーケティングは第二ステージへ

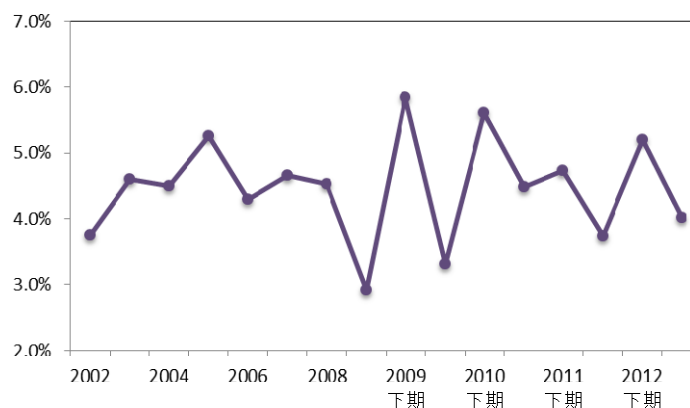
BESS 事業における最重要キーワード:「好きになってもらう」試みは…

…うまく機能。感性への訴求を武器に一般住宅に比べて高い効率を誇る

「感性マーケティング」は、BESS 事業における基本思想であり、最重要のキーワードである。「楽しむ」という BESS のコンセプトは、「相対的優位性」で消費者の理性によって訴えるのではなく、「絶対的嗜好性」で感覚的に満足してもらうことが不可欠。この消費者の感性に訴えようというのが感性マーケティングであり、これによって BESS 商品を「好き」になってもらうのが狙いとなる。

そして、このアプローチはうまく機能しているといつてよい。年間成約棟数を展示場への新規訪問組数で除した成約率は 2013 年度上期で 4.0%。過去 10 年を見ても、4~5% で安定している。住宅業界における通常の成約率がおおよそ 3% 程度との指摘もあることを考えれば(2001 年 7 月日経産業新聞)、成約率はかなり高い(効率が良い)といえることができる。営業員一人当たりの年間契約数も 8.0 棟と、一般住宅の 4.5 棟を大きく上回っている(2012 年住宅産業研究所)。また、同社の調べによると、BESS 購入者の実に 60% 超が「他のハウスメーカーと比較検討することなく、BESS を決めた」としており、また、やはり購入者の 60% 超は展示場来訪時には「住宅購入の具体的な計画がなかった、あるいは未検討の状態」で展示場に来訪したと回答している。感性への訴求は非常に大きな効果を生んでいる様子がうかがえよう。

図表 6: アールシーコアの成約率(2002~2013 年度)



注: 成約率=年間契約数/展示場新規来訪者。2009 年度以前は年間の成約率

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

図表 7: 一般住宅との比較

	アールシーコア	一般住宅平均
成約率	4~5%	約 3%
営業員一人当たり年間契約数	8.0 棟	4.5 棟

注: 2012 年度実績。一般住宅成約率は 2001 年。

出所: 会社資料、日経産業新聞、住宅産業研究所よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

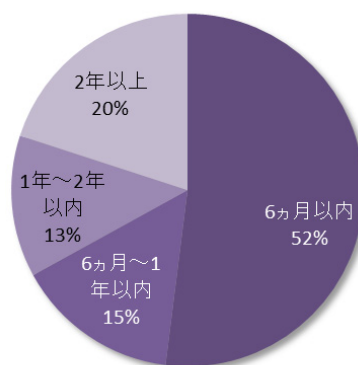
しかし、顧客の購入決断を後押しする事象には欠けるのが弱点

とはいえ、一段の業績拡大を狙うならば、①展示場の数を増やし、潜在顧客層に訴求するルートを広げ、②既存展示場においては、(既に高水準にはあるのだが)成約率を一層引き上げる、ことが求められる。中期経営計画において、展示場拠点の拡充、営業員の増加・強化を図るとしているのは、まさにこのためである(後段で詳述)。このうち、人員増や展示場増といった物理的な仕組みは、クオリティの維持や時間軸の制限といったハードルはあるものの、達成そのものは十分可能であろう。しかし、成約率の引き上げは、如何に顧客に購買行動を起こしてもらうか、という点がポイントであり、これらは如何に物理的の仕組みを擁しても達成可能かどうかは予測できない領域となる。しかも、顧客の価値判断が「好き」であるため、一般住宅のように機能性などのアピールが効果を持つわけでもない。感性への訴求は共感を持つ顧客から強い支持を得ることができるものの、成約に際して顧客の決断を後押しできる具体的な事象にはやや事欠く構造にあると言えよう。

これは、成約までに時間がかかるということでもある

これは、「成約まで時間がかかる」ということでもある。アールシーコアの調査では、20%の顧客が展示場への初回来訪から成約まで2年以上を要しており、1年超(2年以内)を要したケースも13%あるとしている。しかし、このスタイルには「成約まで時間がかかる」という弱点もある。そもそも住宅購入計画のない(あるいは希薄な)顧客が主体であることを考えれば当然ではあるものの、一般的には成約が展示場来訪からおよそ半年以内とされることと比較すると、やはりかなりの時間を要していることは間違いない。

図表 8: BESS 契約客の初回展示場来訪時からの成約期間(2012 年度)



出所: 会社資料

経営陣もこの弱点を認識。後押しできる具体的なイメージが湧く「物語展開」を提案

この「感性」マーケティングの弱点については、同社経営陣は十分認識している。投資家向け説明会でも言及しており、一段の成約数拡大に向けて既に危機感を持って臨んでいることが確認できる。現在、同社が顧客への後押しとして注力しつつあるのが、「物語(ストーリー)展開」。単独展示場において BESS による「スローライフ」を具現化したうえで、何がしか身近な切り口(デザイン、設備など)を核に、BESS ライフ(のストーリー)をより現実的にイメージさせようというものとなる。これまで提示された切り口の具体例としては、薪ストーブ、洗練された土間、

「面白い」家具・備品といった遊びゴコロ溢れるガジェット、など。今後もこういった切り口の提示で顧客の後押しを図っていく模様である。

これらには確かに効果的な「後押し」効果が期待できよう。実際、長年手掛けてきた薪ストーブは直近の契約者の過半が設置を希望するなど、既に顧客には「暮らしを楽しむ」手段の一つとしての認識がかなり浸透している。これらが顧客の購買行動へふんぎりをつけるケースは少なくないと想像される。

BESS 商品による「物語展開」

薪ストーブライフ



遊びゴコロ溢れるガジェット

薪ストーブライフ



土間ライフ



写真提供：アールシーコア

しかし、これで十分ではなく、議論の余地はまだ残る

しかし、ではこれで準備万端かと言えば、まだ議論の余地があるようにも思われる。例えば、質的にはストーリーを示唆する切り口が実際にどれだけ顧客の後押しをできるのか、量的には顧客の琴線に触れるような切り口をどれだけ用意できるのか、などはまだまだ読み切れない要素が多々あるように思われる。これらは少しずつストーリー展開の成果を検証し、改良・改善を加えていくことになる予想する。

さらなる成約率引き上げは業界としても未体験ゾーンへの挑戦となる

そもそも、成約率のさらなる改善は決して容易ではない。同社の成約率は業界平均を優に上回っており、競合相手から見れば「驚異的な水準」に既にある。そこから水準をもう一段引き上げるというのは、業界にとって全くの「未体験ゾーン」への挑戦ということになる。実現が疑問視されても当然の領域とも言えよう。しかし、これをクリアできれば、BESSのブランドは他社の模倣や追随を許さない圧倒的な存在となる。「ストーリー展開」などによる一段の効率向上の可否は、同社が中期計画で目指す「異端でメジャー」という立ち位置を確固たるものにするかどうかのカギを握るものとなる見通しである。

TOPICS 2 : 中期経営計画とその進捗～営業員と受注単価に注目

「異端でメジャー」

現在、同社は2012年策定の中期経営計画「『異端でメジャー』ステージアップ5か年計画」の途上にある。ターゲットは、BESS商品の個性深化や「BESS流スローライフ」の提案拡充などをテコに、2016年度の売上高を180億円、営業利益率を8%、ROE18%を目指すというもの。『異端でメジャー』というのは、住宅業界においてはメリハリの効いた経営展開で「異端」を標榜する一方、異端ながらも感性を一にする強力なファン層を持つことで市場からも一目置かれる存在を目指す、という意思表示である。

営業拠点の拡充、リノベーションへの参入などを展開

計画達成への具体的な施策は、①「もう一つのBESSの暮らし」を実現するリノベーション事業への参入、②工事トラブルから顧客を保護するエスクロー制度（工事請負代金の第三者預託制度）の導入、③営業拠点・基盤の拡大・強化、の3点。このうち、既にリノベーション市場への参入、及びBESS商品へのエスクロー制度導入はスタート済となっている。最重要施策であるBESS営業拠点の拡充と営業員の増強も、2013年1月の神奈川県藤沢市の直営展示場開設を皮切りに、2013年度末には45拠点、155人までの拡大が進む予定である（計画では50拠点、250人を目指す）。ただし、2016年度（計画最終年度）にその効果をフルに顕在化させるには、これらの新たな仕組みは概ね2014年度までに完成のメドをつける必要がある。そういった観点では、2014年度は消費税増税の反動の影響と同様、中計達成に向けての施策の進捗が問われる一年となる見通しである。

図表9: 中期経営計画の数値目標

(百万円)	2011年度 実績	2012年度 実績	2013年度 上期実績	2013年度 会社計画	2016年度 目標	2011/ 2016比較
売上高	9,446	10,230	5,960	12,700	18,000	+90.6%
営業利益率 (営業利益)	7.0%	6.7%	7.6%	7.0%	8.0%	+1.0pt
ROE	10.1%	12.1%	15.5%	14.0%	18.0%	+7.9pt
営業拠点数	37拠点	38拠点	39拠点	45拠点	50拠点	+13拠点
期中平均営業員数	115人	129人	135人	155人	250人	+135人
新規来場組数	20,084組	23,149組	14,326組	26,500組	33,000組	+約13,000組
単体成約棟数	911棟	1,018棟	565棟	1,173棟	1,900棟	+989棟
一拠点当たりの営業員	3.4人	3.4人	3.5人	3.4人	5.0人	+1.6人
一拠点当たりの新規来場組数	543組	609組	735組	589組	660組	+約120組
一拠点当たりの成約棟数	27棟	28棟	29棟	26棟	38棟	+11棟
営業員一人当たりの新規来場組	174組	179組	208組	171組	132組	-約40組

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

展示場開設ピッチなど中期経営計画の施策は、これまでのところ順調に深淵

これまでのところ、進捗は順調と言えよう。拠点当たりの新規来客数は、消費税前の駆け込みもあり、中期経営計画目標を大きく上回る水準にある。最も重要な BESS 営業拠点(展示場)の拡充については、2013 年度上期末時点で開設済が 39 拠点、開設予定も 5 拠点が決まっている。さらに開設予定の上乗せも急いでおり、特に既存販社による拠点複数化については、アールシーコアより資金面での支援も視野に入れつつある。こういった積極策の継続により、早ければ 2014 年度中にも目標の 50 拠点到達が見えてくるものと予想される。順調にいけば、2016 年度にはこれらの運営が軌道に乗った状態で中期目標に貢献することとなる。

しかし、営業員数と単価の動向には要注目

そういった中、営業員数と受注単価の動向は要注目であると考え。詳細は以下に示す通り。

① 営業員数の増強ピッチは遅れ気味。計画達成に寄与するにはかなり窮屈な状態

営業員数の拡大に関しては、拠点の拡大が順調であるのとは対照的に、そのピッチはやや遅れ気味となっている。2013 年度平均では 155 人程度にとどまる予定であり、目標の 250 人には未だ 100 人弱の増強が必要ということになる。もちろん、未だトレーニング中で戦力としてカウントされていない営業員まで含めるとその数はもっと縮小すると思われるものの、それでも余裕がある状況とは言い難い。しかも、2016 年度の中計最終年度には営業員の増強効果がフルに寄与できる状況とするためには、少なくとも 2015 年度早々には現場への配属を終えておきたいというのが現実であろう。とすれば残り時間は 24 ヶ月そこそこしかなく、スケジュールはかなり窮屈になりつつあると言わざるを得ない。そもそも如何に BESS が感性に訴える商品であるとしても、購入を検討する顧客にきちんとした対応するには相応の数の営業員は必要不可欠である。営業員数が想定に達しなければ、展示場によっては営業員が不足し、成約率の上昇はおろか維持も難しい状況となるリスクを孕むこととなりかねない。

図表 10: BESS 事業の展示場数と営業員数の推移(2002~2013 年度)



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

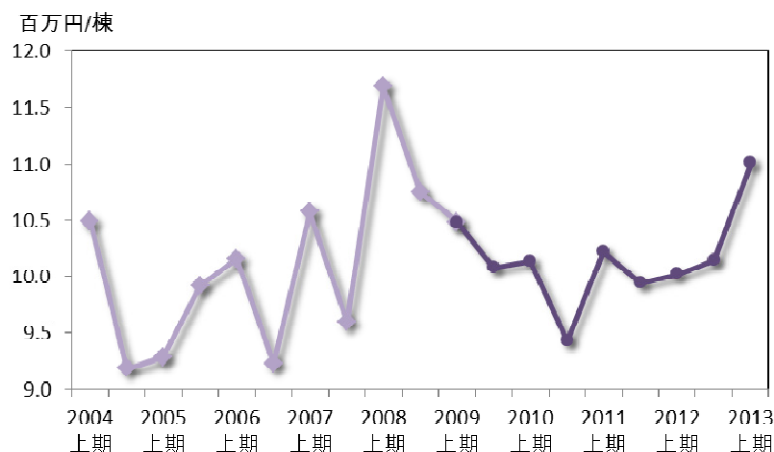
増強ピッチの加速はあろうが、営業員の展示場間での融通など想定未達となった状況への対応策も用意しておくべき

② 受注単価は急上昇し、比較可能な期間では最高値を更新

当然、同社及び販社は営業員の採用強化を急ぐこととなる。しかし、営業員拡大は中期経営計画を策定した2012年より注力は相当にきてきたはずであり、採用強化後も成果を得るまでにはリードタイムを要する以上、(中期経営計画に有効な時間軸での)挽回は徐々に難しさを増しつつあると思われる。とすれば、結果として営業員不足という状態が発生するリスクを完全に否定することはできない。リスク対応として、これに対してある程度の対策・対案を用意しておく必要性は増してきているのではないかと考える。具体的な対策としては、比重が高まるであろうOJT(現場での実地訓練)に注目した販社間での柔軟な営業員の融通や優秀な営業員の派遣、さらには成功している販社のノウハウ移築などを挙げる。これらは既に複数拠点を擁する販社ではそれに近い運営がなされつつあるが、それをBESS販社網全体にまで昇華できないかというもの。販社はそれぞれ独立した法人であるため、これらをシステムとして実現するのは容易でないが、BESSの仕組みとして構築しておく意義は小さくないと判断する。

同時に、受注単価にも変化の兆しが見える。2013年度上期の平均受注単価は一棟当たり約1,100万円と、その直前期に比べて10%近い上昇を示した(一棟当たり単価が1,000万円前後というのはあまりに安く感じるが、これは土地代が含まれておらず、かつ販社向けでは施工・工事を伴わないキット販売分が主体であるため。施工を含めた平均の元請価格はおよそ2,300万円程度である)。この水準は、同一基準で比較可能な期間を通じて、最も高い受注単価を更新するもの。これは、単純に考えてもかなり劇的な変化であると位置づけられる。

図表 11: BESS 商品の国内一棟当たり受注単価推移(2004~2013 年度)



注: 2008 年度以前は北米を含む連結ベースであり、それ以降とは厳密には連続していない
出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

確たる要因は不明ながら、直販・BPの売上比率増に加え、オプションの浸透も寄与した公算は大

この単価急上昇の確たる背景・要因はまだ不明ながら、考え得るシナリオは、①施工・工事費が加算される(すなわち、単価引き上げに繋がる)直販及びBESSパートナーズ(BP)の売上比率増(約2%pt)、②床面積の広い大規模案件などの出荷が集中したことによる売上構成の変化、③薪ストーブやガジェットなどの「オプション」契約が押並べて増加したことによる実質単価の上昇、の3つ。理論

上「単純な値上げがあった」ケースもあり得るが、そうであれば、売上総利益率に大きな変化が生じていなければならない。実際にはそういった変化が認められない以上、上記三要因の寄与といった可能性に絞られよう。

しかし、②の「構成変化」については、(a)BESS商品の売れ筋が都市型スローライフを想定した個性住宅(ワンダーデバイス)である傾向に変化はなく、(b)都心での土地取得の難しさは緩和していない、といった状況を勘案すると、大きな寄与があったとは想定し難い。また、①の「直販・BPの売上比率増」はその寄与が明らかでないものの、これだけで10%近い単価上昇を説明することもできない。すると、①に加え、③の「オプションの寄与」もまた単価上昇に少なからず貢献していると推定されよう。そしてこれは、TOPICS1で指摘した感性マーケティングの第二ステージとなる「物語展開」への注力が始まった時期と一致している。

**単価水準の上昇が定着すれば、
中期計画目標への確度は上昇
するうえ・・・**

もちろん、単価上昇を「物語展開」の成果が早くも奏功したものと断じるのにはまだ早計であろう。もう少しデータを検証し、単価が高水準を維持できるかどうかを見極める必要がある。しかし、仮にこれが基調として定着するものとなれば、中期経営計画の売上目標(180億円)達成への確度は高まることになる。具体的には、現計画はこれまでの平均である単価1,000万円程度を前提とすると、達成には1,800棟前後の出荷・完工が必要ということになるが(成約目標数は1,900棟だが、成約から売上には時間差があり、これとは一致しない)、平均単価が1,100万円にまで跳ね上がれば、成約数は1,650棟程度で売上目標に到達できることになる。利益率においても追い風となるため、1,800棟に至らずとも、利益面での目標の達成は射程距離に入ってくると予想する。

**・・・営業員確保への時間的猶予
も稼ぐことが可能となろう**

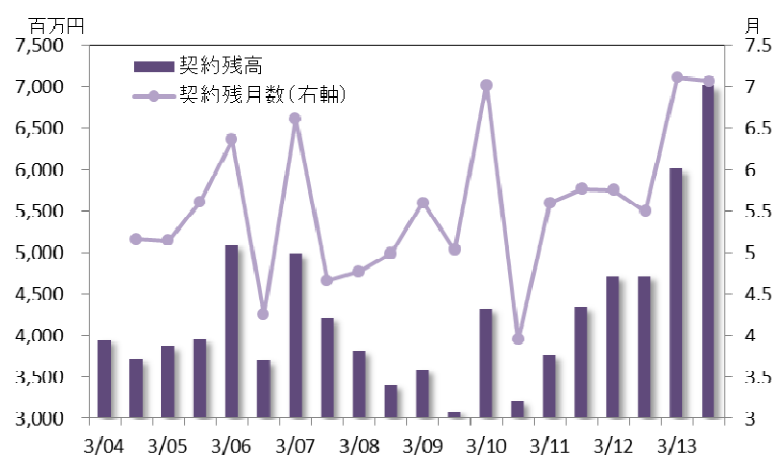
さらに言えば、このことは遅れ気味である営業員の確保にも余裕を与えることにも繋がろう。「好き」になってもらう感性マーケティングにおいては、魅力ある商品の提示と同等の重要さで、対面する営業員の姿勢やBESSへの理解度、顧客対応力が問われる。営業員の拡充を急ぐあまり、トレーニングの十分でない人員を配置してしまえば、印象面でむしろ足枷となってしまうかねない。しかし、単価上昇によって目標到達のハードルが下がることになれば、その分、営業員のトレーニングを入念に行う時間を確保できることになる。これは、将来に年間成約数を1,900棟、延いては2,000棟超を目指す場合には強力な武器となるはず。単価の上昇は収益のみならず、そういった営業力を整える貴重な時間を稼ぐことにも貢献すると期待できよう。当面は単価水準が基調として維持できるのかどうか、が大きな注目点となろう。

TOPICS 3 : 課題としての施工能力の弾力性確保

BESS 事業における最重要キーワード:「好きになってもらう」試みは…

一方、当面の懸念材料は、人手不足を背景とした施工工事の遅れとなる。既に施工状況はフル稼働状況にあるものの、契約残は70億円(月商7ヶ月分)を超える規模にまで積み上がっている。契約残の増加はビジネスの安定性をもたらすために本来は歓迎すべきもの。しかし、現実問題としては感性マーケティングで消費者への訴求が成功しても、施工能力の限界がボトルネックとなり、その需要を処理できない状況、売上の伸び難みとなりつつある。これ以上の受注残の増加があれば、以下の3つのデメリットが顕在化しかねないことを危惧されよう。

図表 12: BESS 商品の契約残高と月数の推移(2004~2013年度)



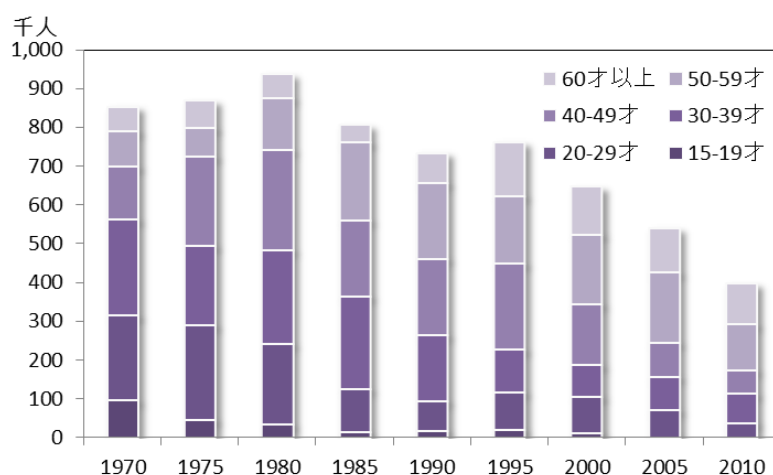
注: 2008年度以前は北米を含む連結ベースであり、それ以降とは厳密には連続していない
出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

第一には、顧客への影響がある。当然、工期が読めない状況となってしまうと、如何に「好き」とはいえ、顧客も購入への決断が鈍ってしまう可能性が出てこよう。高額商品でもあるうえ住宅ローンの活用などを考えれば、建設スケジュールが見えない状況での決断には躊躇が出てきてもおかしくはあるまい。第二には、販社の営業姿勢への影響がある。販社は施工を請け負うケースも多いため、さらに捌き切れない受注残を抱えることを懸念し、新規成約へのインセンティブが低下してしまう懸念がある。新規成約確保に齟齬(あくせく)しなくとも、受注残の消化ができれば安泰、といった雰囲気蔓延してしまうリスクもある。これはかつて2007年頃にもこういった事態が起きている。

第三には、資材価格への影響である。持続性には議論の余地もあるが、現状は人件費・資材費共に上昇傾向が鮮明である。工期が後ろ倒しとなれば、その分、想定以上にコストが高んでしまう懸念が膨らむことになる。実際は早めの手当てなどで工期遅れの影響を抑制することとなるが、それでも追加費用などではコスト上昇の影響を避けきれない。結果として、販社(施工業者)にとっては期待していた利益を確保できなくなる恐れがある。

最大の懸念は、この状態が短期に解消されるとは思い難い点。現場を担う大工の人口は歴史的に減少の一途にあり(2010年時点の大工人口は40万人弱と、ピークであった1980年比では半減)、年齢構成を見ても短期間でこの傾向に変化が生じるとはまず考え難い。一方、東日本大震災後の復旧・復興工事の発生、社会インフラ老朽化対応に伴う公共工事の拡大、東京オリンピックを睨んだ都心の再開発など、建設需要は俄かに拡大しつつある。中期的には復興需要一巡後、長期的にもオリンピック後には現在とは真逆の需給緩和局面が予想されるものの、それに拘泥してしまうと上記の短期デメリットの影響が無視できなくなってしまうというジレンマがある。

図表 13: 大工人口の年齢別推移(1970~2010年度)



出所: 総務省

そもそもアールシーコアは「企画会社」であり、その立ち位置は創業来変化がない。住宅を扱うものの、その企画・設計・宣伝に特化し、販売や施工は販社に委託するという構造にある。これは、斬新な企画や感性への訴求力を維持するには、製造・施工とは一線を画しておく必要があるため。製造者としての視点から逃れられず、ユーザーの支持を失った例は(近年は日本企業に)数多くあることを見ても、「異端」を標榜する同社にとって一歩離れた視点の維持は非常に重要な経営判断にあると言えよう。

しかし、現在はその同社が一線を画した施工能力の限界で売上の伸びに足枷を嵌められている状況にある。今後の販社政策においては、もちろん展示場の拡大が最重要ながら、施工能力に如何に(上方にも下方にも)弾力性を持たせることができるか、についても重要性が増してくることとなる。当然、構造問題もあって簡単な解が見出せる状況にはないが、施工能力の弾力性確保はアールシーコアにとっての新たな課題となる可能性がある。

会社概要

BESS ブランドを旗印としたログハウスの国内最大手。同時に、それ以外の自然派住宅も手掛け、感性に訴える手法で独自色を持つ

株式会社アールシーコアは、ログハウス製造販売の国内最大手。国内シェアは推定 70% (2012 年 7 月～2013 年 6 月実績) を有する。ただし、現在はログハウス以外の自然派住宅を主流としており、特に消費者の「感性」に訴える個性住宅の供給に定評を持つ。住宅ブランドは「BESS」。住宅市場が長期低迷する中、過去 20 年間の平均売上成長率は 10% 超を達成。直近 10 年でも売上は 1.4 倍、2013 年度は 2 期連続で過去最高を更新する計画という「異色」の高成長企業である。主としてパートナー契約にある販売代理店を經由して住宅のキット販売を行っている。本社は東京都渋谷区。資本金は 5 億 7,532 万円。連結従業員数は 2013 年 9 月末時点で 189 人である。

会社設立後に「楽しめる事業(仕事)」を模索

発足は 1985 年。「楽しい仕事をつくろう」というコンセプトを基本としたコンサルティング会社としてスタート。同社がユニークなのは、先に会社設立があり、それから「楽しめる事業(仕事)」の模索を始めていること。通常は仕事を決めてから会社を設立するが、その逆のアプローチを試みたことになる。その分、既成概念や枠組みに囚われない発想を重視。現在主力の住宅事業においても、業界では革新的なアプローチを続けざまに打ち出している。

「こころを遊ばせてください」

「楽しめる事業」を探して、発足当初は実に様々な分野に挑戦。1986 年にその「楽しい仕事」の一つとして、個性的な住居空間の提供を開始している。これが後に同社のステイタスとなったログハウス事業である。以降、自然派個性住宅を通じ、消費者に「住む」より「楽しむ」というライフデザインを訴求している。同社の経営理念は「我々は信用を第一とし、情報の具現化によって、相互の利益を追求する」。BESS のブランドメッセージは「こころを遊ばせてください」である。

契約者の実に 60% が「展示場訪問時には住宅購入計画を持っていなかった」層という非凡な展開を実現

遊び心を持った住宅を消費者に感じてもらうために、全国に展開する展示場はすべて BESS の単独展示。そこで感性に訴える「感性マーケティング」を展開し、現在は契約者の実に 60% が「展示場訪問時には住宅購入計画を持っていなかった」層という非凡な展開を実現している。その結果、「住宅」という難しい事業にもかかわらず、創業から 5 年後の 1990 年度には売上高が 10 億円を突破。さらにその 17 年後の 2007 年度には売上高が 100 億円に到達している。

BESS 商品のイメージ広告例



写真提供: アールシーコア

**既存の「細部主義」「機能主義」
のアンチテーゼたる「全体主義」
「空間・時間主義」**

創業者であり、社長でもある二木氏は、同社上場の際、「類似企業として、既存の住宅会社を比較対象とするのは避けてほしい」と幹事の証券会社に注文をつけた経験を持つ。これは、既存の住宅会社が細部まで消費者の要望に沿う機能を付加することで顧客満足度を引き上げる「細部主義」「機能主義」に拠っているのに対し、同社は細部の柔軟性よりも全体感として心地よい空間を創造し、その中でゆっくりと時間を過ごしてもらうことで満足度を引き上げようとする「全体主義」「空間・時間主義」を追求していることに基づく。同社はモノを供給(メンテナンス)することを主眼に置くメーカーではなく、住宅を通してライフデザインを供給するという考えであり、既存の住宅会社とはコンセプトが異なる以上、フェアな比較にならないとの主張である。既存概念にこだわらず、「楽しいものを提供しよう」という同社の意気込み、およびそれを実現してきたことへの自負がうかがえる逸話である。

BESS 商品

ログハウス 3 シリーズ



「カントリーログハウス」



「ファインカットログハウス」



「あきつログハウス『季節の家』」

エポックス 3 シリーズ



「ジャパネスクハウス『ほどほど程々の家』」



「BESSドーム」



「ワンダーデバイス」

写真提供:アールシーコア

**金融機関を除く安定株主が 50%
超を占める**

同社の株主構成は、2013年3月現在で、社長の二木氏が18.6%を保有。筆頭株主の位置にあり、次いで社員持株会、役員が名を連ねる。役員、持株会、およびパートナーシップ契約にある販社による持株会といった広義の「会社関係者」で合計50%超を占めており、これらが安定株主となっている。

収益モデル

損益計算書(百万円)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
売上高	10,229	7,930	7,347	8,898	9,446	10,230	12,300	13,300	14,200
売上原価	7,198	5,525	4,978	5,868	6,207	6,692	8,020	8,900	9,450
売上総利益	3,032	2,405	2,370	3,030	3,239	3,538	4,280	4,400	4,750
売上総利益率	29.6%	30.3%	32.3%	34.1%	34.3%	34.6%	34.8%	33.1%	33.5%
販売管理費	2,431	2,399	2,173	2,457	2,576	2,850	3,350	3,500	3,650
営業利益	600	6	197	573	663	688	930	900	1,100
営業利益率	5.9%	0.1%	2.7%	6.4%	7.0%	6.7%	7.6%	6.8%	7.8%
営業外収入	85	76	51	59	44	58	50	50	50
営業外費用	87	48	64	55	60	69	40	50	50
経常利益	599	34	184	576	647	677	940	900	1,100
特別利益	0	0	6	7	10	0	0	0	0
特別損失	33	176	18	44	35	4	0	0	0
税前利益	566	-141	171	540	621	672	940	900	1,100
法人税等	274	22	96	150	323	276	390	370	450
実効税率	48.4%	-15.2%	56.4%	27.9%	52.0%	41.1%	41.5%	41.1%	40.9%
当期利益	292	-163	75	389	298	396	550	530	650
当期利益率	2.9%	-2.1%	1.0%	4.4%	3.2%	3.9%	4.5%	4.0%	4.6%
減価償却費	114	174	134	114	116	137	170	220	220
EBITDA	714	180	331	687	779	825	1,100	1,120	1,320
EBITDA マージン	7.0%	2.3%	4.5%	7.7%	8.2%	8.1%	8.9%	8.4%	9.3%

	2H/2011	1H/2012	2H/2012	1H/2013	2H/2013E	1H/2014E	2H/2014E	1H/2015E	2H/2015E
売上高	4,920	5,153	5,077	5,961	6,339	6,500	6,800	6,800	7,400
売上原価	3,290	3,381	3,311	3,891	4,129	4,310	4,590	4,500	4,950
売上総利益	1,630	1,772	1,766	2,070	2,210	2,190	2,210	2,300	2,450
売上総利益率	33.1%	34.4%	34.8%	34.7%	34.9%	33.7%	32.5%	33.8%	33.1%
販売管理費	1,330	1,394	1,456	1,618	1,732	1,740	1,760	1,800	1,850
営業利益	300	378	311	452	478	450	450	500	600
営業利益率	6.1%	7.3%	6.1%	7.6%	7.5%	6.9%	6.6%	7.4%	8.1%
経常利益	300	343	334	456	484	450	450	500	600
税前利益	286	342	330	456	484	450	450	500	600
当期利益	136	207	189	283	267	270	260	280	370
当期利益率	2.8%	4.0%	3.7%	4.8%	4.2%	4.2%	3.8%	4.1%	5.0%

E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティング予想 1H=上期 2H=下期

貸借対照表(百万円)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流動資産	2,979	3,039	3,482	3,637	4,712	3,845	3,999	4,216	4,489
現金及び同等物	1,342	1,140	1,938	2,522	3,582	2,371	2,298	2,406	2,580
売上債権	359	362	363	294	405	630	758	820	875
棚卸資産	1,062	1,213	857	534	506	491	590	638	681
その他流動資産	216	324	324	287	219	353	353	353	353
固定資産	4,246	4,141	4,242	4,190	4,181	4,666	4,846	4,826	4,806
総資産	7,226	7,180	7,724	7,827	8,893	8,512	8,845	9,043	9,296
流動負債	3,373	3,793	2,892	2,976	3,968	3,091	3,077	2,960	2,820
買入債務	877	677	585	669	728	829	997	1,078	1,151
短期借入金	455	1,550	397	531	1,047	1,024	910	760	610
その他流動負債	2,041	1,566	1,910	1,776	2,192	1,237	1,170	1,122	1,059
固定負債	988	1,062	2,166	2,005	1,893	1,895	1,857	1,807	1,757
長期借入金	674	695	1,742	1,525	1,405	1,376	1,350	1,300	1,250
その他固定負債	314	367	423	480	488	519	507	507	507
純資産	2,865	2,325	2,666	2,846	3,033	3,526	3,911	4,276	4,719
負債及び純資産	7,226	7,180	7,724	7,827	8,893	8,512	8,845	9,043	9,296
有利子負債合計	1,130	2,252	2,186	2,104	2,479	2,412	2,260	2,060	1,860
純負債	-212	1,112	247	-418	-1,103	41	-38	-345	-720
ROE	10.3%	-6.3%	3.0%	14.1%	10.1%	12.1%	14.8%	12.9%	14.5%

E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティング予想

アールシーコア [7837]

CORPORATE RESEARCH

キャッシュフロー計算書(百万円)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
営業キャッシュフロー	338	-819	814	853	951	-520	700	750	850
税金等調整前当期純利益	566	-141	171	540	621	672	940	900	1,100
減価償却費	114	174	134	114	116	137	170	220	220
運転資本増減	-342	-852	509	199	214	-1,329	-410	-370	-470
投資キャッシュフロー	-300	-148	-11	-85	-178	-555	-450	-230	-220
設備投資	-255	-83	-39	-76	-201	-527	-350	-200	-200
その他	-45	-64	28	-9	23	-29	-100	-30	-20
フリーキャッシュフロー	38	-966	803	767	773	-1,075	250	520	630
財務キャッシュフロー	-180	989	-120	-153	309	-175	-323	-412	-456
借入金増減	-62	1,115	-105	-182	397	-19	-100	-200	-200
配当金支払	-118	-125	-56	-50	-67	-108	-165	-165	-207
その他	0	-0	41	78	-21	-49	-58	-47	-49
現金及び現金同等物の期末残高	1,342	1,140	1,938	2,522	3,582	2,371	2,298	2,406	2,580

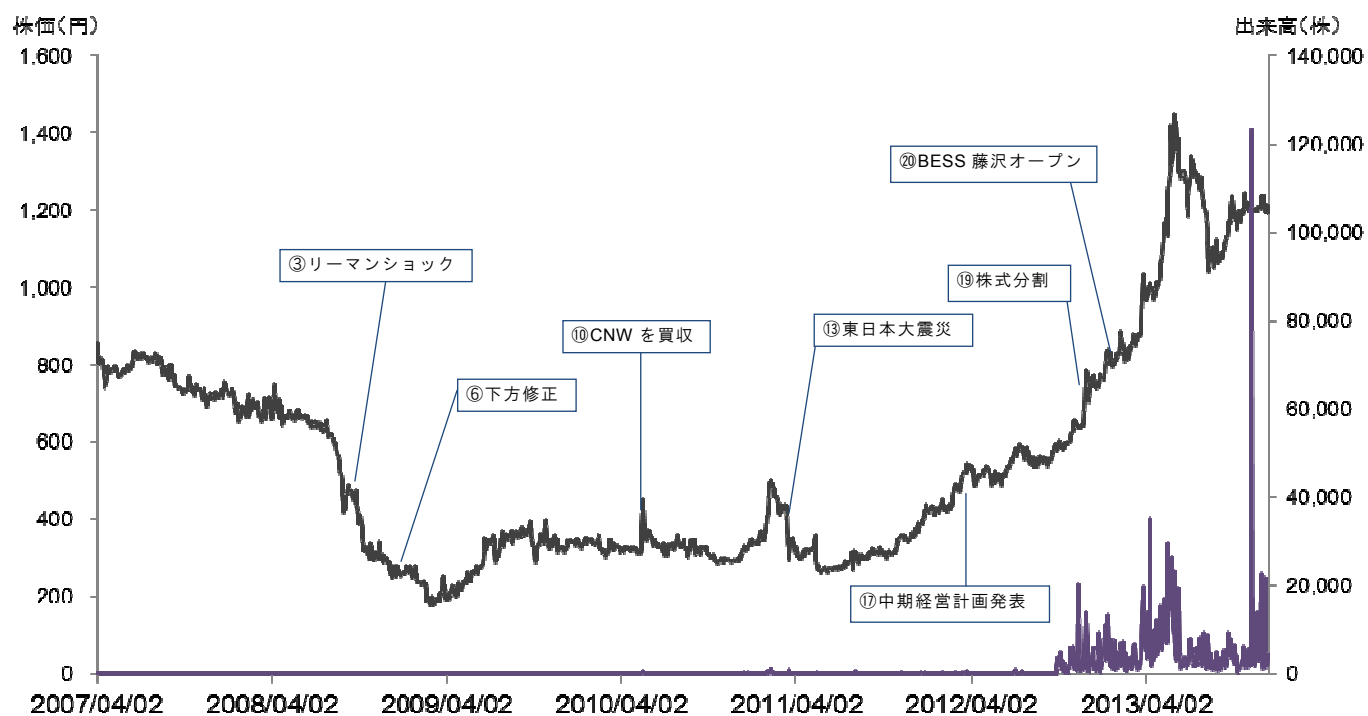
E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティング予想

セグメント情報(百万円)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
売上高									
直販			2,516	2,660	2,483	2,327	3,000	3,500	3,550
販社			4,476	5,518	5,998	6,520	7,600	8,280	9,130
BP			296	671	918	1,326	1,600	1,500	1,500
北米			59	49	46	57	100	20	20
合計			7,348	8,898	9,446	10,230	12,300	13,300	14,200
主要前提									
契約棟数	793	615	736	762	925	1,023	1,150	1,230	1,320
セグメント利益									
直販			205	306	290	202	200	100	150
販社			1,267	1,528	1,761	2,040	1,630	1,740	2,040
BP			-105	-26	-50	2	25	20	20
北米			-17	-13	-10	-11	5	0	0
調整			-1,153	-1,222	-1,327	-1,545	-930	-960	-1,110
合計			197	573	663	688	930	900	1,100

E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティング予想

株価パフォーマンスとイベント



- ① 2008/ 4 : 責任施工物件に対する構造躯体の 50 年保証開始
- ② 2008/ 8 : 金融機関との間でコミットメントライン設定
- ③ 2008/ 9 : リーマンショック
- ④ 2008/10 : 2008 年度業績見通しを下方修正
- ⑤ 2008/12 : デリバティブ損失の発生を開示
- ⑥ 2009/ 2 : 2008 年度業績見通しを下方修正
- ⑦ 2009/ 5 : 2008 年度業績見通しを上方修正、のち、下方修正
- ⑧ 2010/ 2 : 2009 年度業績見通し、および配当見通しを下方修正
- ⑨ 2010/ 4 : BESS パートナーズで減損損失発生
- ⑩ 2010/ 4 : CNW を買収、完全子会社化
- ⑪ 2010/10 : 2010 年度業績見通しを上方修正
- ⑫ 2011/ 2 : 地区販社(フランチャイズ加盟店)BESS 岐阜が破綻申立(事業は現在 BESS パートナーズが承継)
- ⑬ 2011/ 3 : 東日本大震災
- ⑭ 2011/ 7 : 2011 年度業績見通しを上方修正
- ⑮ 2011/ 8 : 株主優待制度拡充
- ⑯ 2011/10 : 2011 年度業績見通しを上方修正
- ⑰ 2012/ 2 : 中期経営計画発表
- ⑱ 2012/ 2 : 貸借銘柄に選定
- ⑲ 2012/10 : 1 株を 100 株に株式分割
- ⑳ 2013/ 1 : 第二直営展示場(BESS 藤沢)オープン

主要財務指標

(単位:百万円)

		2010/3	2011/3	2012/3	2013/3	2014/3(予想)
株価推移	株価(年間高値) (円)	400	565	546	1,060	
	株価(年間安値) (円)	194	260	260	551	
	月間平均出来高 (百株)	1,568	6,360	5,174	3,857	
	時価総額(年間高値)	1,652	2,334	2,255	4,378	
	時価総額(年間安値)	801	1,074	1,074	2,276	
業績推移	売上高	7,347	8,898	9,446	10,230	12,300
	営業利益	196	573	662	688	930
	経常利益	183	576	646	676	940
	当期純利益	74	389	298	396	550
	EBITDA	330	686	778	825	1,100
	減価償却費	134	113	116	137	170
	設備投資額	39	75	201	526	350
	EPS (円)	18.07	94.30	72.18	95.90	133.24
	営業利益率 (%)	2.7	6.4	7.02	6.73	7.56
	売上高 EBITDA 比率 (%)	4.5	7.7	8.2	8.1	8.9
	ROE (%)	3.0	14.1	10.1	12.1	14.8
	貸借対照表 主要項目	流動資産合計	3,481	3,637	4,711	3,845
固定資産合計		4,242	4,189	4,181	4,666	4,846
資産合計		7,724	7,827	8,893	8,511	8,845
流動負債合計		2,892	2,975	3,967	3,090	3,077
固定負債合計		2,165	2,005	1,892	1,894	1,857
負債合計		5,058	4,980	5,860	4,985	4,934
有利子負債		2,185	2,103	2,479	2,411	2,260
純有利子負債		247	△418	△1,103	41	△38
株主資本合計		2,467	2,807	3,039	3,328	3,713
純資産合計		2,666	2,846	3,032	3,526	3,911
流動比率 (%)		1.20	1.22	1.19	1.24	1.30
自己資本比率 (%)		34.5	36.4	34.1	41.2	42.0
売上高総資本回転率 (%)		0.95	1.14	1.06	1.20	1.39
売上高棚卸資産回転率 (%)		8.57	16.66	18.68	20.85	20.85
キャッシュフロー計算書 主要項目	営業活動による CF	813	852	951	△519	700
	投資活動による CF	△10	△85	△178	△555	△450
	財務活動による CF	△119	△153	309	△174	△323
	現金及び現金同等物の 期末残高	1,938	2,522	3,582	2,371	2,298

EBITDA=営業利益+減価償却費

2012年3月期以前も株式分割後基準に調整済(2012/10に1株を100株に株式分割)

ディスクレーマー(免責条項)

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・大阪証券取引所・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如何を問わず、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、企業との面会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株式会社エヌ・ジー・アイ・コンサルティング(以下「エヌ・ジー・アイ・コンサルティング」という)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およびエヌ・ジー・アイ・コンサルティングに帰属し、事前にフィスコおよびエヌ・ジー・アイ・コンサルティング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

本レポートに関するお問い合わせ

株式会社フィスコ

Mail: support@fisco.co.jp

〒107-0062 東京都港区南青山五丁目4番30号
CoSTUME NATIONAL Aoyama Complex 2F