

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

|                                   |       |    |
|-----------------------------------|-------|----|
| サマリー                              | ..... | 2  |
| 第 1 部 定性情報                        | ..... | 3  |
| 第 2 部                             |       |    |
| 第2四半期決算における、前年同<br>期比較と期初見込みからの修正 | ..... | 4  |
| 第 3 部                             |       |    |
| 今回の第2四半期決算を受けての考察                 | ..... | 7  |
| 第 4 部                             |       |    |
| 第3四半期以降、及び通期の<br>業績見込みについて        | ..... | 11 |
| 第 5 部 新商品                         | ..... | 13 |
| 決算データ等経営指標                        | ..... | 14 |
| 会社情報及びバリュエーション                    | ..... | 15 |

# アールシーコア [7837]

## 下期は積極的な戦略的費用の投下を見込む前提で、営業・経常利益を修正せず

株式会社アールシーコア(以下「RCC社」、「同社」)はログハウス、木をふんだんに使用した自然派住宅の製造、販売を行う。会社設立は1985年。翌年からログハウスの輸入・販売を手掛け、1989年からはログハウス以外の一般住宅にも進出。現在の商品ラインナップはログハウス 5 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。

同社は今期、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」の折り返しとなる 3 期目を迎えている。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 棟を掲げているが、営業員数が目標達成のための巡航値を大きく下回った状態で推移している。

5 月 15 日に発表した 2013 年度決算は、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、売上高営業利益率も 7.4%と同業平均の 5.8%を 1.6%pt程度上回ったが、今期見込みについては、戦略的な費用の投下を要因として、売上高は 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とした。11 月 13 日の第 2 四半期決算発表時に最終利益を従来の 180 百万円から 240 百万円に上方修正したが、これは海外子会社の売却による影響と説明している。

スプリングキャピタル社(以下、「SC社」)は、今期の同社経営指標に関する計数的な予想を立てていない。これは、消費増税後という特殊な環境下であること、今期の利益水準が、投下する戦略的な費用の実現状況により大きく変化することを理由としている。

このレポートは、2013 年度決算及び 2014 年度見込みの発表を受けて 2014 年 8 月 8 日に発行されたイニシャル・レポート(以下、「I レポート」)のフォロー・レポート(以下、「本レポート」)である。

本レポートは、同社が 2014 年 11 月 13 日に第 2 四半期の決算発表を行ったことを受けて作成するものであり、その目的は決算内容に対するアナリストの評価及び I レポート発表後の同社の事業活動の報告である。同社に関する、沿革、事業内容等の詳細な定性情報、及び、過年度決算分析、過年度決算の同業他社比較などの記述は、本レポートにおいて最小限にとどめており、詳細な内容は I レポートをご参照頂きたい。

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

### グループ会社

第 2 四半期終了時点でのグループ会社は、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 社であるが、11 月 13 日の第 2 四半期決算短信において、BFM社の全株式を今期中にカナダのログハウス事業会社に譲渡することで合意したことを発表した。

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、2013 年度より黒字化している。

### 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、（連結子会社から外れる）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%程度を占めている。

### 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。2013 年度における連結売上高構成比率は 24.9%、今期の第 2 四半期終了時点（以下、「今期上期」）での連結売上高構成比率は 28.8%となっている。

#### 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、多くの一般的なフランチャイズ制度で求められる初期契約時加盟金の類いを一切取らず、その代わり、単独展示場（拠点）と専任の営業体制を作ることとを条件としている。

2013 年度における連結売上高構成比率は 60.7%、今期上期の連結売上高構成比率は 56.9%となっている。

#### BP社部門

前述の札幌、岐阜の展示場（拠点）の運營業務。顧客と直接に工事元請契約を結ぶことから施工も行う。2013 年度における連結売上高構成比率は 13.8%、今期上期の売上高構成比率は 13.5%となっている。

#### 北米部門

BFM社の事業。2013 年度における連結売上高構成比率は 0.6%、今期上期の連結売上高構成比率は 0.8%となっている。

## ― 第2部 ― 第2四半期決算における、前年同期比較と期初見込みからの修正

### 第 2 四半期累計決算状況 (前年同期比較)

11 月 13 日に同社が発表した今期上期の売上高は 6,086 百万円、営業利益は 337 百万円となっている。これは、前年同期比で 2.1%の増収、25.4%の減益となる。2010 年度以降の同社の上期の両金額は以下ようになる。

図表 1:

第2四半期累計収益(単位:百万円、%)

|          | 売上高   | 営業利益 | 営業利益率 |
|----------|-------|------|-------|
| 2010 A/C | 4,869 | 402  | 8.3   |
| 2011 A/C | 4,526 | 363  | 8.0   |
| 2012 A/C | 5,152 | 377  | 7.3   |
| 2013 A/C | 5,960 | 452  | 7.6   |
| 今期       | 6,086 | 337  | 5.5   |

営業利益が前年同期比で 115 百万円の減益となっている要因であるが、同社の説明によると、

- ① 直販による増益 (+120 百万円)
  - ② 販社へのキット販売の減少(△29 百万円)
  - ③ 為替(円安)による原価増(△10 百万円)
  - ④ 職方不足等による外注費増加や工期延長による原価増の影響(△60 百万円)
  - ⑤ 新社屋への移転による対前期費用増(△15 百万円)
  - ⑥ 販社契約時に入るロイヤルティ収入の減少(△124 百万円)
- となっている。

このうち、①、②は売上高の増減に関わる影響、③、④、⑤は売上原価及び固定費に関わる増減、⑥は(販社の)契約高の増減に関わる影響と分けて考えることができる。

同社は 2010 年度以降同業他社に比べて営業利益率が 1.6%～2.6%高い状態で推移してきたことを I レポートで述べた(cf. 2013 年度、同社:7.4%、同業他社:5.8%)。

因みに、11 月末時点での同業他社 26 社の見込み合計による今期の営業利益率は 5.3%と、前年度より 0.5%低下しているが、同社の 5.5%という数字は同業他社並みに利益率が低下したように一見すると映る。しかし、⑥の部分営業利益に加えて計算すると、営業利益率は 7.6%と、2013 年度と同じ数値となる。

このことは以下の 3 つの示唆を含んでいると考えられる。

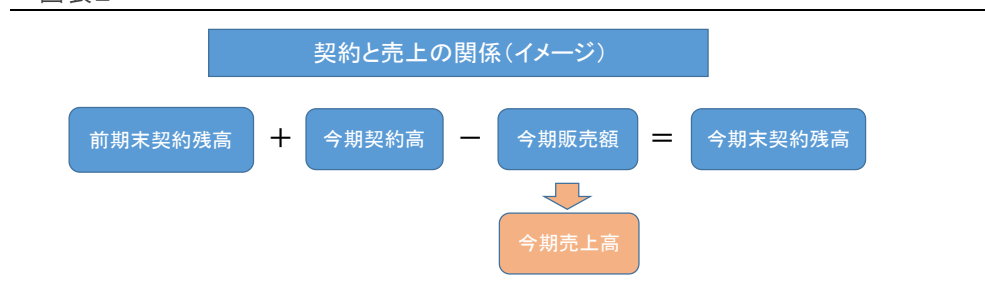
- ① 同社の販売チャネルシステムにおける特徴でもある販社制度は、同社の高い利益率の源泉の一つとなってきた。そのため、今期の減益見込みの根拠となっている営業員の採用、教育、販社に対する支援等の費用の増加は、同社のこれからの事業展開を強固にするためであるという同社の主張が正当なものであるということ。

- ② 販社の今期上期の契約高は前年同期比で 30.3%の減少となっており、そのことが、前述のようにロイヤルティ収入の減少に結びついたが、それでも売上高利益率は同業よりもやや高い水準にあるということ。
- ③ キット部材のプレカット化を一層進め、工期の短縮等に努めたが、資材の高騰、職方不足及びそれに伴う支払い費用の対前年同期増加金額が 60 百万円と、売上高のほぼ 1%に相当する原価高に結びついたこと。

## 契約残高

ここで、同社も含めた一般的な建設業における、売上高と契約高の関係を示すため、1レポートに載せた図表を再掲する。

図表2:



前期末時点での契約残高に当期の契約高を加え、ここから売上高として示現した部分を控除したものが当期末の契約残高となるのであるが、同社の契約残高は決算説明資料によると、2014 年 3 月期の 6,733 百万円が第 2 四半期終了時点で 5,693 百万円と 1,040 百万円減額しており、これは連結内の相殺効果を除いた、第 2 四半期までの累計の契約高と売上高の差異といえる。

このことは、同社の課題の一つであった契約から納期までの期間短縮に副次的ではあるが寄与していると思われる。1レポートに掲載した 2014 年 3 月期末時点での、契約から納品までの期間は、直販:9 ヶ月程度、販社:半年程度(同社の説明による)となっていたが、これが 1 ヶ月以上は短縮されていると推察される。

## 期初見込みからの修正

同社が今回の第 2 四半期決算において発表した今年度の通期業績見込みは図表 3 の通りである。

図表 3:

業績推移(単位:百万円、%)

|       | 2012 A/C<br>実績 | 2013 A/C<br>実績 | 2014 A/C<br>当初見込み | 2014 A/C<br>第2Q修正 |
|-------|----------------|----------------|-------------------|-------------------|
| 売上高   | 10,230         | 12,087         | 12,700            | 12,700            |
| 営業利益  | 688            | 897            | 300               | 300               |
| 経常利益  | 676            | 908            | 300               | 300               |
| 最終利益  | 396            | 576            | 180               | 240               |
| 営業利益率 | 6.7            | 7.4            | 2.4               | 2.4               |
| 経常利益率 | 6.6            | 7.5            | 2.4               | 2.4               |
| 最終利益率 | 3.9            | 4.8            | 1.4               | 1.9               |

上方修正を最終利益についてのみ行ったが、これはBFM社の全株式売却による売却益とそれに伴う法人税等の発生を予想した金額として 60 百万円を見込んだものであり、その他の項目については修正を行っていない。

## — 第3部 — 今回の第 2 四半期決算を受けての考察

### 見込んでいた費用の増加について

今年度の同社の減益見込みは「戦略的費用の増加」であり、この部分は詳細にレポートにおいて分析を施したが、その前提となる 2013 年度決算短信における説明部分を再掲する。

### 決算ハイライト

「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）

これに基づき、SC 社は、①今期の売上高の増加分に対する過去の原価率からの原価増、及び円安、資材高騰、職方不足といった原価に関わる部分、②本社移転に関わる費用増を控除したうえで、今期の「戦略的費用の増加」分を 500 百万円と試算した。

そのうえで、「戦略的費用の増加」の内訳として、中期経営計画達成のための進捗度合いの低い、①「契約棟数増加に向けた施策のための費用」、同じく、中期経営計画達成のための受け皿として掲げたものの進捗率の低い②「営業員数の増加に向けた費用」それぞれについて、各 250 百万円ずつ投じるという同社の姿勢についても紹介したので、その部分も再掲する。

### 「戦略的費用」のうちわけ～「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、RC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なと思われる。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、具体的な施策は明らかとなっていないが、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。

しかし、2010 年度以降の四半期別の売上高、原価、総利益、売上高原価率、売上高総利益率を載せると図表 4、同じく、販売費及び一般管理費の比率を載せると図表 5 のようになる。



図表4:

## 2010 年度以降四半期別 原価率 総利益率 推移(単位:百万円、%)

|         | 売上高   | 売上原価  | 売上総利益 | 売上原価率 | 売上総利益率 |
|---------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 2010/06 | 2,104 | 1,440 | 663   | 68.4  | 31.5   |
| 2010/09 | 2,765 | 1,809 | 957   | 65.4  | 34.6   |
| 2010/12 | 1,955 | 1,282 | 672   | 65.6  | 34.4   |
| 2011/03 | 2,074 | 1,336 | 738   | 64.4  | 35.6   |
| 2011/06 | 2,002 | 1,315 | 686   | 65.7  | 34.3   |
| 2011/09 | 2,524 | 1,602 | 922   | 63.5  | 36.5   |
| 2011/12 | 2,475 | 1,691 | 785   | 68.3  | 31.7   |
| 2012/03 | 2,445 | 1,599 | 845   | 65.4  | 34.6   |
| 2012/06 | 2,320 | 1,548 | 771   | 66.7  | 33.2   |
| 2012/09 | 2,832 | 1,832 | 1,000 | 64.7  | 35.3   |
| 2012/12 | 2,541 | 1,682 | 859   | 66.2  | 33.8   |
| 2013/03 | 2,537 | 1,629 | 908   | 64.2  | 35.8   |
| 2013/06 | 2,635 | 1,746 | 889   | 66.3  | 33.7   |
| 2013/09 | 3,325 | 2,144 | 1,180 | 64.5  | 35.5   |
| 2013/12 | 2,651 | 1,814 | 838   | 68.4  | 31.6   |
| 2014/03 | 3,476 | 2,249 | 1,226 | 64.7  | 35.3   |
| 2014/06 | 2,811 | 1,895 | 915   | 67.4  | 32.6   |
| 2014/09 | 3,275 | 2,219 | 1,056 | 67.8  | 32.2   |

図表5:

## 同 販管費率 推移(単位:百万円、%)

|         | 売上高   | 販管費 | 売上販管費率 |
|---------|-------|-----|--------|
| 2010/06 | 2,104 | 601 | 28.6   |
| 2010/09 | 2,765 | 617 | 22.3   |
| 2010/12 | 1,955 | 621 | 31.8   |
| 2011/03 | 2,074 | 618 | 29.8   |
| 2011/06 | 2,002 | 589 | 29.4   |
| 2011/09 | 2,524 | 656 | 26.0   |
| 2011/12 | 2,475 | 645 | 26.1   |
| 2012/03 | 2,445 | 686 | 28.1   |
| 2012/06 | 2,320 | 674 | 29.1   |
| 2012/09 | 2,832 | 720 | 25.4   |
| 2012/12 | 2,541 | 710 | 27.9   |
| 2013/03 | 2,537 | 745 | 29.4   |
| 2013/06 | 2,635 | 775 | 29.4   |
| 2013/09 | 3,325 | 842 | 25.3   |
| 2013/12 | 2,651 | 803 | 30.3   |
| 2014/03 | 3,476 | 816 | 23.5   |
| 2014/06 | 2,811 | 800 | 28.5   |
| 2014/09 | 3,275 | 833 | 25.4   |

これにより、売上原価率は前年度から微増にとどまり、販管費もほとんど増加していないことが分かる。

このことは、今期 100 名程度を増員する予定であった営業員数が増加せず、第 2 四半期時点で 157 名と、前期末時点より 3 名しか増加していないことが要因である。(トレーニング中営業員候補を含めると 181 名)

これについて、同社は、これまで募集を呼びかけた媒体の変更等、第 3 期以降に施策を打つとしている。I レポートで述べたように、同社の「感性マーケティング」は特徴的なものであり、同社の商品の他社との差別性を正しく理解するために、研修に係る期間の長さを同社は認識している。今期初に立てた 100 名程度の増員とは、1 年程度の研修を経て、2015 年度、そして、中期経営計画の総仕上げの年度である 2016 年度の戦力を育てるという意味合いがあったと思われる。

同社の営業員 1 人あたりの契約棟実績は、2012 年度が約 8.0 棟、2013 年度は約 7.0 棟であった。この数字は、同社が住宅産業研究所の調査数字として開示している 2012 年度住宅メーカー平均の 1 人 4.5 棟を大きく上回るが、中期経営計画における契約棟数 1,900 棟とは、中期経営計画の受け皿体制である営業員 250 名が 1 人あたり 7.6 棟受注して達成できる数字である。中期経営計画の対象である 2016 年度の開始まで、今期上期終了時点から 1 年半の期間しかなく、研修期間に 1 年程度かかるとなると、やはり今年度中に約 100 名の営業員を増加させる必要がある。この点から、中期経営計画における契約棟数 1,900 棟という数字の達成については「黄色信号」が点ったと言わざるを得ない。

#### 営業員が予定通りに増加 していないことに対する評価

しかし、筆者は、中期経営計画の棟数達成が困難な状況となった現状を、決して悲観的に考えてはいない。I レポートに記述したように、消費増税という特殊環境前に、そのことを想定せずに策定した中期経営計画に拘泥すべきではないと考えている。

同社の優れた点は、①利益率の高さ、②新規来場件数の一定割合が契約に結びつくというビジネスモデル、の 2 点である。住宅業界全体の売上高傾向と同社のそれに齟齬が生じたことはないことを I レポートにおいて過去 10 年間のデータ検証によって解説したが、消費増税決定以前から政府は新規の住宅着工件数の緩やかな減少を見込んでいたことや、消費増税によって需要の前倒しが生じたことを考慮すると、肝要なことは、消費増税の影響（落ち込み）が一巡した後に想定される住宅販売の低成長期に 2 つの優れた点を守り抜くということである。

このことは、禅問答のようであるが、実は同社が掲げている「優秀な営業員の育成」が鍵を握っている。

## 契約高について

図表 6 は、2011 年度以降の同社の決算短信発表ベースに準じた契約高及び契約高とは関係が無いが、半期ベースの営業利益率、年度の営業利益率を再掲したものである。

図表 6:

## 2011 年度以降四半期別 契約高 営業利益率 推移(単位:百万円、%)

|         | 契約高   | 契約高累計  | 半期営業利益率 | 年度営業利益率 |
|---------|-------|--------|---------|---------|
| 2011/06 | 1,584 |        |         |         |
| 2011/09 | 3,025 | 4,609  | 8.0     |         |
| 2011/12 | 2,125 |        |         |         |
| 2012/03 | 2,656 | 9,391  | 6.1     | 7.0     |
| 2012/06 | 1,759 |        |         |         |
| 2012/09 | 2,871 | 4,630  | 7.3     |         |
| 2012/12 | 2,368 |        |         |         |
| 2013/03 | 3,434 | 10,434 | 6.1     | 6.7     |
| 2013/06 | 2,241 |        |         |         |
| 2013/09 | 4,126 | 6,367  | 7.6     |         |
| 2013/12 | 1,762 |        |         |         |
| 2014/03 | 3,546 | 11,676 | 7.3     | 7.4     |
| 2014/06 | 1,525 |        |         |         |
| 2014/09 | 3,046 | 4,571  | 5.5     |         |

図表によると、今年度の契約高は、駆け込み需要のあった昨年度は下回っているものの、2011 年度、2012 年度とほぼ同じペースであることが分かる。

となると、この 2011 年度、2012 年度には直販の BESS 藤沢展示場の契約が無かったことを考えると、今期上期の藤沢展示場の契約高がそのまま、両年度に対する今期上期の販社の契約高の落ち込み分であると仮定できる。

このことから、同社が現在明言している課題「新規来場件数の好調さが契約高に結びついていないこと」が、販社についてのことだということが分かる。

また、今期上期の営業利益及び利益率の落ち込みが、契約段階で収益の計上となる販社のロイヤルティ収入の落ち込みであることは前述のとおりである。つまり、同社が一時的に費用を投じて行うと判断した、(販社のための)「優秀な営業員の採用・育成」は利益率の優位性を守るための方向性として何も間違っていないのである。

筆者の述べたいことは、「中期経営計画の棟数達成」には拘泥しないが、(販社のための)「優秀な営業員の採用・育成」という方向性には拘泥すること、しかし、あくまでも「BESS」という商品売るために“優秀な”という部分を重視し、不透明感の多い状況下で(固定費の増加要因となる可能性のある)営業員の『数』を追うのではなく、是々非々で行うことが肝要だということである。

## ―第4部― 第3四半期以降、及び通期の業績見込みについて

### 業績見込み変動要因

第 2 四半期を終えた段階での業績見込みの修正は、BFM社株の売却による最終利益の 60 百万円増加のみとなったが、他の利益項目の修正を行わなかった理由として、同社は依然として不透明な要素が多いとした。考えられる大きな不透明な要素とは、

- ① 為替要因・・・上期に対前年同期比で 10 百万円のコスト増で収まった円安の影響は前年度までの為替予約が奏功したものと思われるが、8 月以降の円安の進行もあり、第 3 四半期以降、その影響は広がるものと思われる。(SC社は、I レポートにおいて年度ベースで 80 百万円から 100 百万円のコスト増を見込んでいる。)
- ② 本社移転に関わるコスト増・・・同社は本社移転に伴うコストの増加金額を今期初に今年度、来年度それぞれ 90 百万円と試算していたが、上期時点で、その影響は 15 百万円となっており、残りの 75 百万円は第 3 四半期以降に対前年同期比での費用増が発生することとなる。
- ③ 「戦略的費用 500 百万円」の投下状況・・・前述したように上期時点で、大きなコスト増となる戦略的費用の投下はなかったものの、第 3 四半期以降に営業員採用及び教育、販社への支援などで投下を促進すると同社は述べている。
- ④ 資材高騰と職方不足と同コストの増加・・・計測は不可能であるが、上期よりも改善することは、業界全体として望めない状態である。

### 今年度営業利益について のSC社の見込み

これらの要因を踏まえて、今年度の同社の第 3 四半期以降(以下、「下期」)及び通期の営業利益について試算を行う。

まず、下期の売上高については、同社の見込みである 6,614 百万円を用いる。また、利益率については、図表 4 の四半期別原価率及び図表 6 の半期営業利益率より、上期に比べて下期に利益率が低下する傾向にあることが分かる。これは、下期に販促支援等を積極的に行うという業種特有の要因も影響しているのかもしれない。

しかし、その部分は、今回は上記、(業績見込み変動要因)③(「戦略的費用 500 百万円」の投下状況)に含まれることとし、まずは、上期の利益率 5.5%をベースに試算を行うと、下期の営業利益は 363 百万円という数字となる。(6,614 百万円×5.5%)(・・・A)

### 下期の営業利益試算

- ◎ A・・・363 百万円
- ◎ 変動要因 ① (為替要因)・・・上期には 10 百万円の前年同期比のコスト増で収まったが、下期には I レポートにおいて試算した最大 100 百万円のコスト増の残額 90 百万円を最大のコスト増とする。
- ◎ 変動要因 ② (本社移転に関わるコスト増)・・・最大で 75 百万円とする。

- ◎ 変動要因 ④（資材高騰と職方不足と同コストの増加）・・・上期に前年同期比 60 百万円のコスト増となっており、下期も前年同期比で同額であれば、既にその影響は利益率に含有されていることになるが、この金額を最大で 80 百万円として、差額の 20 百万円をコスト増とする。

以上の合計は 178 百万円となる。

#### 通期の営業利益試算

上期営業利益 337 百万円、下期営業利益 178 百万円の合計 515 百万円から、（業績見込み変動要因）③（「戦略的費用 500 百万円」の投下状況）で下期に投下する費用を差し引いたものとなる。

同社が通期の営業利益見込みを変更しなかった理由は、下期に営業員増員、販社支援のため、年度ベースで計画していたこの費用の半分程度（214 百万円）を投下した場合、通期の営業利益は 300 百万円と期初見込みと同じとなることからであると推察され、有意であると筆者は判断する。



## ― 第5部 ― 新商品

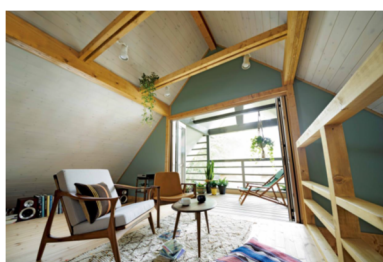
同社はログハウスの新しいラインナップとして、「G-LOG」を発表し、11 月 15 日より販売を開始した。同商品は、「長寿命、高耐候性」のため新開発したオリジナル塗料を使用している。

また、2 階のベランダは屋根の下部分を“軒先”として利用し、約 5 坪の広い快適な空間を生み出すとともに、三角屋根の空間部分を利用したスペース（グルニエ）を設置すれば 2 階から上がっていられるなど、同社の得意とする「開放的で快適な空間」を提供する商品となっている。

### 「G-LOG」販売の戦略的意図

BESS事業の最たる強みは、自然派で個性にこだわりのある顧客層に向けたライフスタイルの提案力にあり、その事業は、別荘イメージの強い「ログハウス」の自宅向け市場を創造することで、拡大してきたといえる。近年、ログハウス以外の商品（ワンダーデバイスなどの個性的な住宅）が成長の原動力となってきたが、自然派住宅の頂点といえる新「ログハウス」商品を投入することで「ログハウス」の新たな可能性に挑み、再び「ログハウス」で市場の拡大を狙っている。

### G-LOG Gallery



## 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)

| 会計年度<br>決算期 | 2010A/C<br>2011/03 | 2011A/C<br>2012/03 | 2012A/C<br>2013/03 | 2013A/C<br>2014/03 | 2014A/C<br>2015/03 | 直近<br>四半期決算 |
|-------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------|
| 情報元         | 有報                 | 有報                 | 有報                 | 有報                 | 見込み                | 会社見込み       |
| 連結・単独       | 連結                 | 連結                 | 連結                 | 連結                 |                    | 連結          |

## ■会社発表決算データに基づく財務指標及びキャッシュフロー

|                   |         |         |         |         |  |       |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|--|-------|
| 流動比率(%)           | 122.3   | 118.8   | 124.4   | 132.8   |  | 141.2 |
| 固定比率(%)           | 147.2   | 138.1   | 133.0   | 128.5   |  | 121.9 |
| 自己資本比率(%)         | 36.4    | 34.0    | 41.2    | 39.9    |  | 43.6  |
| 負債比率(%)           | 175.0   | 193.5   | 142.1   | 150.2   |  | 129.1 |
| デットエクイティレシオ(%)    | 72.2    | 80.9    | 68.4    | 66.1    |  | 58.2  |
| インタレストカバレッジレシオ(倍) | 12.6    | 16.7    | 16.6    | 23.2    |  |       |
| 財務レバレッジ(倍)        | 2.8     | 2.9     | 2.4     | 2.5     |  | 2.3   |
| 営業活動によるCF         | 852     | 951     | -519    | 799     |  |       |
| 投資活動によるCF         | -85     | -178    | -555    | -251    |  |       |
| 財務活動によるCF         | -153    | 309     | -174    | 168     |  |       |
| (現金及び同等物)         | (2,522) | (3,582) | (2,371) | (3,096) |  |       |
| (EBITDA)          | (735)   | (802)   | (855)   | (1,112) |  |       |

## ■会社発表決算データに基づく収益性指標

|             |       |       |        |        |        |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 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    | 240    |
| 売上高営業利益率(%) | 6.4   | 7.0   | 6.7    | 7.4    | 2.4    |
| 売上高経常利益率(%) | 6.5   | 6.8   | 6.6    | 7.5    | 2.4    |
| 売上高最終利益率(%) | 4.4   | 3.2   | 3.9    | 4.8    | 1.9    |

## ■会社発表決算データに基づく資本利益率と配当性向指標

|        |      |      |      |      |     |
|--------|------|------|------|------|-----|
| ROE(%) | 14.1 | 10.1 | 12.1 | 15.4 | 5.9 |
|--------|------|------|------|------|-----|

※ 最終利益 ÷ 自己資本(≒株主資本)

直近四半期決算における最終利益の今年度見込みと前年度末の自己資本と直近四半期の自己資本から試算

|        |     |     |     |     |     |
|--------|-----|-----|-----|-----|-----|
| ROA(%) | 7.4 | 8.0 | 8.0 | 9.8 | 3.1 |
|--------|-----|-----|-----|-----|-----|

※ 事業利益(営業利益+利息・配当金収入) ÷ 総資産

直近四半期決算におけるROAは営業利益の今年度見込みと前年度末の総資産と直近四半期の総資産から試算

|         |      |      |      |      |  |
|---------|------|------|------|------|--|
| 配当性向(%) | 15.7 | 27.5 | 29.0 | 29.7 |  |
|---------|------|------|------|------|--|

※ (配当総額 ÷ 最終利益)により算出しており、会計原則の1株あたり利益から算出された企業発表数値と異なる場合があることに注意

|        |     |     |     |     |  |
|--------|-----|-----|-----|-----|--|
| DOE(%) | 2.2 | 2.8 | 3.5 | 4.6 |  |
|--------|-----|-----|-----|-----|--|

※ ROE × 配当性向

## 会社情報 2014 年 12 月 24 日 現在

|          |                      |                   |           |
|----------|----------------------|-------------------|-----------|
| 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 |                   |           |
| 主要取引市場   | 東証 JASDAQ スタンダード     |                   |           |
| 東証業種区分   | その他製品                | 代表取締役社長           | 二木 浩三     |
| 売買単位     | 100 株                | 資本金               | 597 百万円   |
| 最低売買代金   | 99,900 円             | 時価総額              | 4,403 百万円 |
| 上場日      | 2005/02/23           | 売買代金 25 日平均       | 4,990 千円  |
| 登記上設立日   | 1985/08/26           | (2014 年 3 月末時価総額) | 4,684 百万円 |
| 決算月日     | 3 月末日                | (2013 年度平均売買代金)   | 6,678 千円  |
| 浮動株比率    | 15.9%                | 2013 年度末従業員数      | 192 人     |
| 大株主所有割合  | 67.2%                |                   |           |

## バリュエーション及び市場データ

|           |        |                     |        |               |
|-----------|--------|---------------------|--------|---------------|
| 終値        | 999円   | 年初来高値               | 1,328円 | 2014/01/23    |
| 予想PER     | 18.35倍 | 年初来安値               | 838円   | 2014/10/22    |
| 実績PER     | 7.64倍  | 6 ヶ月騰落率             | -3.1%  | (TOPIX) 12.4% |
| 実績PBR     | 1.06倍  | 12 ヶ月騰落率            | -8.0%  | (TOPIX) 13.4% |
| 実績配当利回り   | 4.00%  | 12 ヶ月ヒストリカル・ボラティリティ | 32.3%  | (TOPIX) 18.8% |
| EV/EBITDA | 3.55倍  |                     |        |               |
| 予想PSR     | 0.35倍  |                     |        |               |
| 実績PSR     | 0.36倍  |                     |        |               |



## 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、株式会社大阪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](mailto: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