

株式会社 **アールシーコア**

アールシーコア

[JASDAQ-S 7837]

CORPORATE RESEARCH

C O N T E N T S

サ	マ	リ	—		2
---	---	---	---	-------	---

第 1 部

定	性	情	報		3
---	---	---	---	-------	---

定	性	ア	プ	ロ	ー	チ		5
---	---	---	---	---	---	---	-------	---

第 2 部

前年度決算と経営指標分析、今期見込み		10
--------------------	-------	----

第 3 部

RCC 社の現状に対する考察		23
----------------	-------	----

決 算 デ ー タ 等 経 営 指 標		30
---------------------	-------	----

会社情報及びバリュエーション		31
----------------	-------	----

アールシーコア [7837]

業界比較で高収益率体質も、今期は販社対策で先行投資を行い大幅な減益見込み

株式会社アールシーコア(以下「RCC 社」、「同社」)はログハウスやドームハウスなど木をふんだんに使用した個性的な自然派住宅の製造、販売を行う。現在の商品ラインナップはログハウス 4 シリーズ、ログハウス以外の住宅(「エボックス」)3 シリーズ。商品ブランド名は「BESS」。ログハウスの国内シェアは 2013 年度ベースで約半数を占めている。また、同社の商品は外観等から別荘向けと思われるがちであるが、2013 年度の同社集計で住宅用途が 94%を占める。

単独展示場形式を採用して展開。単独展示場数は 2014 年 4 月末時点で 41 拠点(175 棟)、平均すると 1 拠点あたり 4.3 棟の BESS の家が展示されている。展示場数の内訳は、パートナーシップ契約(フランチャイズ契約)を結んだ販社による運営が 37 か所、経営不振であった販社の経営を引き継ぐ形で株式会社 BESS パートナース社(RCC 社の 100%子会社、以下「BP 社」)が運営するものが札幌と岐阜の 2 か所、RCC 社が直販部門として直接運営するものが代官山(東京都)と藤沢(神奈川県)の 2 か所。この「単独展示場運営」、「農耕型営業」による「感性マーケティング」、「住宅購入者の嗜好の一致」が同社の強固なビジネス・フレームワークとして機能してきた。

5 月 15 日に 2013 年度の決算を発表。売上高が 2 期連続、営業利益も 3 期連続で過去最高を更新し、売上高営業利益率は 7.4%と同業平均の 5.8%を 1.6%pt程度上回った。しかし、筆者は、消費増税による駆け込み需要の発生は同社に向かい風と考えている。その理由は、①施工部門を持たないことによる住宅完成までの期間長期化の悪影響、②同社のビジネス・フレームワーク外の需要喚起がもたらす今期以降の契約減の可能性である。

同時に発表した 2014 年度業績予想は、売上高が 5.1%の増収ながら営業利益については 67.0%の大幅な減益見込み。下掲の中期経営計画の達成を確実にするため、今期は戦略的な費用の投下を行うという。そのため、中期経営計画の進捗を踏まえた総合的な費用の分析が肝要。

同社は 2012 年に 2017 年 3 月までの中期 5 カ年計画「“異端でメジャー”ステージアップ 5 カ年計画」を発表し、今期がその折り返しとなる 3 期目を迎える。具体的な最終目標は「連結売上高 180 億円、営業利益率 8%、ROE18%」。計画遂行の為に体制として、展示場数 50 拠点、営業員数 250 名、前提条件として展示場新規来場者数 3 万 3 千件、契約棟数 1,900 棟を掲げている。

スプリングキャピタル社(以下、「SC 社」)が RCC 社の定量分析を行う際に用いる業種区分は「ハウスメーカー・住宅販売」。上場企業数は同社を含めて 27。同社の売上高は、過去業界全体と同じ傾向で推移してきたことから利益率等の比較は有意であると判断される。同社の過去 10 年間の平均成長率は利益項目で同業を大きく上回る。また、売上高利益率も直近 4 期に亘り相対的に高い数字を維持してきた。

リサーチアナリスト

スプリングキャピタル株式会社
井上 哲男

―第1部― 定性情報

同社は東証業種区分において「その他製品」に属する。住宅用部材の卸売としての「卸売業」または住宅の製造・販売による「建設業」という選択肢ではなく、「提供しているものは『家』ではなく『暮らし』である」との主張により「その他製品」を選択したというエピソードがある。中期経営計画のスローガン「異端でメジャー」を始めとして、「感性マーケティング」、「農耕型営業」など、同社が掲げるスローガン、テーマの多くは哲学的、形而上的なものが多く、一見しただけでは意味が理解できないものも多い。そのため、同社についてはまず定性アプローチにより理解を深めることが重要である。また、その際、後掲する「単独展示場形式」と「営業姿勢」におけるそれぞれの“異端”を理解することがとりわけ重要である。

沿 革

- 1985 年 8 月 創業 主事業は企画コンサルティング業
「まずは会社を作ることから始めた。何をするかはノーアイデア。楽しいことを提案するコンサルティングというイメージだけで出発」(二木社長)
- 1986 年 3 月 「ハンドヒューンログハウス」の輸入・販売を開始
- 1989 年 3 月 「ドームハウス」の輸入・販売を開始
～ 「カントリーログハウス」、「ファインカットログハウス」の輸入・企画・販売開始
- 1995 年 4 月 カナダに BIG FOOT MANUFACTURING INC.を設立
- 1999 年 1 月 総合展示場「ビッグフットスクエア」を東京都府中市から東京都目黒区青葉台に移転
- 2004 年 10 月 同年に販売を開始した「ワンダーデバイス」が 2004 年度グッドデザイン賞を受賞
- 2005 年 2 月 ジャスダック市場上場
～ 「ジャパネスクハウス 程々の家」販売開始、山中湖にて「フェザント事業」を開始
- 2007 年 11 月 「BESS 街区」で「ビッグフット」による街づくりを企画・開発
- 2008 年 4 月 ブランド名を「ビッグフット」から「BESS」に変更
- 2009 年 1 月 BP 社に札幌販社事業を譲渡して分社化
- 2009 年 12 月 累計契約棟数 1 万棟を達成
- 2010 年 9 月 国産材による「あきつログハウス 季感の家」の販売を開始
- 2011 年 2 月 BP 社が岐阜地区で営業を開始
- 2012 年 4 月 リノベーション事業「NEWIT」を販売開始
- 2013 年 1 月 直販部門において「BESS 藤沢展示場」を開設

出所：会社資料
(住宅保証の沿革については後掲)

アールシーコア [7837]

CORPORATE RESEARCH

グループ会社

グループは RCC 社、BP 社（同社の 100% 子会社）、カナダの BIG FOOT MANUFACTURING INC.（同社の 100% 子会社、以下「BFM 社」）の 3 社。

BP 社はかつて地区販社でその後経営不振となった札幌地区、岐阜地区の経営を引き継いでおり、BFM 社はログハウスの構造躯体であるログシェル等を製造・販売を行っているが、その売上の 90% 以上が RCC 社向けである。

事業内容

「BESS」の単一事業としているが、具体的には「BESS」ブランドに関わる事業、山中湖に RCC 社が保有するタイムシェア別荘（フェザント山中湖）の販売・運営管理、BFM 社による北米事業に分けられる。売上高に占める構成は「BESS」ブランドに関わる事業が 98% 程度を占めており、他の 2 つの事業はそれぞれ 1% 程度である。

セグメント

単一事業である「BESS 事業」を 4 つの部門に区分して売上高を開示している。

直販部門

RCC 社が直接運営する部門の売上。代官山（東京都）にある「BESS スクエア」は BESS ブランド発信基地として全国展示場のフラッグシップとしての役割を、また、藤沢（神奈川県）にある「BESS 藤沢展示場」はエリア販売拠点、及び全国地区販社に対する現実的な経営モデルのプロトタイプとしての役割を担い、且つ、東京圏の顧客に向けた BESS ブランドのキット販売及び施工（工事請負）を行う。また、メンテナンス及び一般リフォーム事業の請負、タイムシェア別荘（フェザント山中湖）の販売・運営管理も行っている。2014 年 3 月期における連結売上高構成比率 24.9%。

販社部門

RCC 社とパートナー契約（フランチャイズ契約）を結んだ販社の売上。RCC 社は販社に BESS ブランドのキット（部材）を販売する。また、施工はそれぞれの販社が行うことから RCC 社の売上ではない。RCC 社は販社と契約を結ぶ際に、多くのフランチャイズ制度で求められる加盟金の類いを一切取らず、その代わり、単独展示場（拠点）を作することを条件としている。

2014 年 3 月期における連結売上高構成比率は 60.7%。

BP 社部門

前述の札幌、岐阜の展示場（拠点）の運営業務。顧客と工事元請契約を直接結ぶことから施工も行う。2013 年度に初めて単独で黒字を計上。2014 年 3 月期における連結売上高構成比率は 13.8%。

北米部門

BFM 社の事業。売上高構成比率は 0.6%。

定性アプローチ

展示場の“異端”

41 の展示場（拠点）は全て単独展示場であり、いわゆる合同の住宅展示場、住宅公園などに BESS の家はない。

2014 年 4 月末時点での展示場（拠点）数は 41。展示されているログハウス・自然派住宅は 175 棟で 1 拠点あたりの平均棟数は 4.3。ここ 2 年間で新たに展示場として加わったのは、富山（富山県）（販社・4 棟）、藤沢（神奈川県）（直販・5 棟）、福岡西（福岡県）（販社・5 棟）、熊谷（埼玉県）（販社・4 棟）、高松（香川県）（販社・3 棟）、東葛（千葉県）（販社・3 棟）である。

藤沢展示場を開くまで、関東地方には茨城県（2 拠点）、栃木県、群馬県（各 1 拠点）に展示場があったものの、東京圏と呼ばれる東京都、千葉県、神奈川県、埼玉県には、代官山の「BESS スクエア」（直販・6 棟）1 か所しか無かった。ここ 2 年間でこのエリアに 3 拠点が新設されたことは特徴的である。尚、同社は販社及び拠点数の拡大を重点項目の一つと考えており、独自に 104 のエリアを拠点及び拠点候補エリアと選定している模様。

また、昨年度、それまであった小規模販社を意味した特約店制度を廃止し、特約店も拠点における棟数増加などを条件に販社に格上げを推進している。これは、販社の営業体質の強化、効率強化を意図したものである。現在、具体的な開設スケジュールの決定した拠点、スケジュールは未確定ながらも開設が決定している拠点が 4 拠点あり、その段階で拠点数は 45 と、中期経営計画の 50 に近づくことから、拠点数という体制項目の目標達成の蓋然性は高まったといえる。

現在の展示場（拠点）数 41 という数字が大きい小さいかの判断についてであるが、筆者は相対的な売上に占める数としては大きいと考えている。

SC 社の調べによると全国の合同住宅展示場数は 2014 年 4 月末時点で全国に 401 か所（うち全国住宅展示場協議会加盟は 216 か所）存在するが、そのうち 37 か所は棟数が 1 棟であり、実際に合同展示場と認識できるのは 364 か所である。BESS の 41 拠点という数字はその 11% 程度に相当する。この拠点数は、同社の売上規模との比較で、とても大きいものだということが分かる。また都道府県のカバー率であるが、合同展示場は 47 都道府県のうち 45 都道府県に存在するが、BESS の展示場も 33 都道府県を既にカバーしている。

住宅販売大手 3 社の 2014 年 4 月末時点での合同展示場への出展棟数は、SC 社の集計によると、大和ハウス 223 棟（うち、木造 14 棟）、積水ハウス 287 棟（うち、木造 127 棟）、住友林業 296 棟（全て木造）となっており、BESS の 175 棟という数字の大きさが分かる。（大和ハウスは他に「まちなかジューヴ」いう販売目的の単独モデルルームを 75 棟所有している。）

営業姿勢の“異端”

通常、他社が行う展示場に出向いた顧客に対するアプローチは、できるだけ成約までの時間(リードタイム)を短くすることを目的として行われるが、BESS のアプローチは全く同業他社と異なる。何度も単独展示場に足を運んだ家族が、その家の中での暮らし、生活というものを十分にイメージして「ここで暮らしたい」と思い、営業員に相談したところからそれは始まる。同社の調査によると、「BESS」契約者の 44% が同社の展示場を訪れた時点では「(住宅購入の)計画はあるがかなり先」と考えていたという。また、「2~3 年のうちに建てる計画」も 28%、つまり、72% の契約者は具体的な購入計画のないままに「展示場に遊びに来た人」であったのだ。

そのため、同社の調査によると、初めて展示場を訪れてから成約までに至るリードタイムが 2 年以上かかった契約者が 20%、1 年超~2 年以内の契約者が 13% いたという。他社では考えられないこのリードタイムの長さを何も問題とせず、むしろ喜んできたふしがある。「農耕型営業」と自らが呼ぶその姿勢がここにある。

また、この営業姿勢は単独展示場の在り方とも大きく関わっている。ログハウス、自然派住宅を木々や草花が取り囲む展示場は、テーマパークのような趣(おもむき)がある。その中に建つ BESS の家を好きになるかどうかという「感性」の判断が全てであると同社は考えている。

合同展示場とはつまるところ、「住宅の比較をしに行く場所」である。そのため、営業者はその機能性、細部の他社との差別化をアピールすることに注力する。しかし、RCC 社は他社との相対的な比較や細部の機能説明というアプローチを行うことは同社の営業スタイルではないということを、教育を通じて営業員に教えている。単独展示場は比較をする場所ではない。そこに流れる全体的な雰囲気・時間を訪問者が好きになれるか、この家で暮らしを楽しむイメージが沸いてくるかが最も重要なことになる。実際に同社の調査によると 62% の契約者が、「(住宅購入に際して)他社と比較しなかった」と答えている。これが単独展示場形式にこだわる理由であろう。

この営業スタイルは一見、非効率的なのではないかと思われるが、同社の資料によると BESS の営業員一人あたりの年間契約件数は 2014 年 3 月期に平均 7.0 棟であったという(2013 年 3 月期は平均 8.0 棟)。同社資料には住宅産業研究所の調査数字として、業界の平均数は 4.5 棟(2012 年度住宅メーカー平均)とある。リードタイムの長さで平均契約件数が逆相関という興味深い数字である。

ビジネス・フレームワーク
の確立

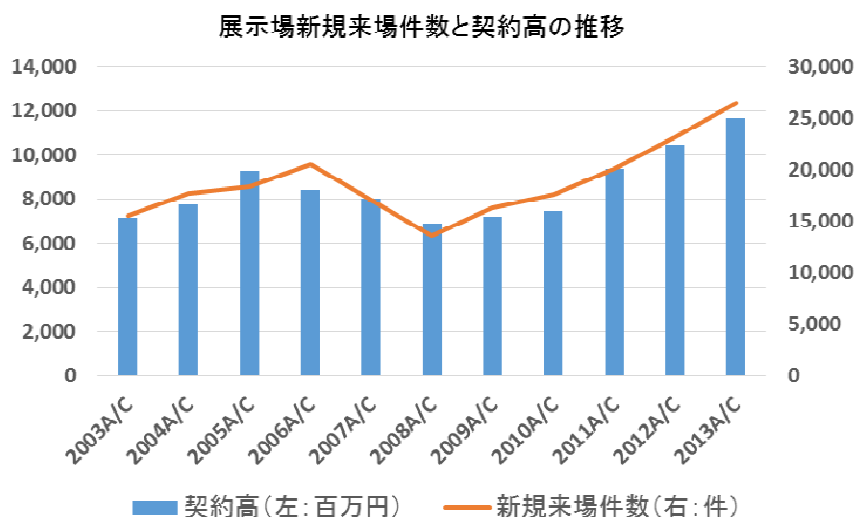
BESS の契約者に共通している価値観とは「家を富の象徴や資産価値として考えていない」ということである。そして、家は暮らしを楽しむための道具に過ぎないという、本来は当たり前のことを認識している。同社の資料によると 5 割ほどの契約者が薪ストーブをオプションで購入するという。メンテナンスに手間のかかる同オプションを購入するのは、自ら掃除をしてくれるエアコンや床に置いておけば勝手に動き回ってくれる掃除機がある現代において、そのような「機能主義」に価値を置かない人達が「BESS の家」を求めるということであろう。

ここに、「単独の展示場(拠点)を増やし、新規来場者数を増加させる → そこで「農耕型営業」を行う → RCC 社が提唱する価値観に共鳴する人間が新規来場者

数の中に一定割合で存在し、契約に結びつく」という非常にシンプルなビジネス・モデルがある。

このモデルが奏功しているのかどうかを、過去 10 年間の新規来場者数と契約高から推察する。

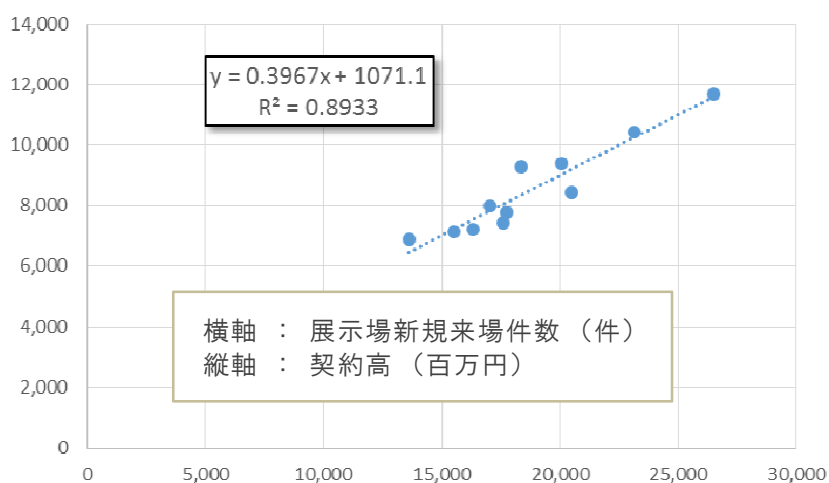
図表 1:



同社資料より SC 社作成

このグラフを散布図にして近似線を求めると、決定係数 (R^2) が 0.89 と 10 個のサンプルでは考えられないくらい高い数値が計測される。同社がここまでの連関を意図した、しないに関わらず、結果的に両者には極めて高い相関が存在し、このビジネス・フレームワークはこの 10 年間十分に機能したことが考えられる。

図表2:



フレームワークを支えた2つの要因

新規来場者が最終的に一定の成約率で契約にまで結びついたこのフレームワークを支えた他の要因としては、完成保証、受け渡し後の保証という「保証制度の充実」と規格型住宅の採用により、カタログに価格が明示されているという「価格透明性」が考えられる。

①保証制度の沿革

- 1991 年 RCC 社が責任施工を行った住宅に対して、構造躯体の「10 年保証」を開始
- 1996 年 RCC 社及び販社が責任施工を行った住宅に対して、構造躯体の「20 年保証」を開始
- 1999 年 ビッグフット共済会を設け「(建物の完成に関する)完成保証」を開始
- 2002 年 RCC 社及び販社が責任施工を行った住宅に対して、構造躯体の「30 年保証」を開始
- 同年 「完成保証」と「30 年保証」を併せた「ビッグフット安心総合保証」を開始、国土交通省認定性能評価機関による工事検査を全責任施工住宅に適用
- 同年 「ビッグフット安心総合保証」が第 9 回日本不動産学会業績賞を受賞
- 2008 年 構造躯体の「30 年保証」を 50 年に延長
- 2012 年 住宅フランチャイズでは初めてエスクロー制度を導入

※新築住宅の売り主に 10 年間の瑕疵(かし)担保責任を負うことを義務づけた所謂「品確法」の施行は 2000 年、この確実な履行のために、売り主に対して保険加入や供託の義務を負うことを定めた「履行確保法」の施行は 2009 年であり、それよりも前から同社が保証制度の充実に真摯に取り組んできたことが分かる。また、エスクロー制度とは顧客が請負契約代金を同社ではなく、中立的な第 3 者機関が管理する信託銀行などの口座に預託し、工事の進捗状況に応じて第 3 者機関が口座から施工業者に支払う制度であり、欧米では一般的なものを日本に適用したものである。

②カタログによるキット価格の開示

BESS の家は、商品ラインナップそれぞれが土地の広さに応じられるよう、3~5 種類のバリエーションがあるが、それらの標準価格がカタログに記されている。他のハウスメーカーにおいても「規格商品」として土地の間取りに合わせたさまざまなバリエーション

ンを坪当たりの価格別に分けてカタログに載せているところが多いが、標準仕様からフローリング、壁紙、キッチンや浴室回りを変更することにより、結局は予定していた金額を大きく超過してしまう場合が多いと思われる。対して同社の商品は、商品カタログのラインナップの中からユーザーに選んでもらう規格商品が中心（「ワンダーデバイス」についてはデバイスの組み合わせが可能）であり、「標準モデル」の採用により、変更の余地があまりない。そのため、予定していた金額と最終の出来上がり価格に差が生じないという透明性がある。（2013 年度の標準モデル採用率は 99%）

BESS Gallery



東京・代官山 総合展示場



ファインカットログハウス



カントリーログハウス[クールテイスト]



BESS DOME



ワンダーデバイス



ジャパネスクハウス「程々の家」



あきつログハウス「季節の家」

― 第2部 ― 前年度決算と経営指標分析、今期見込み

【前年度決算】

消費増税と業界動向

RCC 社の前期の決算及び経営指標を分析する前に、住宅販売業界を巡る環境について述べる必要がある。前年度は各社ともに消費増税が決定された影響を大きく受けた。

消費税を巡る動きをまとめると、2012 年 8 月に当時の民主党野田政権が早期の衆議院解散・総選挙を前提に自民党・公明党との合意にこぎつけたことにより国会において可決され、その後、自民党安倍首相が 2013 年 10 月 1 日に 2014 年 4 月からの税率引き上げを正式に表明した。

この間の住宅販売会社の動向としては、法案通過後に緩やかに受注件数の増加が始まり、2013 年 4 月以降はさらに増加ペースが高まり、大手社の受注金額は対前年同月比で+20%程度にまで増加した水準となった。その後、増税を安倍首相が決断したとマスコミにおいて盛んに報道されるようになった昨年 8 月、9 月に駆け込み需要は一気に高まり、各社大きく受注金額を増加させたが、10 月以降はその反動で受注金額が一転して減少し、前年同月比で 20%程度の減少率を記録した状態で現在まで約 9 ヶ月が経過している。

尚、昨年 9 月までに契約した物件については受け渡しの時期に関わらず、消費税は 5%が適用され、10 月以降の契約物件は受け渡し時期の消費税率が適用されている。

決算ハイライト

RCC 社が第 29 期(2014 年 3 月期)の決算発表を行った。

それによると、売上高は前期比 18.2%増の 12,087 百万円、営業利益は前期比 30.4%増の 897 百万円、経常利益は前期比 34.2%増の 908 百万円、最終利益は前期比 45.5%増の 576 百万円(何れも連結ベース)となり、何れも過去最高を更新し、堅調な結果となった。各項目の上場来の過去最高数値の更新は、売上高が 2 期連続、営業利益が 3 期連続、経常利益が 3 期連続、最終利益が 2 期連続となる。

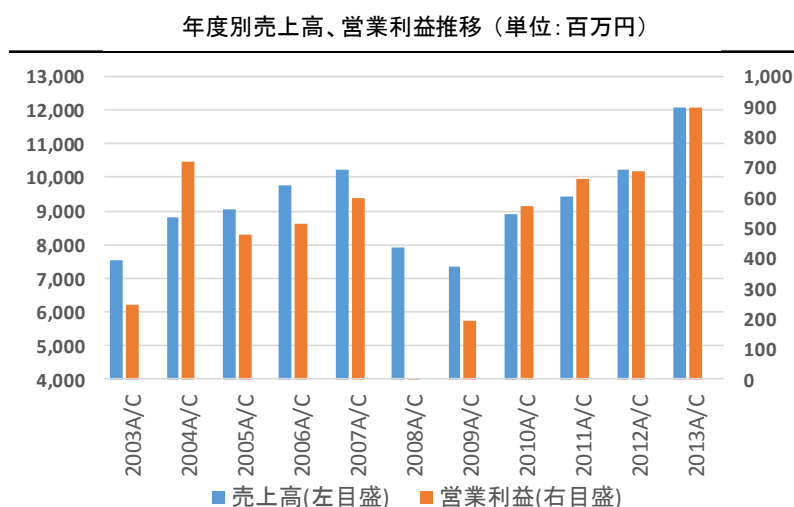
図表 3:

業績推移					
	2010A/C 実績	2011A/C 実績	2012A/C 実績	2013A/C 実績	2014A/C 見込み
売上高	8,898	9,446	10,230	12,087	12,700
営業利益	573	662	688	897	300
経常利益	576	646	676	908	300
最終利益	389	298	396	576	180
営業利益率	6.4	7.0	6.7	7.4	2.4
経常利益率	6.5	6.8	6.6	7.5	2.4
最終利益率	4.4	3.2	3.9	4.8	1.4

(単位: 百万円、%)

同社決算数値より SC 社作成

図表 4:



同社決算数値より SC 社作成

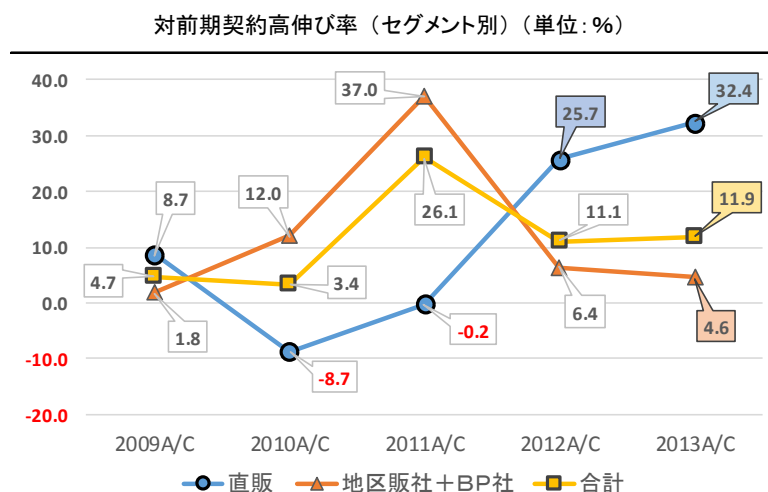
セグメント別業績動向

※契約高は同社資料を基に SC 社が算出したものである。

直販部門

2013 年 1 月にオープンした「BESS 藤沢」が通年の寄与となり、年度ベースで契約高は前期比 32.4% 増の 3,705 百万円となった。直販部門については、2012 年度（12 月まで東京・代官山の「BESS スクエア」の単体拠点であった）も前期比で契約高が 25.7% の伸びを示しており、東京圏エリアでの順調な伸びは 2 年連続で継続した形である。これにより、直販、販社、BP 社の 3 セグメントの契約高合計に占める同部門の比率は 2011 年度からの直近 3 期で 23.7%、26.8%、31.7% と上昇している。

図表 5:



同社資料より SC 社作成

この「BESS 藤沢」の寄与は 2013 年度についてはとても大きかったと考えられる。上期／下期に契約高を区分して直販部門契約高の前年同期比を計測すると、駆け込み

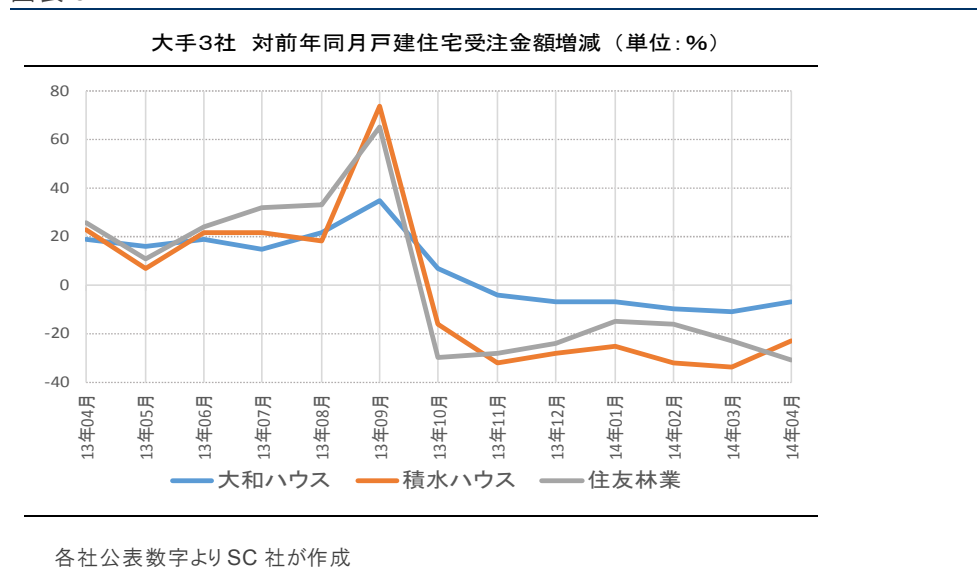
需要のあった上期の伸びは 50.2%と大きく、また、下期も 16.9%の増加となっている。前述のように昨年 10 月以降各社は受注金額を前年同月比ベースで 20%程度落とした状態で推移したことを考慮すると、この下期の数字は傑出したものである。それまで、首都圏の顧客を「BESS スクエア」1 拠点でカバーしてきたが、藤沢に進出したことにより神奈川エリアの需要を喚起したことが分かる。東京圏では前述のように、今年 2 月に埼玉県・熊谷、4 月に千葉県・東葛において販社拠点が開設されている。東京圏にこそ同社の提唱する「暮らし中心の家」に対するニーズが高い可能性もある。このエリアにおけるこれからの契約高推移は今後の大都市における同社の戦略(方向性)を示唆する可能性があり、今年度以降もその業績が注目される。

販社部門

一方で 2012 年度決算において全社ベースの売上高の 64%を占めていた販社部門の契約高は同業他社と同じような傾向を示したといえる。上期の契約高前年同期比は+26.4%となったが、下期は-19.4%と業界並みに減少した。これにより、3 セグメントの契約高合計に占める同部門の比率は 2011 年度からの直近 3 期で 60.7%、58.3%、52.8%と低下している。

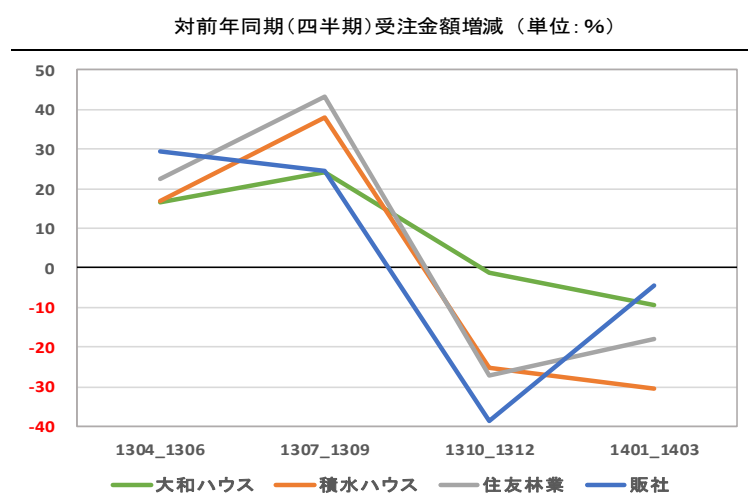
下期の契約高の前年同期の減少(-19.4%)を同業他社と比較するために、月次の受注金額を発表している大手 3 社の推移を載せると図表 6 となる。

図表 6:



各社の月次数字の四半期ごとの合計から平均値を算出し、RCC 社の販社部門の四半期ごとの契約高前年同期比を加えると図表 7 のとおりとなる。販社部門が、最も駆け込み需要の大きかった時期に前年同期比の伸びが大手社に比べて奮わなかったこと、2013 年 10-12 月期は大手社よりも反動減が出たこと、2014 年 1-3 月期には減少幅を縮めていることが見てとれる。

図表 7:



各社公表数字、RCC 社資料より SC 社作成

BP 社

2012 年度決算における全社ベースの売上高に占める比率が 13.0%と、主要 3 部門では最も小さく、また、販社部門が統括する地区販社と同じ性格を持つ同部門は健闘したといえる。契約高は上期に前年同期比+56.5%を記録し、下期も-6.2%と減少を小幅に留めた。また、2 期連続でセグメント利益上、黒字を確保した。

その他の項目

4 セグメントの 1 つである北米部門では、北米におけるログハウスのマーケティングを行っていた CNW 社を 2014 年 2 月に解散し、同部門は BFM 社のみとなった。2014 年 3 月期におけるその売上高の 90%以上は RCC 社向けのキット製造・出荷である。セグメント調整前段階の数字ではあるが、損失は 6 百万円となっている。

2014 年 4 月から新たに開始したリノベーション事業である「NEWIT」は直販部門で 1.2 億円程度の販売が行われた模様であるが、事業としての確立はこれからの課題であろう。

これら全てのセグメントを合計した、2013 年度の全社ベースの契約高前期比伸び率は+11.9%となった。

マクロ指標と経営指標の分析

マクロ指標との比較

国土交通省が発表した 2013 年度の新設住宅着工数は 987,254 戸、うち木造住宅は 298,808 戸であった。それぞれの対前年度増加率は、10.6%、13.5%となっている。過去 5 年間の両数値の増減率、及び RCC 社の契約高、RCC 社及び 2013 年度までの 6 期の決算を発表している同業 24 社の売上高合計の増減率をまとめると図表 8 のとおりとなる。

図表 8:

対前年度増減率 (%)

	新設住宅 着工数	うち木造 持家戸建	RCC社 契約高	RCC社 売上高	同業24社 売上高
2009A/C	-25.4	-7.6	4.7	-7.3	-8.3
2010A/C	5.6	8.0	3.4	21.1	5.7
2011A/C	2.7	-1.2	26.1	6.2	5.7
2012A/C	6.2	4.2	11.1	8.3	6.0
2013A/C	10.6	13.5	11.9	18.2	19.0

国土交通省「住宅着工統計調査」、各社決算数値よりSC社が作成

これにより、同社は 2010 年度に新設住宅着工数や同業他社に比べて大きく売上を伸ばし、その後、契約高についても 3 年連続で 2 桁の増加率を記録していることが分かる。前期の売上高増加率は同業に比べて 0.8% 下回っているが、それまで 4 期の相対的な増加率を考慮すれば特に問題視する必要はないと思われる。

同業との 10 期成長率比較

同業 10 期成長率比較

また、これより計測期間を長くし、10 期の平均成長率を計測すると、対象は 11 期間決算を発表している 21 社となり、その結果は図表 9 のようになる。

図表 9:

10期平均成長率 (%)

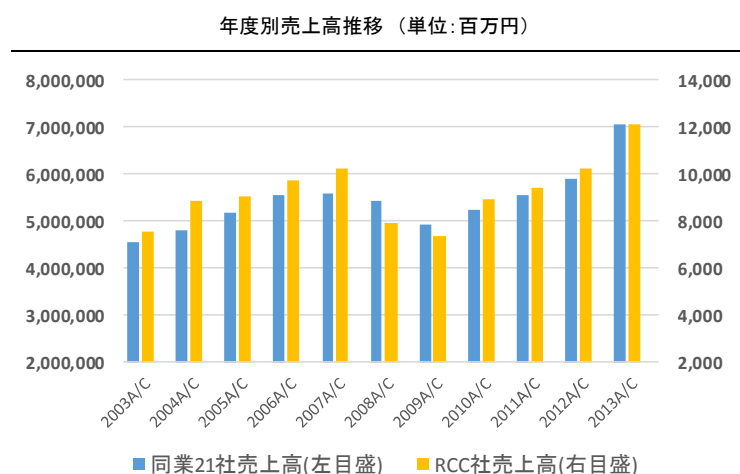
	売上高	営業利益	経常利益	最終利益
RCC社	4.8	13.8	16.3	15.4
同業 21社	4.4	6.6	7.2	-

(同業21社の2003年度の最終利益の合計は赤字)

各社決算数値よりSC社が作成

これより、RCC 社と同業他社の売上高の 10 期平均成長率は、ほぼ同じであることが分かる。また、これを年度別のグラフに表すと図表 10 のようになり、年度別の売上増減傾向にもほぼ差がないことが分かる。

図表 10:



各社決算数値を SC 社が集計・加工

同業との利益率比較

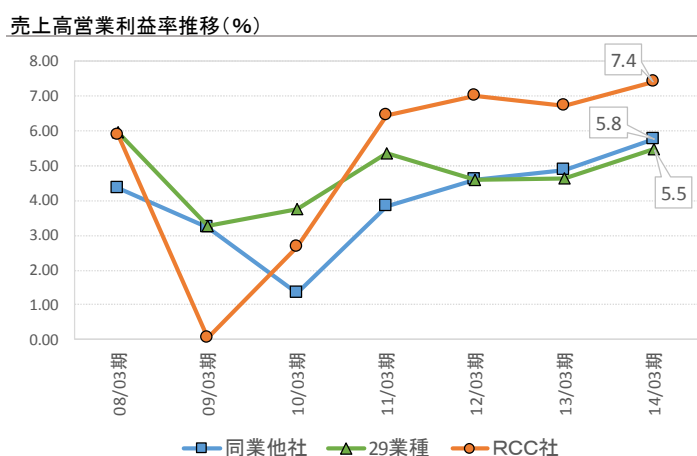
利益率の比較

それでも図表 9 のように同社の 3 つの利益項目における 10 期平均成長率が同業を上回ったということは、利益率が上昇したことに他ならない。

利益率の比較(推移)については、東証 33 業種から売上等についての会計基準の違う金融 4 業種(銀行、証券、保険、その他金融)を除いた 29 業種合計と同業他社をその対象とした。また、数値は年度末時点で普通株式が上場している 29 業種及び同業他社の年度決算の合計を用い、全て SC 社の保有する全社決算データベースを基に集計・加工を行った。計測期間については、リーマン・ショック以前の戦後最長の景気拡大期間であった「いざなぎ景気」の最終年度である 2008 年 3 月期からとしている。

売上高営業利益率をグラフにすると図表 11 のとおりとなり、同利益率と売上高最終利益率推移は図表 12 のようになる。

図表 11:



SC 社が保有する全社決算データから作成

図表 12:

	利益率推移							
	対象社数		営業利益率 (%)			最終利益率 (%)		
	29業種	同業他社	RCC社	29業種	同業他社	RCC社	29業種	同業他社
08/03期	3721	23	5.9	6.0	4.3	2.9	3.2	1.4
09/03期	3718	24	0.1	3.3	3.2	-2.0	0.1	0.1
10/03期	3622	24	2.7	3.7	1.3	1.0	1.4	0.1
11/03期	3519	24	6.4	5.4	3.8	4.4	2.4	1.5
12/03期	3439	25	7.0	4.6	4.6	3.2	1.8	1.8
13/03期	3388	25	6.7	4.6	4.9	3.9	2.1	2.7
14/03期	3372	26	7.4	5.5	5.8	4.8	3.4	3.6

網掛け部 RCC社>29業種及び同業他社

SC 社が保有する全社決算データから作成

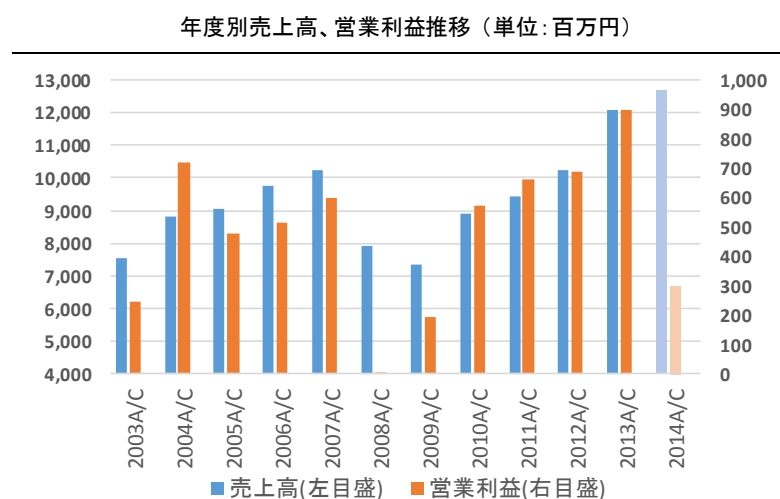
これにより、住宅販売業は 29 業種に対して 2008 年 3 月期から 2011 年 3 月期まで営業利益率、最終利益率ともに下回る状態が続いたが、2012 年 3 月期以降は 29 業種とほぼ並ぶレベルにまで両利益率が上昇したこと、RCC 社についてはここ 4 期間、同業及び 29 業種を上回る利益率で推移してきたことが分かる。

今期見込み

2015 年 3 月期見込みハイライト

RCC 社は 2013 年度の決算と同時に 2014 年度の見込みを発表した。それによると今期は、売上高が 12,700 百万円と前期比 5.1%の増収となるものの、利益項目については営業利益が前期比 66.6%減の 300 百万円、経常利益が前期比 67.0%減の 300 百万円、最終利益(純利益)が前期比 68.8%減の 180 百万円と大きな減益を見込んでいる。見込みを加えた売上高、営業利益の推移は図表 13 となり、明らかに一時的な費用の増加が考えられるが、それは中期経営計画達成のためとしている。そのため、中期経営計画の進捗状況の精査が必要となる。

図表 13:



RCC 社決算数値及び2014年度決算見込みから SC 社作成

中期経営計画の進捗状況

中期経営計画とその進捗状況

同社は 2012 年に 2017 年 3 月までの中期 5 カ年計画「“異端でメジャー”ステージアップ 5 カ年計画」を発表し、今期はその折り返しとなる 3 期目となる。

具体的な経営指標の最終目標は、連結売上高 180 億円、営業利益率 8%、ROE18%であり、その計画遂行の為に体制(受け皿)として、展示場数 50 拠点、営業員 250 名、前提条件として展示場新規来場者数 3 万 3 千件、契約棟数 1,900 棟を掲げている。

ここで、発表時点から巡航速度でこの中期経営計画(以下「中計」とする)を達成するための数字との比較により、この 2 年間の経営指標、体制、前提条件の進捗状況をまとめると図表 14 のとおりになる。

図表 14:

(中計達成のための巡航値と実績)		11/03期	12/03期	13/03期	14/03期	評価	15/03期	16/03期	17/03期
売上高(百万円)	中計達成巡航値	8,898	10,415	11,932	13,449		14,966	16,483	18,000
	実績(及び見込み)	8,898	9,446	10,230	12,087		12,700		
	達成率(%)	100.00	90.70	85.74	89.87	○△	84.86		
営業利益(百万円)	中計達成巡航値	573	718	862	1,007		1,151	1,296	1,440
	実績(及び見込み)	573	662	688	897		300		
	達成率(%)	100.00	92.26	79.81	89.12	○△	26.06		
営業利益率(%)	中計達成巡航値	6.44	6.70	6.96	7.22		7.48	7.74	8.00
	実績(及び見込み)	6.44	7.01	6.73	7.43		2.36		
	差(bps)	0	31	-23	21	○	-512		
拠点数	中計達成巡航値	34	37	39	42		45	47	50
	実績(現在確定数)	34	36	38	39		45		
	達成率(%)	100.00	98.18	96.61	92.86	○	100.75		
営業員増加数	中計達成巡航値	0	23	47	70		93	117	140
	実績	0	16	22	44				
	達成率(%)		68.57	47.14	62.86	×			
(11/03期営業員数は110人)									
新規来場数(件)	中計達成巡航値	17,614	20,178	22,743	25,307		27,871	30,436	33,000
	実績	17,614	20,084	23,149	26,567				
	達成率(%)	100.00	99.53	101.79	104.98	○			
契約棟数(戸)	中計達成巡航値	762	952	1,141	1,331		1,521	1,710	1,900
	実績	762	925	1,023	1,012				
	達成率(%)	100.00	97.20	89.63	76.03	×			

実績については同社資料より転記。巡航値は SC 社推定値、評価は SC 社による評価

各項目の対する筆者の評価は以下のとおり。

新規来場件数と拠点数

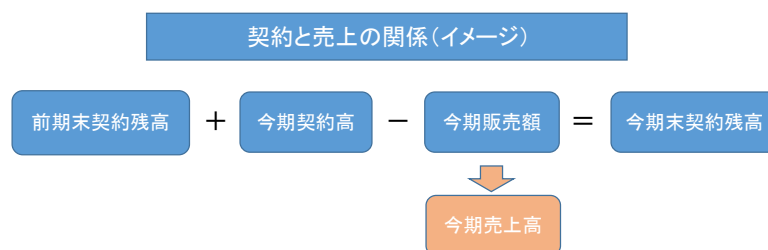
新規来場数は現段階で巡航値を 5%程度上回っている。これは、拠点数は前期末で 39 と巡航値に対しては 7%程度下回るものの、「BESS 藤沢」が開設された影響もあり、順調に同前提条件は推移していると考えられる。その拠点数は、前述したように 45 拠点までは開設がほぼ決定しており、この数字が今期末の巡航値とほぼ一致していることを考えると、新規来場数と拠点数については計画通り、または計画を上回る状態で推移していると判断される。

売上高進捗考察

一方で、売上高、営業利益については約 90%程度の進捗となっており、この部分に対して投資家は懸念を持つかもしれないが、筆者は全く違った見解を持っている。

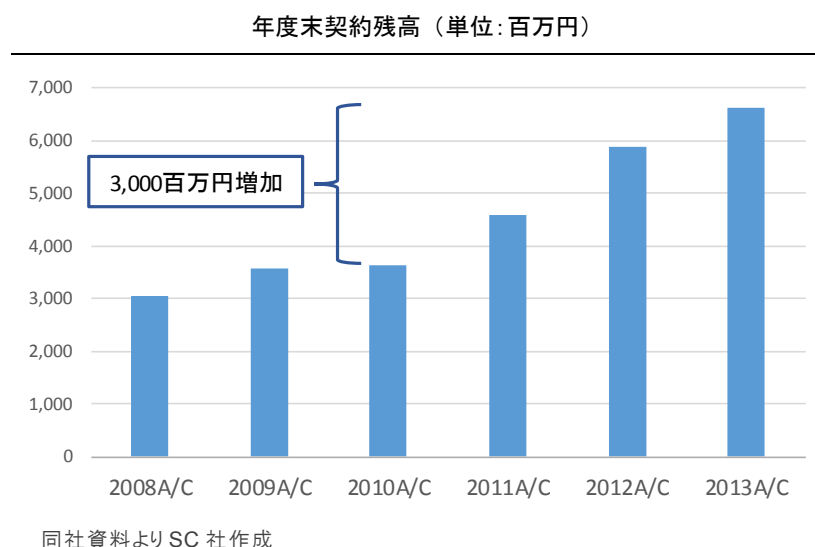
ここで、住宅販売会社の売上高について説明する必要がある。住宅会社の契約高及び契約残高、売上高の関係を示すと以下のようになる。

図表 15:



同社のセグメントにおけるこの「契約」、「販売」に係る部分は、直販においては「工事」、販社においては「商品」、BP 社においては「工事」であるため、その契約残高の期末合計金額をグラフにすると図表 16 のようになる。

図表 16:



この期末の契約残高は翌期以降に、「販売＝売上高」として示現できる部分を示しており、前期末ベースで 6,614 百万円ある。これは 2011 年 3 月末の 3,640 百万円よりも約 3,000 百万円多く、計画発表時に比べて売上に“投下”できるバッファの部分が同額分増加したことを意味している。売上高と巡航値との差は今期末見込みで 2,266 百万円となるが、計画発表時レベルにまで契約残高を落とすのであれば、理論上その差額以上の売上余力があることになる。むしろ同社の場合、第 3 部において述べるが、工期の遅れによって売上に計上できない部分の影響の方が心配である。

営業利益についても売上高にリンクするものであり同じ理由から問題視していない。

営業利益率については巡航計画値よりも前期末時点で上回っている。前期は「BESS 藤沢」の経費増・償却増があったことを考えると、部材のプレカットや共通化による工期圧縮を含めたコスト意識の施策が奏功していると考えられる。繰り返しになるが、前期までの 4 期における利益率の高さは評価されるべきである。

となると、問題は 2 点に絞られる。1 つは営業員数の増加が大きく巡航値を下回っていること(63%程度の達成率)、もう 1 点は契約棟数が同じく巡航値を下回っていること(76%程度の達成率)である。この解決のために費用を投下するというのが今回の減益見込みの本質である。以下に同社の決算短信を引用する。

「戦略的費用の増加」。今期は、「現在直面している課題に正対し、目標(中期経営計画)達成を確実にするために、様々な方策を実施する年度」である。具体的な課題としては、「受け皿整備の進捗の遅れ」、「商品競争力の強化」、「BESS の営業スタイルの再徹底」、「本部主導で質・量両面における営業力の強化」、「既存拠点の移転拡大・演出強化を含めた展示場の魅力向上」である。(「」内は同社短信の文言、()内は SC 社補完)

費用増加の精査

費用増加の精査

売上高が前期比 613 百万円拡大する見込みであるのに対して、営業利益が前期の 897 百万円から 300 百万円に減少するということは、売上に関わる費用(売上原価及び販売管理費)が 1,210 百万円増加するということである。

筆者はこの今期の費用増加について、①売上原価に関わる、円安、資材の高騰、職方不足対応による結果的なコスト増、②本社移転に関わるランニングコスト、償却負担の増加、③短信に書かれた「戦略的費用の増加」に分けて考える必要があると判断している。

売上原価に関わるコスト増

① 売上原価に関わるコスト増

売上総利益率の推移を見てみると、同社の場合 2011 年 3 月期以降の 4 期間に亘り、34.1%~34.6%の間で安定的に推移してきた。そのため、前期までの売上原価率を考慮すると、売上高が 613 百万円増加することによる自然売上原価増加額は $613 \text{ 百万円} \times 65\% = 398 \text{ 百万円} \div 400 \text{ 百万円}$ と考えられる。

為替の影響

次に考えなくてはならないのが為替の円安による影響である。

同社は、輸入企業に対して円安の影響が出ると思われた前期についても売上原価率が 0.4%低下している。同社のログハウス・自然派住宅は、「あきつログハウス」を除けば外国材の使用比率が高く、主な輸入相手国はフィンランド、カナダである。

それなのに、前期、原価率が低下したということは、部材のコストカットなどの影響が大きかったと考えるよりは、むしろ、同社は円安の影響を前期はさほど決算上受けなかったのではないかと考える方が自然である。それは、円安進行までに行っていた「為替予約玉」の存在である。

その為替予約玉であるが、円安が始まった衆議院解散決定から既に現在 1 年半が経過しており、多くの輸入企業が円安進行前の為替予約玉を持たない状態である。衆議院解散決定時に 2 年間という長期の予約を施していたとしても今年下期には“カラ”になることが予想される。輸入企業について円安＝原価高の影響が表れるのは前期よりも今期の方が大きいとの見方を SC 社はとっているが、RCC 社についても今期はそ

の影響が出ると思われる。むしろ、前期は当該部署がそれまで積極的に行ってきた為替予約が非常に奏功したと考えるべきである。

為替の影響について、商社を通して輸入する部材（約半年先まで、為替、部材価格込みで円建て契約を行う）以外の直接予約分について「1 円の円安で 1000 万円利益減少」とし、あまり明解な開示を行ってこなかったが、それは高い為替予約比率が背景としてあったのかもしれない。

図表 17:

年度別週末平均為替レート	ユーロ/円	前期比上昇		CAN\$/円	前期比上昇		US\$/円	前期比上昇	
		円	率 (%)		円	率 (%)		円	率 (%)
2011/04 - 2012/03	108.8	—	—	79.5	—	—	79.0	—	—
2012/04 - 2013/03	107.3	-1.5	-1.4	83.0	3.5	4.4	83.2	4.2	5.4
2013/04 - 2014/03	134.7	27.4	25.5	95.2	12.1	14.6	100.4	17.2	20.7
(参考値)									
2014/05/23	138.9			93.7			102.0		

QUICKの為替データよりSC 社作成

同社が部材を輸入している際に用いられる 3 通貨の年度別平均レートは図表 17 のとおりとなる。ここで、為替予約比率を 5 割と仮定すると、筆者の試算によると、今期の円安による収益の悪化は 80 百万円から 100 百万円と見込むのが妥当と考えられる。

その他の売上原価に関わるコストの増加要因としては、資材の高騰、職方不足への対応であるが、これについて SC 社が現段階で合理的な費用の増加額を推定することは困難である。

本社移転の影響

② 本社移転に関わるランニングコスト、償却負担の増加

同社はこの 3 月に本社をそれまでの東京都渋谷区南平台からほど近い、同区神泉町に移転した。新本社は 7 階建てビルの 1 棟貸借で、1 階には同社のガジェット（「BESS」の家の暮らしを楽しむための道具たち（机、椅子、置物、スベリ棒、ウンティ、ハンモック、はては使用目的不明なもの。同社いわく「ガラクタ」）が、“所狭し”と並び、道行く人を驚かせる。

しかし、中に入ると、2 階から 7 階のほぼ半分が、講堂、研修室、打ち合わせ・会議室となっており、直販、販社、BP 社の営業員の研修も、その大きな目的の一つとした移転であったことが分かる。そのため、意義としては、同社の言う「戦略的費用」の意味合いがあるが、家賃増のランニングコストと償却は今期 1 年に限るわけではなく、その費用増加は別要因として考えるべきと判断する。SC 社のヒアリングに対して同社は、2014 年度、2015 年度について、それぞれ 90 百万円の費用の増加を認めている。

但し、再度斟酌を加えると、今回の移転は数年前から候補地を探し続けていたものであり、決して短期的に判断されたわけではない。また、その費用の増加についても、移転がもたらす研修等の効果が長年に亘り同社の契約高増に結びつくとの判断が前提にあることは確かである。

「戦略的費用の増加」

③ 短信に書かれた「戦略的費用の増加」

以上から、総費用増加金額 1,210 百万円の内訳として、筆者は、売上増に伴う自然売上原価増加額 400 百万円、為替の影響 100 百万円、本社移転に伴う費用増加額 90 百万円を引いた 620 百万円が、「資材の高騰、職方不足への対応見込み」及び同社のいう「戦略的費用」の増加分と試算する。また、今般、決算説明会において、同社は「戦略的費用」を約 500 百万円と明言したことから、「資材の高騰、職方不足への対応見込み」は約 120 百万円を見込んでいることになる。

「戦略的費用」の内訳

～「営業員数の増加」、「契約棟数増加」という課題への対処～

営業員数の増加について、同社は「販社の拠点で顧客対応にあたる営業員を、RCC 本部主導で前倒し採用を行い、BESS の正規の営業教育を施し、質の高い営業員を増やす」ことを明らかにしている。そのため、積極的な採用・研修に係わる費用の増大が想定され、この部分に戦略的費用 500 百万円の約半分の金額を投じるとしている。

また、契約棟数増加に向けた施策については、特に販社のセグメントを強く意識したものとなると思われる。ここ 2 年間で 3 セグメント合計の契約高に占める同セグメントの比率が低下していること、また、前期、新規来場数の増加が契約棟数の増加に想定したほど結びつかなかったことを、同社は非常に懸念している。そのため、新商品の開発、今期の販社応援費用等で、営業員数の増加に向けた費用と同じ約 250 百万円を投じるとしている。

「販社制度」を再度考える

「販社制度」を再度考える

両者の費用を考えると、「戦略的費用」とはつまるところ、販社に対する施策費用であることが分かる。ここまで同社が販社にコミットする理由は、RCC 社と販社との結びつきが、小売業における FC 制度などとはレベルの違う深い関係であるからである。

同社が築き上げたこの販社制度(FC 制度)は、大手といえどもこれから取り入れることはなかなか容易ではない。単独の展示場用地を確保して、そこに 3 棟以上のモデルを建てるという(投資)費用を(地区)販社が負担するというのは、よほどの信頼とその商品に対する理解がなくてはできないことである。そのため、参入障壁の極めて高いこの制度は、RCC 社にとって“至宝”ともいえるものであるが、一方で、販社の契約動向に業績が大きく左右される点、また、販社は独立した会社であり、直接グリップすることが困難であるというデメリットもある。

そのため、今期同社は、本部機能として販社の営業員を再度研修し、“「BESS」の営業員としてのプロ”を育てるという強い意識を持っている。ここで言う「プロ」とは、決して単に“物(家)を売るプロ”ではない。社長に今期の研修についてインタビューしたところ、「「BESS」の営業を理解し、それが実際に売上に結びつくまでは 1 年以上の時間がかかる。新規の営業員に対してその研修を行うだけでなく、既に販社の営業員である人に対しても再度の研修を行いたい」との答えが返ってきた。また、本部の営業員を販社に派遣することも考えているという。筆者は販社の前期の不振について、大手社との比較により、「同等」との評価を行ったが、同社の経営陣は同社における販社の重要性を強く認識したうえで、その施策を打ち、係る費用を今期に計上するのである。

SC 社 今期業績予想

SC 社 今期業績予想

そのため、今期においては、四半期決算の開示情報により、営業員増員施策、販社政策、商品競争力の強化といった項目がどのように進捗しているか、どのような施策が採られたか、また、それは中期経営計画のみならず、「その先」を見据えたものであるかの判断を都度行うことの方が、業績見通しを立ててそれを検証することよりもはるかに重要であると考え、SC 社は RCC 社の今期の業績予想をたてないこととする。業績予想をたてない補足的な理由は以下の 2 つ。

- ① 今期営業員数の増加が困難であろうと予測することは、費用の縮小＝利益落ち込みの軽減、を意味するが、このことは、戦略的な費用拡大、それに伴う利益の減少を経営判断としている同社に対する評価において意味を持たないということ。
- ② 利益の今期の落ち込みは大きいですが、営業利益は売上高から売上に関わる費用を引いたものでしかなく、費用の増加という点で見ると、今期は 1,210 百万円の増加を見込んでいるが、前期は対前々期に対して、1,648 百万円増加している。

つまり、前期は売上高が 1,857 百万円増加したがゆえに費用の増加を吸収した形となっているが、今期は売上高の増加を 613 百万円しか見込んでいないがゆえの減益である。しかし、その気になれば売上高に示現可能な契約残高は前述のように 3 セグメントで 6,614 百万円存在している。売上高の保守的な伸びの見込みには、職方不足に対して追加の大きなコストを払ってまで売上転化を急がないという判断が含まれていると思われる。またこのことは、筆者の「住宅販売業界は売上高よりも(期間)契約高が重要」という考え方にも一致している。その意味で同社の今期の売上高が見込みよりも増減し、その分、営業利益が増減しても、それは筆者の同社に対する評価に何の影響を与えるものではない。大切なことは、今期が今後の安定的な契約高の増加の蓋然性を高める 1 年になるかどうかの一点である。

―第3部― RCC 社の現状に対する考察

第 2 部で述べたように SC 社は RCC 社の今期の業績について予想を立てないが、同社の現状に対する考察を最後に載せる。

果たしてここ数年の環境は 「追い風」であったのか

RCC 社が中期経営計画を発表したのが 2012 年のこと。

筆者は、それからの同社を取り巻く市場環境は、決して同社に対して“追い風”であったとは考えていない。東日本大震災からの復興需要、老朽化した社会インフラの整備も含めた積極的な公共投資、オリンピック開催の決定は、資材の高騰のみならず、施工部門を持たない同社に職方不足による施工、受け渡しの長期化という問題をもたらした。

また、安倍政権発足後の景況感の改善は住宅販売業全体に対して好影響をもたらしたが、同時に進行した円安の影響度合いは他社に比べて大きかったと思われる。そして、昨年の消費増税決定時期における駆け込み需要についてであるが、プラス効果は同業他社に比べて小さく、また、今期以降に与えるマイナスの影響は同業他社よりも一時的に大きいと判断している。

なぜ、「消費増税」はプラスではなかったか

消費増税が同社にとって追い風でなかった理由は、需要の喚起が同社の得意とする形とは全く違った次元で生じたということに尽きる。同社の契約者は同社の提唱する「暮らし中心の家」について時間をかけてイメージすることから、「9 月までに契約」という時間的な制約のある状態での需要の取り込みは同社のマーケティング・スタイルとは全く違うものであったと思われる。

実際に合同展示場にヒアリングを行ったが、（展示場によっては極めて異例のことであるが、）8 月、9 月に休業日を返上したところもあった。また、来場状況を振り返り、「明らかに過去最高の来場で、平日についても会社を休んで展示場を訪れる家族連れが多く、対応が非常に大変であった」とのこと。

これは、「9 月までに成約」という時間的な制限があるなかで、住宅を購入すると決断した人が、短時間で比較可能な合同展示場に押しかけたことを表していると思われる。無論、同社の単独展示場へも多くの来場者が訪れたが、筆者が懸念しているのは、そのような制約の無い状態であれば、今年、来年に「BESS」の展示場を訪れ、そして、その感性で「BESS の家」を選んだかもしれない潜在顧客が、「BESS」を知らないうちに、「BESS」を見ずして、駆け込みにより他社において住宅を購入したケースが存在するということである。

この部分是否定できない。なぜならば、同社のマーケティングは、大数の法則に合致しているからである。第 1 部の定性の項で述べたとおり、「新規来場件数と契約件数の相関」により、ビジネス・フレームワークが確立されてきたことは、高い決定係数が証明している。つまり、一定数の人間の中には、一定比率で、他社と比較を行わずに同社を選択する「感性の持ち主」が存在するということである。

前年度下期の営業態勢

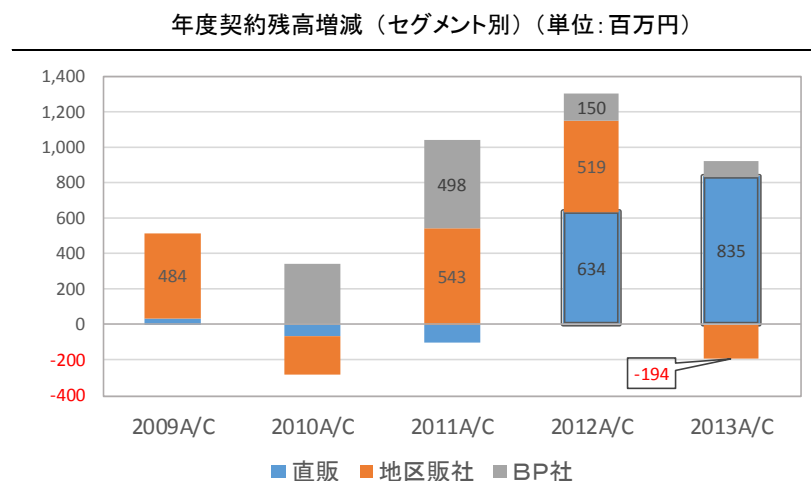
また、「消費税 5%確定時期」である昨年 9 月が終わり、下期を迎えるにあたって、同社は他社に比べて、営業態勢上かなり不利な状況であったと推察される。それは、

成約から完成(受け渡し)までに想定される期間が他社に比べて長かったのではないかとのことである。

契約残高の増加

図表 18 は年度別の契約残高増減を表している。これは、「直販」においては「工事」、「販社」においては「商品」、「BP 社」は「工事」に限定して計測したものである。

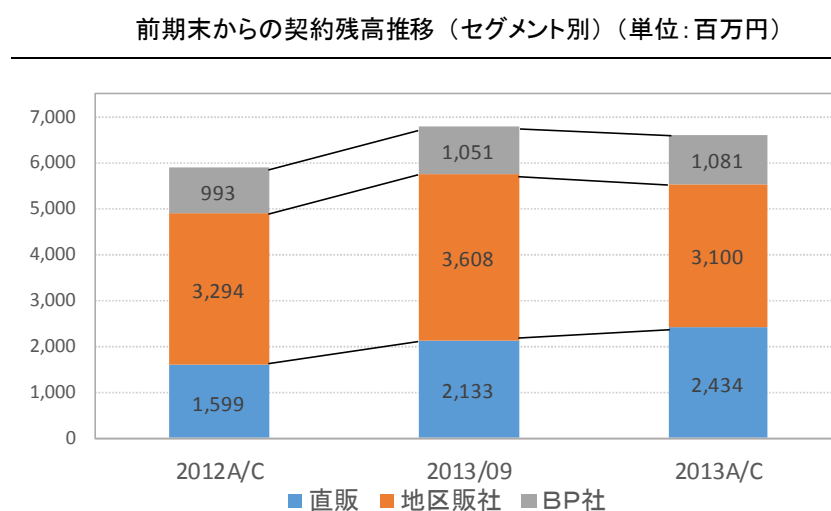
図表 18:



同社資料より SC 社作成

これにより、2011 年度、2012 年度に販社が契約残高を増加させたこと、直販も 2012 年度、2013 年度に契約残高を増加させたことが分かるが、これを残高ベースで昨年 3 月末からこの 3 月末までの半期推移を示すと以下ようになる。

図表 19:



同社資料より SC 社作成

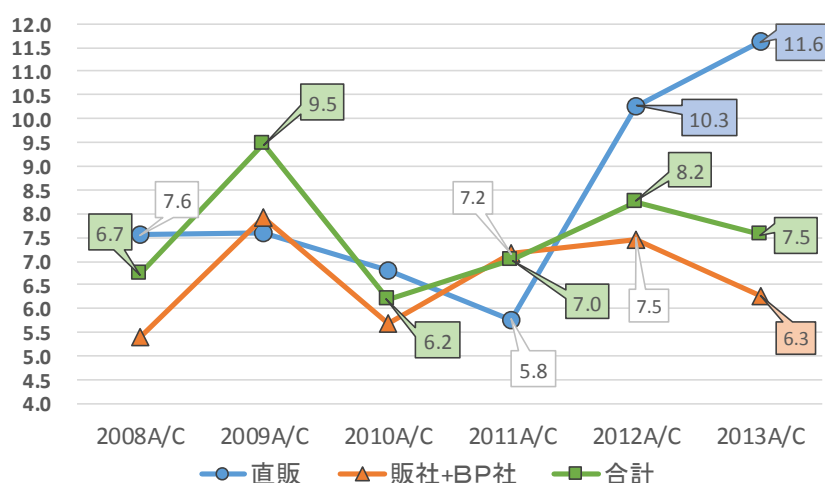
これにより、昨年 9 月末時点での契約残高が最も大きかったことが分かる。この要因は第 2 部の図表 5 で示したとおり、直販の契約が好調であったことであるが、それでは実際に同社の家を契約した場合にどのくらいの期間で受け渡しが行われるかを試算してみる。

受け渡しまでの期間の長期化

図表 20 は、年度末の各セグメントの契約残高を、その年度の販売高を 12 で除した金額で除したものである。これによると、2014 年 3 月末時点で、全社ベースでは 6.3 ヶ月、直販では 11.6 ヶ月、物件の引渡しにかかる計算となる。同社に確認したところ、直販で 9 ヶ月程度、販社で半年程度との回答を得た。そのため、この直販の数字はやや大きく出てしまったが、傾向を示すグラフとしては有効であると思われる。このグラフを見る限り、昨年 10 月以降の成約物件を増税前の今年 3 月までに完成させるのは、直販ではほぼ無理であり、販社においてもかなり困難であったのではないかと推測される。

図表 20:

年度末契約残高／月次平均販売額（セグメント別）（単位：月）



同社資料より SC 社作成

それでは、昨年の 10 月以降の下期に同業他社がどのような営業姿勢であったかといえば、“まだ間に合いますキャンペーン”を行っていた会社が多かったようである。基礎工事の乾燥期間を正月休みに充てれば 3 月までには完成できるという宣伝文句である。そのため、前年度下期において、同社は非常にディスアドバンテージな状態で営業を行っていたと考えられる。

施工＝販売＝売上は改善するのか

ひとつ断りを入れたい。それは同社の直販部門の受け渡しまでにかかる長さゆえ施工部門を持つべきだということを述べたいのではないということである。

住宅販売会社が大きな経営判断として選択することは 2 つしかないと筆者は考えている。それは土地を持つか持たないかの判断、そして施工部門を持つか持たないかの判断である。この 2 つを持つことによって、リターンも、そしてリスクも経営上大きくなることは明らかである。同社はその両方を現在では持っていない。そして、この 4 年間の利

益率の高さはその選択がこれまでは正しかったことを意味している。但し、現在は施工部門を持たないことが、結果的にこのような状況の一因となっていることを述べたいだけである。

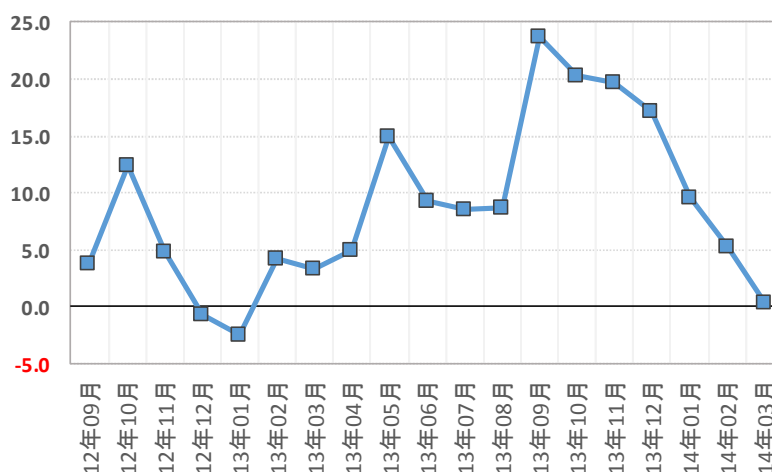
着工件数と建設技能労働者過不足率

それでは、受け渡しまでの期間は短くなるのか。これについては、同社にとって明るい事象とそうでない事象が起きている。

新設住宅着工件数は、実は月による季節性が高い。そのため、野田政権で消費税率引き上げが閣議決定された 2012 年 8 月以前の月別の 5 年平均件数を算出し、その後の新設住宅着工件数が月別 5 年平均をどのくらい上回るペースであったのかをグラフにしたのが図表 21 である。

図表 21:

消費増税閣議決定後の月別着工件数増率(%)

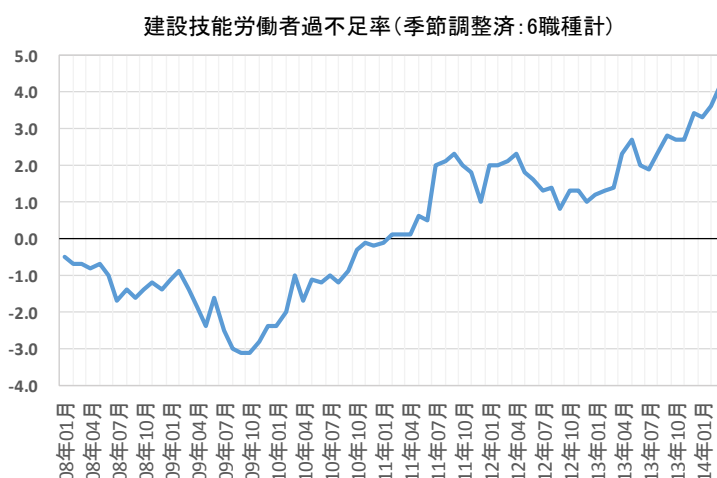


国土交通省「建築着工統計調査」より SC 社加工・作成

このグラフから昨年 9 月に一気に着工件数の増率が大きくなり、年明けに沈静化し、現在は 2012 年 8 月以前の水準にまで戻っていることが分かる。つまり、業界全体の過熱感は収まったということである。

しかし、これを喜んでいられないもうひとつの指標がある。図表 22 は同じく国土交通省が発表している、「建設労働需給調査」の「建設技能労働者過不足率(6 種・全国・季節調整値)」を SC 社が加工し、グラフで表したものである。

図表 22:



これによると、リーマン・ショックから1年が経過した2009年9月を境にして建設労働者に対する需給状況が変わり、ほぼ一貫して建設労働者に対する不足度が上昇していることが分かる。職方不足の解消は容易ではないだろう。

このことは同社も十分に認識している。

2014年3月期の契約残高は6,733百万円である。また2014年度の契約高として11,990百万円、売上高として12,700百万円を見込んでいるということは、今年度末の契約残高見込みは6,023百万円となり、契約残高の減少幅は710百万円と小幅にとどまることになる。これは、2012年3月期レベルとほぼ同じで、高位な契約残高であることに変わりはない。

このことが懸念材料となる可能性があるのは2つ。ひとつは「そこまでは待てない」と顧客が考えることはないかということ、そしてもうひとつは、今年中に安倍首相が判断すると明言している、来年10月からの消費税率10%への再増税がもし決定された場合、営業現場において同業他社に比べて不利な状況が再現するということである。

消費税率が8%に引き上げられた際に、表明から実施までの期間が6ヶ月であったのに対して、今回は9ヶ月とやや長いことと、前回の税率引き上げで前倒し需要のかなりの部分を取り込んだため、10%への再引き上げ時には今回ほどの駆け込み需要は発生しないであろうということを考えると、前回引き上げ時よりも同社に与える相対的な“向かい風”は小さいと思われるが、9ヶ月という数字が、現在の同社の直販部門が、成約から受け渡しまでにかかる期間とほぼ同じであり、再増税前に引き渡しを終えるためのギリギリの数字であるという認識は持つべきであろう。

中期経営計画達成のための費用増について

筆者が、同社が同業他社に比べて優れていると考えるポイントは、「感性マーケティングによって、新規来場者数を一定割合で成約に結びつかせる強固なビジネス・フレームワークを構築したこと」と「利益率がこの4期において同業他社比で極めて優秀なものとなったこと」の2つである。

「感性マーケティングによって、新規来場者数を一定割合で成約に結びつかせる強固なビジネス・フレームワークを構築したこと」の“証”である、第 1 部の図表 2 示した式によると、これまでの状態で中期経営計画の目標である契約高 180 億円を達成するために必要な新規来場者数は 44,000 件となり、同社が中期経営計画の前提条件としている 33,000 件のちょうど 4/3 倍となる。つまり、同社は成約率をこれまでより 33% 上昇させることを意図していると考えられる。筆者が考える今回の中期経営計画の本質はこの「成約率の 33% 増」という隠れた真実である。筆者としては、中期経営計画とおりの 33,000 件の新規来場者数であれば、140 億円の契約高でも、十分にそのフレームワークは維持できていると考える。

また、同社が中期経営計画の前提条件として掲げている契約件数 1,900 件は、(同じく前提条件である)営業員数 250 名が、2012 年度の 1 営業員当たりの契約棟数実績である 8.0 棟(2013 年度は 7.0 棟)の契約を達成すれば可能な数字となっているが、このことは上記のように、結果的に成約率を 33% 引き上げることになるのである。中期経営計画制定時の営業員数は 110 名であるから、新たに加わった(加わる) 140 名を、これまでのレベル、いや、それ以上に「BESS の家」を顧客に理解してもらえレベルにまで育て上げること、「BESS」の営業員とはどのようなスキルが必要なのかをきちんと理解してもらうことが必要となる。

説明会においても、「中期経営計画の、その先」という言葉が出てきている。この営業員に対する教育が長期的な同社の成長を支える原動力となることは確かである。きちんと「BESS の営業員」とは何なのかを理解した営業員数を育て、増やすことは、あくまでも、「その先」のための布石と考える。

次に、「利益率がこの 4 期において同業他社比で極めて優秀なものとなったこと」をこれからどう考えるかであるが、筆者は本質的な利益率とは、営業利益率では計れないと考えている。

筆者が住宅販売会社のレベニューの基準と考えているのは、売上高でなく、契約高である。同社が中期経営計画を制定した時点で、契約高と売上高(販売高)はほぼ一致しており、ここまで契約残高が大きくなることは想定していなかったはずである。それまでのように、期中の契約高に相当する分を期中に販売(売上計上)することを前提としていたはずである。

そのため、営業利益率ではなく、契約高利益率を念頭に置くべきであると考え。これは売上に係わる費用を変動部分と固定部分に区分したうえで、変動部分は契約高/売上高の比率を掛け、それに固定部分を加えて費用計算を行うものである。契約高と売上高に乖離があるため、これからはこの数字の動向をきちんと計測することが重要と考える。

例え、この数字が今期一時的に悪化しても、2017 年 3 月期に再浮上に向けた状態を示していることが望まれる。無論、理想としては 2014 年 3 月期の数字を上回っていることである。それが達成できれば、今期の費用増加の正当性は証明されることになる。また、将来、軌道修正が必要になった際に判断基準となるのも同数値であろう。

ROE についても述べる。前期の ROE15.4%(会社発表数値)という数字は既に非常に高い水準である。SC 社が計測している 29 業種 3279 社データによると、同社の順位は 434 位と上位 13%程度に位置している。また、直近 3 期累計の ROE 順位も 513 位と同じく高位である。因みに、同社が中計で掲げている 18%という数字は、前期の順位でいうと 310 位に相当する。

再度、この 5 年間を振り返る。これだけ同社にとって“向かい風”の状況のなか、着実に業績を拡大させた背景には、もっと大きな“追い風”の存在があったということである。それは、同社の提案する暮らしと感性マーケティングに共感する、顧客という、緩やかながら確実に同社の背中を押す風である。

炊飯器に例えよう。現在、世界中で日本の炊飯器の評価はすこぶる高い。高性能で高価格帯が売れ筋だという。これに無洗米を入れれば、手間をかけずに、毎日同じ米が食べられる。しかし、「BESS の家」は土鍋である。琵琶湖の湖底の土やその他各地のそれに適した土で作られる土鍋も非常に人気がある。自分の納得のいく米を炊くまでに何度も失敗するかもしれない。毎回、硬さも違うかもしれない。しかし、それを求める人がいる。BESS の家はそのような土鍋と同じ性格を持ったものである。

高機能製品は他社がさらなる高機能を開発すれば、すぐに消費者はそちらに流れるが、「好き」という絶対的な価値は流れることはない。同社の最大の強みはやはり「感性マーケティング」を貫き通し、それが支持されているということなのである。

RCC 社の新社屋の 1 階に「狂狷(きょうけん)の道」という大きな書字が掛かっている。論語のなかでも解釈の仕方が何通りもある「狂者は進みて取り、狷者は為さざる所あり」という言葉を、同社は「果敢な挑戦心と、たとえできることでもやらないことがある」と解釈して、信念としている。

今回の戦略的費用の投入も、この言葉に沿って行われることを期待したい。

会社発表決算データに基づくスプリングキャピタル社試算経営指標等 (金額単位:百万円)

	2010/03	2011/03	2012/03	2013/03	2014/03	2015/03
情報元	有報	有報	有報	有報	有報	会社見込み
連結・単独	連結	連結	連結	連結	連結	連結
基準	国内基準	国内基準	国内基準	国内基準	国内基準	国内基準
■貸借対照表						
資産の部						
流動資産	3,481	3,637	4,711	3,845	4,878	
固定資産	4,242	4,189	4,181	4,666	5,134	
繰延資産						
資産合計	7,724	7,827	8,893	8,511	10,013	
負債の部						
流動負債	2,892	2,975	3,967	3,090	3,672	
固定負債	2,165	2,005	1,892	1,894	2,328	
負債合計	5,058	4,980	5,860	4,985	6,000	
純資産の部						
自己資本	2,666	2,846	3,028	3,507	3,995	
(資本剰余金)	(618)	(618)	(618)	(618)	(656)	
(利益剰余金)	(1,288)	(1,628)	(1,860)	(2,148)	(2,600)	
純資産合計	2,666	2,847	3,033	3,526	4,013	
■損益計算書						
売上高	7,347	8,898	9,446	10,230	12,087	12,700
(販売費及び一般管理費)	(2,173)	(2,457)	(2,576)	(2,849)	(3,236)	
営業利益	196	573	662	688	897	300
経常利益	183	576	646	676	908	300
当期純利益(最終利益)	74	389	298	396	576	180
■キャッシュフロー計算書						
営業活動によるキャッシュフロー		852	951	-519	799	
投資活動によるキャッシュフロー		-85	-178	-555	-251	
財務活動によるキャッシュフロー		-153	309	-174	168	
(現金及び現金同等物の期末残高)		(2,522)	(3,582)	(2,371)	(3,096)	
(EBITDA)		(735)	(802)	(855)	(1,112)	
■スプリングキャピタル社試算経営指標 (単位:%,倍)						
流動比率	120.4	122.3	118.8	124.4	132.8	
固定比率	159.1	147.2	138.1	133.0	128.5	
自己資本比率	34.5	36.4	34.0	41.2	39.9	
負債比率	189.7	175.0	193.5	142.1	150.2	
デットエクイティレシオ	80.2	72.2	80.9	68.4	66.1	
インタレストカバレッジレシオ	4.5	12.6	16.7	16.6	23.2	
財務レバレッジ	2.9	2.8	2.9	2.4	2.5	
売上高営業利益率	2.7	6.4	7.0	6.7	7.4	2.4
売上高経常利益率	2.5	6.5	6.8	6.6	7.5	2.4
売上高最終利益率	1.0	4.4	3.2	3.9	4.8	1.4
ROE	3.0	29.7	10.1	12.1	15.4	
ROA	2.7	23.5	8.0	8.0	9.8	

会社情報

証券コード	7837
社名	株式会社アールシーコア
本社事務所所在地	東京都渋谷区神泉町22-2 神泉風来ビル
登記上設立日	1985/08/26
決算月日	3 月末日
上場日	2005/02/23
代表取締役社長	二木 浩三
資本金	597 百万円

バリュエーション及び市場データ

主要取引市場	東証 JQ スタンダード
東証業種区分	その他製品
売買単位	100 株
前期末従業員数	192 人

2014/7/30

終値	1044円	年初来高値	1328円	2014/01/23
予想PER	25.14倍	年初来安値	930円	2014/05/21
実績PER	7.86倍	6 ヶ月騰落率	-2.2%	(TOPIX) 5.8%
実績PBR	1.14倍	12 ヶ月騰落率	-8.9%	(TOPIX) 8.9%
予想PSR	0.36倍	12 ヶ月ヒストリカル・ボラティリティ	29.6%(年率)	
実績PSR	0.37倍	時価総額	4,526百万円	
EV/EBITDA	3.66倍	売買代金 25 日平均	11,666千円	
実績配当利回り	3.83%			
浮動株比率	15.9%	2014 年 3 月末時価総額	4,684百万円	
大株主所有割合	67.2%	2013 年度平均売買代金	6,678千円	

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スプリングキャピタル株式会社(以下「スプリングキャピタル」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スプリングキャピタルに帰属し、事前にフィスコおよびスプリングキャピタル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・加工することは強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・譲渡することは強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