

# 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 前年度決算と経営環境	.....	9
第3部 2015年度決算見込みと幾つかの考察	.....	15
決算データ等経営指標	.....	21
会社情報及びバリュエーション	.....	22

# アールシーコア [7837]

## 14年度下期の契約高に明るい兆し。 営業員の確保が喫緊の課題

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個性住宅の製造、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2014年度ベースで約半数を占めている。

単独展示場形式を採用して展開。単独展示場数は2015年3月末時点で43拠点(186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39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パートナーズ社(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。

2014年度の決算を発表。営業員の採用・教育のために予定していた戦略的な費用の投下が行われなかったことから、期初見込みの大幅な減益とはならなかったが、販社部門の不振が響き減収減益に。しかし、2014年12月、2015年3月と期中に2回、月間での過去最高契約棟数を記録したことから消費増税前の駆け込み需要の影響が一巡し、今後に明るい兆しが見えてきた。

2012年に終期を2017年3月として定めた中期5カ年計画「“異端でメジャー”ステージアップ5カ年計画」のうち、営業員数と契約目標棟数を下方修正。その他の項目についての修正は行っていない。

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

### 事業内容

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個性住宅の製造、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(「エポックス」)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、同社が国土交通省の「丸太組構法建築確認統計」を用いて算出した数字によると、2014年7月-12月ベースで55%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、2014年度の同社集計で自宅用途が94%を占める。

### 7series



### G-LOG



2014年11月発売

## 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・販売を開始し一般住宅部門に進出
～	「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
2014年 11月	広い軒下を持つ新世代ログハウス「G-LOG」の販売開始

出所:会社資料

## セグメント

「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、カナダの BIG FOOT MANUFACTURING INC.(同社の 100%子会社)(以下「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。同社は単一事業である「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。拠点(展示場)は、代官山(東京都)にある「BESS スクエア」と藤沢(神奈川県)にある「BESS 藤沢展示場」の 2 つ。「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、2013 年 1 月にオープンした藤沢(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っている。直販部門の事業は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)、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・運営管理等である。

2015 年 3 月期におけるセグメント売上高は 3,528 百万円、売上高構成比率は 29.5%で、前期の 24.9%から 4.6pt 増加した。

**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高。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、その代わりに、専用拠点(展示場)を作ることを条件としている。

2015年3月期におけるセグメント売上高は7,321百万円、売上高構成比率は55.7%で、前期の60.7%から5.0pt減少した。

**BP社部門**

経営不振となった販社から引き継ぐ形で同社が経営しており、札幌、岐阜の拠点(展示場)の運營業務と、直販部門同様、顧客と直接に工事元請契約を結ぶことから施工も行う。

2015年3月期におけるセグメント売上高は1,709百万円、売上高構成比率は14.2%で、前期の13.8%から0.4pt上昇した。2013年度に初めてセグメント利益が単独で黒字となり、2014年度も59百万円の利益を確保した。

**北米部門**

BFM社が行う北米事業。ログハウスの構造躯体であるログシェル等の製造・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。

RCC社は2014年度第2四半期決算発表において、同社株式の全てをカナダのログハウス製造・販売持株会社であるAAA CLH HOLDINGS LTD.(以下「AAA社」)に売却する旨の発表を行ったが、AAA社が資金調達に時間を要していることから、2015年2月に、同月中旬に予定していた株式譲渡実行日を同年3月末日まで延長することを発表し、さらに、3月13日に本株式譲渡を一旦中止する旨を発表した。

2015年3月期におけるセグメント売上高は623百万円、売上高構成比率は0.6%で前期の0.6%から変動はない。

**展示場**

拠点(展示場)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。

2015年3月末時点での拠点(展示場)数は43。内訳は、直販部門が前述の「BESSスクエア」、「BESS藤沢展示場」の2つ、BP社が同じく前述の札幌、岐阜の2つで、残りの39が販社の拠点である。2014年度に増加したのは、何れも販社拠点の4ヶ所で、所在地は香川県高松市、千葉県柏市、新潟県新潟市、静岡県吉田町である。また、43の拠点到展示されているログハウス・自然派住宅は186棟で1拠点あたりの平均棟数は4.3となる。

この拠点(展示場)数43という数字が大きい小さいかの判断についてであるが、SC社としては同業内で占める売上高比率との相対的な比較で十分に大きいものと考えている。

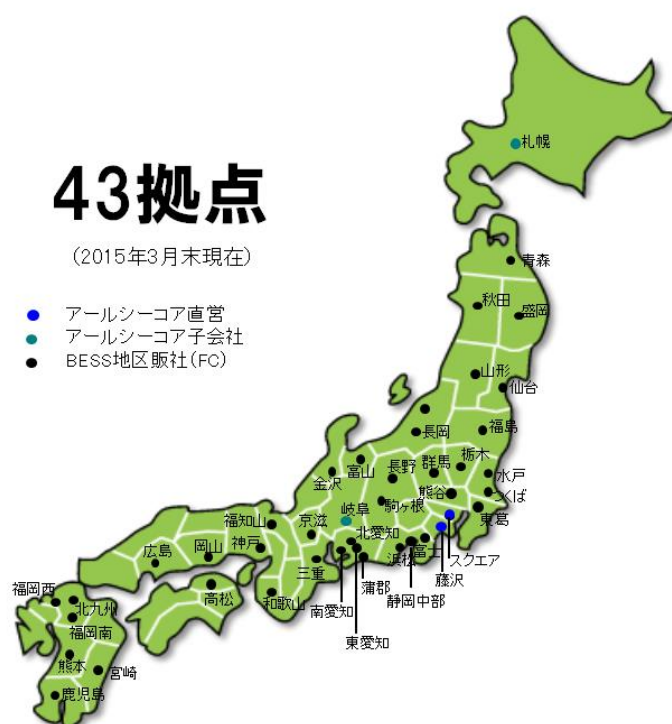
SC社の調べによると全国の合同住宅展示場数は2014年4月末時点で全国に401か所(うち全国住宅展示場協議会加盟は216か所)存在するが、そのうち37か所は棟数が1棟であり、実際に合同展示場と認識できるのは364か所である。「BESS」の43拠点という数字はその12%程度に相当する。また都道府県のカバー率であるが、合同展示場は47都道府県のうち45都道府県に存在するが、RCC社の展示場も既に33都道府県をカバーしている。因みに、同じく2014年4月末時点での合



同展示場への住宅販売大手3社の出展棟数は、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、RCC社の186棟という数字の大きさが分かる。

また、2013年度にそれまでの小規模販社を意味した特約店制度を廃止し、特約店についても拠点における棟数増加などを条件に販社への格上げを推進している。これは、販社の営業体質強化、効率強化を意図したものである。

### <展示場拠点マップ>



藤沢展示場



総合展示場「BESS」スクエア



### 保証制度

同社は法律や他の住宅販売会社に先駆けて、完成保証、受け渡し後の瑕疵保証という保証制度の充実を図ってきた歴史がある。

#### 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(注)を導入

出所: 同社資料

(注) 新築住宅の売り主に10年間の瑕疵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、中立的な第三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三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。

## 営業姿勢

RCC社の営業姿勢は、合同住宅展示場にモデルハウスを構える同業他社のアプローチと全く異なる。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2014年度の契約客調査によると、「BESS」契約者の42%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、「計画はないが関心あり」も18%、つまり、およそ6割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”であったということになる。

また、同社の契約に至るリードタイムはとても長い。同じく2014年度の契約客調査によると、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21%、1年超～2年以内の契約者が14%いたという。「初めて展示場を訪れてから1ヶ月が勝負」と考えている他社では考えられないこのリードタイムの長さをRCC社自身は何も問題としていない。同社の別の調査によると、初めて単独展示場を訪れた人に対して商談を行うよりも、2回目以降に訪れた人に対して行った方が契約率で2.5倍も高かったという。「感性マーケティング」、「農耕型営業」と同社が掲げる営業スタイルの有効性がこの数字に表れている。また、このことが単独展示場に拘る理由であるとも考えられる。

ログハウスなどBESSの自然派個性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の提唱する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、営業員はその機能性、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湧いてくるかが最も重要なことになる。実際に2014年度の同社の調査によると約6割の契約者が、「(住宅購入に際して)他社と比較しなかった」と答えている。

この営業スタイルは結果的に営業員一人あたりの高い生産性に結びついている。同社の資料に掲載されている住宅産業研究所の調査によると、2013年度の住宅販売メーカーの営業1人あたりの平均契約棟数は5.0棟となっているが、「BESS」の数字は2013年度が7.0棟、2014年度が6.2棟と、それを上回るものとなっている。

## ビジネス・フレームワーク

ここに、①単独の拠点(展示場)を増やし、新規来場者数を増加させる→②そこで「農耕型営業」を行う→③RCC社が提唱する「機能主義ではなく、生活を楽しむという



価値観」に共感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・モデルが確立していることが窺える。事実、同社の資料によると2013年度では約6割、2014年度では約5割の契約者がメンテナンスに手間のかかる薪ストーブをオプションで購入しているという。これは同社が提唱するスタイルに共感した結果が契約に結びついていることを示す好例と思われる。また、拠点に展示されているログハウス、住宅に契約者が非常に満足していることが、2013年度、2014年度ともに、カタログに掲載されている標準モデルの採用率が99%と高いことから分かる。

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。しかし、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が、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価格の透明性が非常に高いカタログとなっている。この標準仕様の採用率が高いということは、展示場のログハウス、住宅に対する満足度が高いことの表れである。

## — 第2部 — 前年度決算と経営環境

### 前年度決算 ～概況～

RCC社が発表した前期(2015年3月期)の決算は、売上高が前期比△146百万円(△1.2%)の11,941百万円、営業利益が同△220百万円(△24.5%)の677百万円、経常利益が同△227百万円(△24.9%)の681百万円、最終利益が同△154百万円(△26.8%)の422百万円であった。

前々期(2014年3月期)は売上高で2期連続の過去最高を記録し、営業利益・経常利益も3期連続、また、最終利益についても2期連続で過去最高を更新したが、前期は前々期に示現した消費増税前の駆け込み需要の反動が大きく表れた数字となった。

しかし、2014年12月、2015年3月と月間契約戸数が過去最高を更新したことから、消費増税前の駆け込み需要、及びその反動による落ち込みの影響は一巡したと考えられ、第3四半期以降の経営指標は、今後に期待を抱かせるものであった。

同社の決算数値を検証する前に、「消費増税と業界動向」、「住宅関連マクロ指標」及び「住宅販売会社の売上高」について述べることとする。

### 消費増税と業界動向

住宅販売会社に大きな影響を与え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、野田政権での法案通過後、緩やかに受注件数の増加が始まり、安倍政権下での2013年4月以降に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2013年8月、9月に駆け込み需要は一気に高まり、各社は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、各社ともに2013年10月—2014年3月(2013会計年度下期)は大きく受注・契約高が減少した。

また、国民に信を問う形で2014年末に安倍政権が衆院を解散し、行われた選挙で与党が圧勝した結果、2015年度税制改正関連法案が2015年3月31日に参院本会議でも可決され、2017年4月から消費税率が10%へと再度引き上げられることが確定した。

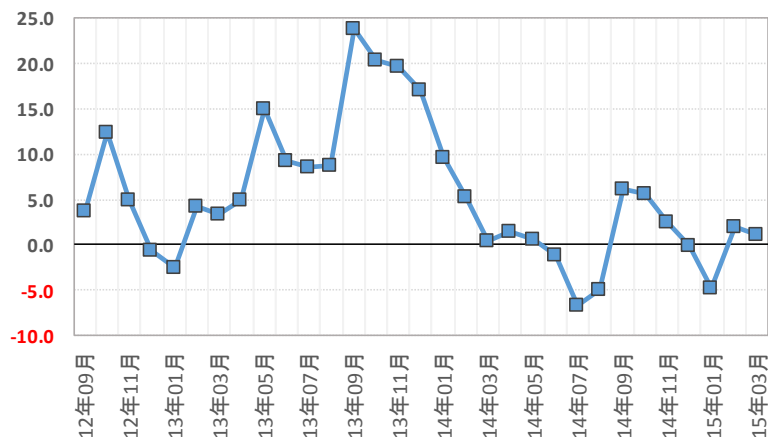
### 住宅販売を巡るマクロ指標の推移

国土交通省が発表している2014年度の新設住宅着工件数は882千戸となり、前年度の987千戸から減少し、その減少率も10.6%と大きなものとなった。因みに2013年度の対前年度増加率も10.6%であったことを考えると、2014年度は2012年度よりも着工件数が少なかったことになる。単月着工件数も2014年3月から2015年2月までのちょうど1年間にわたり対前年同月比の数字を下回る状態が続き、2015年3月に同数値は+0.7%と13ヶ月ぶりにプラスに転じた。

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年平均戸数を算出し、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1である

図表 1:

消費増税閣議決定後の月別着工新設住宅件数増率(%)



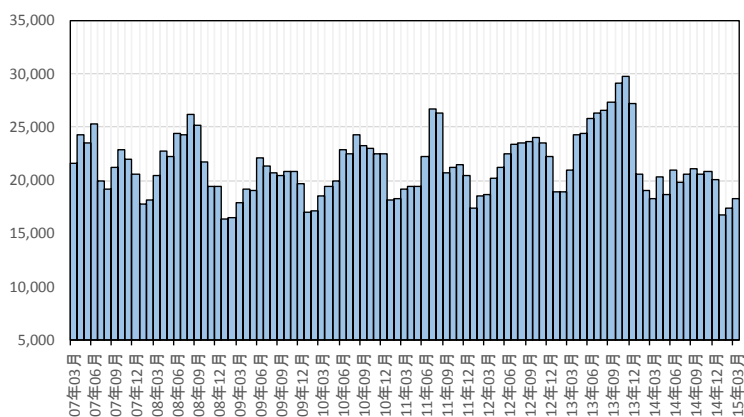
(国土交通省「住宅着工統計」よりSC社が加工・作成)  
(住宅着工統計\_新設5グラフ)

これにより住宅販売会社が2014年度、非常に厳しい経営環境にあったことが分かるが、RCC社の経営環境については、同省が発表する月別着工新設住宅(持家・木造・総計)(戸数)(以下、「新設木造戸建持家」)の方がよりの確に反映している。

この、新設木造戸建持家戸数は、2014年度235千戸と前年度の298千戸から63千戸も減少し、減少率は21.3%と新設住宅着工件数の減少率10.6%よりも大きなものとなった。月別の対前年同月比も2015年3月現在で13ヶ月連続のマイナスとなっている。この着工件数の推移を表したものが図表2であり、

図表 2:

新設木造戸建持家戸数(戸)

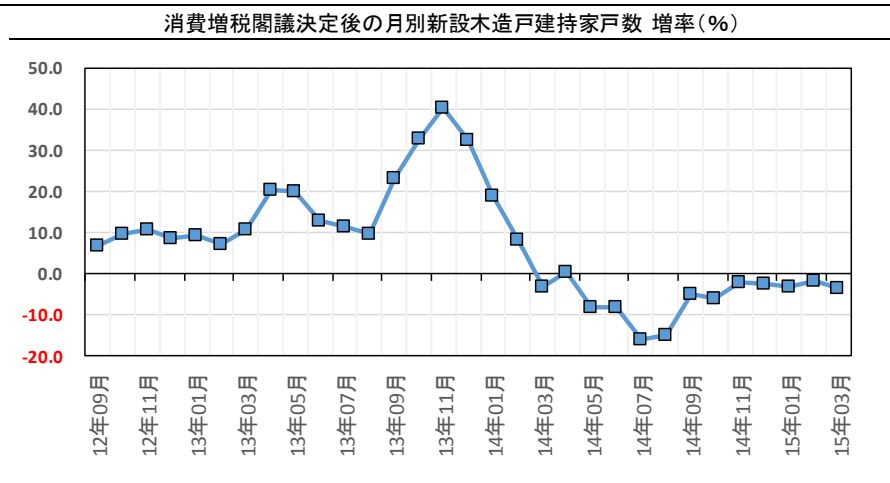


(国土交通省「住宅着工統計」:「着工新設住宅:利用関係別、構造別」)

これを、新設住宅着工件数と同じく、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年平均との比較を行ったグラフが図表3となる。

図表3:



(国土交通省「住宅着工統計」よりSC社が加工・作成)

これにより、2014年度のRCC社を巡るマクロ環境は同業の住宅販売会社よりも厳しかったことが窺える。

この2つの指標と同社の契約高、売上高、2008年度以降の決算を発表している同業24社の売上高をまとめたのが図表4であるが、同社の2014年度の契約高の落ち込みは、新設戸建持家戸数全体の落ち込みよりは軽微であり、全体の新設住宅着工並みであったことが分かる。

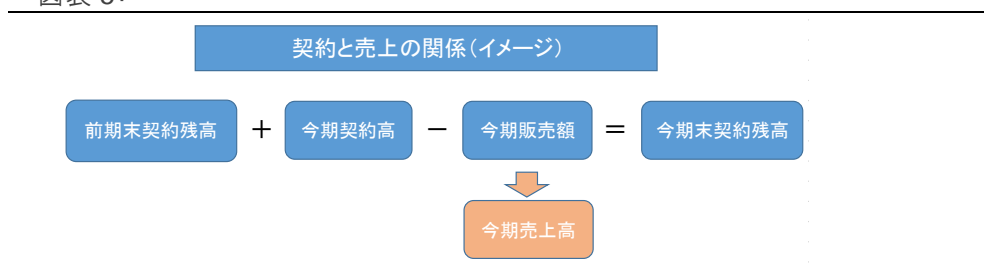
図表4:

	対前年度増減率(%)				
	新設住宅 着工数	うち木造 戸建持家	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
2014A/C	-10.6	-21.3	-10.2	-1.2	3.3

## 住宅販売会社の売上高

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 5:



つまり、今期の売上高とは、前期末に契約残高として残った物件と今期契約を行った物件のうち、今期に住宅を完成させて販売された部分を表している。そのため、他業種との比較を行う際には注意が必要である。

## 前年度決算 ～概況～

同社の直近4期と今期の決算見込みをまとめたのが図表6である。

図表 6:

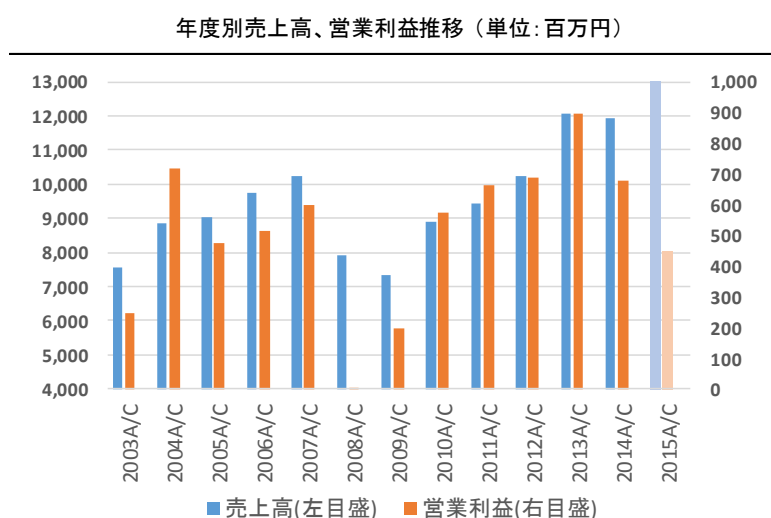
業績推移					
	2011A/C 実績	2012A/C 実績	2013A/C 実績	2014A/C 実績	2015A/C 見込み
売上高	9,446	10,230	12,087	11,941	13,300
営業利益	662	688	897	677	450
経常利益	646	676	908	681	430
最終利益	298	396	576	422	260
営業利益率	7.0	6.7	7.4	5.7	3.4
経常利益率	6.8	6.6	7.5	5.7	3.2
最終利益率	3.2	3.9	4.8	3.5	2.0

(単位: 百万円、%)

また、同社の売上高と営業利益の推移を2003年度に遡ってグラフ化したものが図表7である。



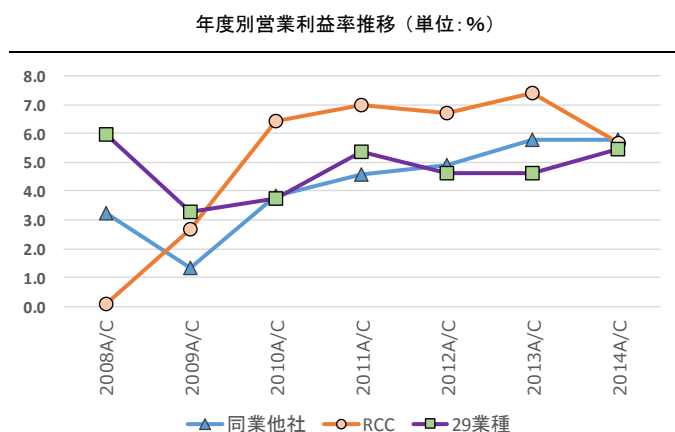
図表 7:



このグラフからも、前年度(2014年度)は、売上高の増加に営業利益の増加がリンクしていた2010年度から2013年度までと様相が違うことが視覚的に分かるが、売上高営業利益率の推移を同社、同業他社、東証33業種から金融4業種を除いた29業種合計で表すと図表8となる。

数字は、同業他社:5.80%、29業種:5.48%、RCC社:5.67%であり、2014年度に同社は6期ぶりに利益率が同業他社を下回ったことになる。

図表 8:



(上場会社決算発表数値をSC社加工)

## 営業利益の対2013年度比較

そのため2014年度においては対前期比で営業利益が897百万円から677百万円と220百万円減少したことの要因分析が必要となる。

まずは販売費及び一般管理費についてであるが、2014年度に本社を移転した影響と直販部門の広告宣伝・販売促進費の合計などにより、費用が対前期比で62百万円増加している。

しかし、肝要なのはこの部分を除いた158百万円の減少要因分析である。なぜならば、この部分が、契約、販売に関わる同社の根幹に関わる部分だからである。

まずは、昨年度のレポートにおいて80百万円から100百万円程度の減益懸念を示した円安による為替要因であるが、結果的に、ユーロ、米ドルについては円安による減益が生じたものの、カナダドルの予約が奏功して同通貨は対前期比で増益となり、トータルでも20百万円程度の増益となった模様である。

同社は、「直販部門」、「販社部門」、「BP社」の別に、「売上高の増減が営業利益にもたらした効果」と「利益率の変動による効果」、及びその「合計」の管理を行っている。為替の影響については、この「利益率の変動による効果」に内包されると考えられる。

ここで、図表5で示したフローによって同社の営業利益を説明すると、「直販部門」、「BP社」は実際に工事を行うため、「今期販売額」が営業利益に影響を及ぼす。工事にあたる職方の不足、その人件費の上昇は特に「直販部門」の地盤である東京圏でその傾向が強いものの、好調な売上高に支えられる形で、「直販部門」の「合計」は62百万円程度の増益、同じく「BP社」も30百万円程度の増益となっている。

となると、問題は「販社部門」である。「販社部門」の営業利益要因は、図表5の「今期契約(高)」の段階でまずはブランドロイヤルティが発生し、RCC社の利益となる。また、実際の「販売」段階で、同社から住宅のキットを購入することから同じく同社の利益となる。つまり、タイムラグを置いて二段階で利益が発生するのであるが、契約が落ち込んだ場合は、ブランドロイヤルティとその後のキット販売の両方が落ち込むことになる。2014年度の「販社部門」はこのブランドロイヤルティが対前期比で70百万円落ち込んでおり、キット販売も210百万円落ち込んでいる。その他要因も含めた「販社部門」の「合計」は前期比227百万円の減益となっていることが最大にして唯一の同社減益要因として鮮明となる。

## — 第3部 — 2015年度決算見込みと幾つかの考察

### 2015年度決算見込みと営業員施策について

第2部において同社の販社部門の不振が2014年度の営業利益が低迷した理由であると述べたが、同社は図表6に示したように、2015年度の決算見込みについて、売上高を13,300百万円(対前期1,359百万円の増収)とした一方で、営業利益を450百万円(対前期227百万円の減益)、経常利益を同じく430百万円(対前期251百万円の減益)、最終利益を260百万円(対前期162百万円の減益)のそれぞれ減益見込みとした。

この減益見込みの理由として、同社は短信において、「積極的に成長のための諸施策への費用投下」を謳っている。そして、その具体的な施策として、「新販社の開拓による拠点拡大の積極推進」、「既存拠点における移転や演出強化を含めた展示場の魅力向上のための指導・支援」、「営業員の採用(低迷)と定着率の低さという課題を本部主導で販社を巻き込み、質重視の採用活動を活性化させる」と挙げているが、このなかで注目すべきは、最後の「営業員の採用(低迷)と定着率の低さという課題を本部主導で販社を巻き込み、質重視の採用活動を活性化させる」であろう。

同社は昨年、2013年度決算発表において、同年度下期の販社部門の不振を重大な問題と考え、営業員の本社採用や販社のバックアップを目的とした総額500百万円もの戦略的費用を投じることを明言し、2014年度の決算見込みを微増収、大幅な減益とした経緯がある。

結果的に2014年度の決算は利益項目(期初見込み→実値)において、営業利益:300百万円→677百万円、経常利益:300百万円→681百万円、最終利益:180百万円→422百万円と大きく見込みよりも増益となったものの、営業員の採用が計画通りに進まなかったことにより戦略的費用を投下できなかったことがこの背景にある。

同社の最大の特徴はFCである販社制度にある。この販社部門を持つ最大のメリットは、同社はキット販売により収益を受けるものの、工事に関わる部分のリスクをとらないということである。また、前述のように、販社部門の契約は、ブランドロイヤリティとこのキット販売という二段階での利益を同社にもたらす。この販社制度そのものが、これまでの同社の高い利益率の源泉であることを昨年のレポートにおいても筆者は指摘した。そのため、拠点(展示場)を訪れる新規来場者数に対する契約率を高位に保つことと、拠点数を増やして新規来場者を増加させることが、これからも同社が成長していくための重要なドライバーであることは確かであるが、その新規(及び再度の)来場者に対応する営業員の質・量の不足という事態は看過できないところまで来ていると同社自身も認識している。

その営業員数であるが、2013年度末154名、2014年第2四半期終了時点では157名であったものが、2014年度末には140名と、年度を通じて14名減、2013年度下期だけで見れば17名減と厳しい状況となっている。2014年度の期初見込みにおいて、同社は年度で100名近い営業員の増加を目標として掲げた。筆者はその数字の大きさから固定費用につながる可能性のある急激な営業員数の増加に対してはや

や否定的な見方を採っていたが、年度で減員となったことについては大きな問題であると考えている。

このことについて同社は当然大きな問題意識を持ち、2014年度の期中において本社主導の営業員獲得に注力することから、販社における営業員減少を食い止めることに方向転換し、2015年4月より営業員に採用・教育に関する専門部署としてH&A推進室を新設すること、BESSの統一基準を明示してやる気のある営業員の定着を目指す「ホームナビゲーター(営業員)資格制度」を策定することにより、資格制度、新研修カリキュラムの立ち上げを行った。

これにより、今後は、販社における営業員の定着率を高めるとともに、本部主導で営業員の新規獲得を行うという戦略の並存を進めることとなった。

しかし、厳しい言い方ではあるが、まずは、昨年度の減員及び新規の営業員を予定とおりに採用できなかったことの原因の精査を行うことが必要であると思われる。

現在、日本は雇用環境の改善から需給が逼迫し、各社人材確保に躍起になっている。東京圏の外食産業やコンビニエンスストアが日本人の若年層の取り込みに窮する状況となって3年以上が経過している。人材を雇用できないことがそのまま事業の衰退を意味する業種として、その最たるものが「人材派遣業・労働紹介業」であるが、同業種において1人雇用するために要する広告・宣伝費等を含む採用コストが、3年前の12万円台が現在は16万円台にまで上昇している。また、人材の流動化も激しい。より高給で自己実現が可能な職場へと人材が流出している。

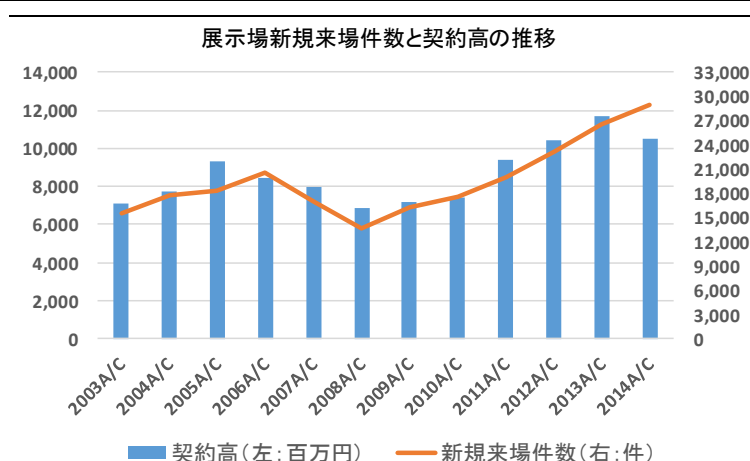
人材確保という日本企業が現在共通して抱えている問題を克服するためには、入り口の広告掲載文章に応募者が不安を抱くような文言が無かったかのチェック、本社・東京主導ではなく、営業員が必要な販社が存在する地方都市において、本社主催の説明会・採用活動を行う有効性の議論など、細部に亘る検証が必要であろう。

そして、営業員採用に関する根本的な問題は、同社と販社は強固な繋がりがあっても、資本の違う他社であるという本質的な部分である。営業員の雇用は、現状では販社の固定費の増加となる。営業員、及び販社に対する販売インセンティブの在り方も含めて、同社と販社が一体となって問題意識を共有し、それを打破する施策を細やかに作り上げる努力が必要である。今後の決算発表においても、この営業員の増減状況は最も注目すべき項目である。

## 展示場新規来場者数と契約高

ここまで営業員数に拘る理由は、展示場新規来場件数の伸びが契約高の伸びにつながりにくくなっているという2013年度下期以降の課題が2014年度も継続したことにある。図表9は年度別の展示場新規来場件数と契約高のグラフであるが、2014年度は展示場新規来場件数が29,036件と、前期の26,567件から9.3%伸びたものの、契約高は前期に消費税前の駆け込み需要が生じた影響もあるが、10,489百万円と前期の11,676百万円から10.2%減少している。

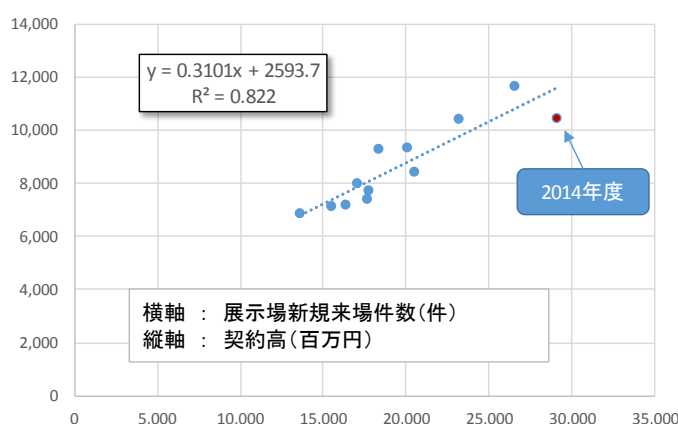
図表9:



(同社資料よりSC社作成)

また、この2003年度から2014年度までの12期における両数値を分布図にして近似線を求めたものが図表10であるが、これにより2014年度は大きくそれまでの傾向よりも低い契約率となったことが分かる。

図表10:



(同社資料よりSC社作成)

また、このXの係数である0.3101という数字は、2013年度に計測した0.3967よりも20%以上低く、過去からのヒストリカル・データを押し下げたことになる。ここからも、展示場を訪れる人が増えても、それに応える、受け皿となる営業員が数的に足りていな

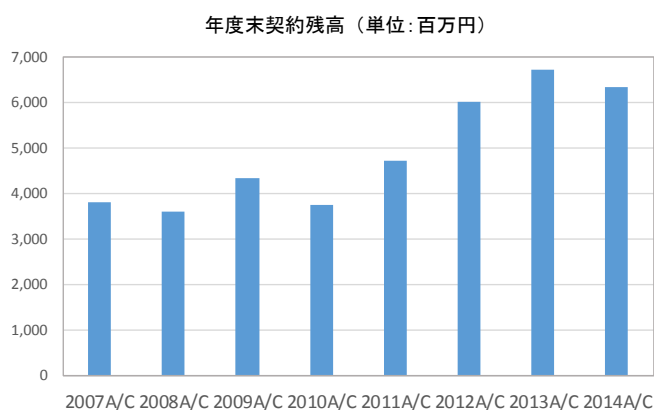


いのではという疑問が湧く。

## 契約残高

図表 11 は年度末の契約残高のグラフである。2014 年度は前期末に比べて 377 百万円減少し、6,355 百万円となった。この数字が大きいということは、図表 5 で示したように翌期の売上高の元となる部分が多いことを示すとともに、一方で、今契約してもその完成までに時間がかかることを意味している。2013 年度末の段階でのヒアリングで、この引渡しにかかる期間として、直販で 9 ヶ月程度、販社で 6 ヶ月程度と同社は回答しているが、2014 年度末段階ではそれぞれ約 1 ヶ月程度はその期間が短縮されていることが期待される。

図表 11:



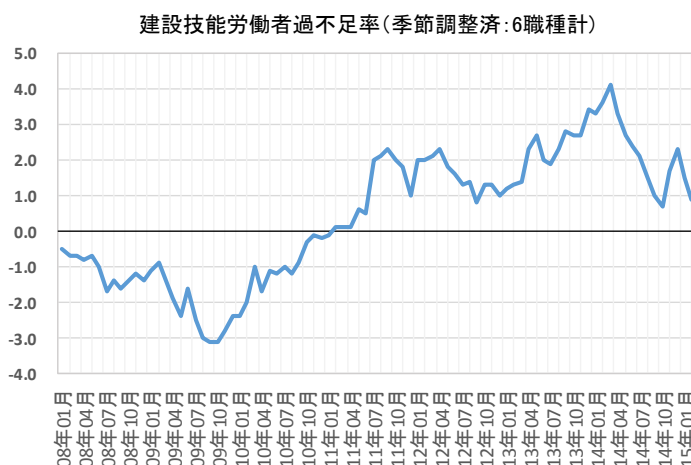
(同社資料よりSC社作成)

しかし、その引き渡しまでにかかる期間が同業他社に比べて相対的に長いということは確かである。それは主に同社の住宅が木材を使用しており、プレカット化を進めてはいるが、どうしても現場で行わなくてはならない躯体に関わる作業が発生するという部分が多い。

図表 12 は、国土交通省が発表している建設技能労働者過不足率であるが、このグラフから全国的に見ると、2014 年になる頃から急激にその不足感が減少したことが分かるが、それでも依然として不足の状態が続いている。

また、同社が施工部分を請け負う、直販部門、BP 社部門のうち、直販部門は東京圏の施工を行うが、この建設技能労働者の不足感は東京圏で強い。これは、長期に亘り安定的な雇用が約束される五輪関係、公共投資に職方が流れている影響が大きく、直販部門の職方不足、同費用の高騰はまだ暫く構造的な要因として同社は認識する必要があると思われる。

図表 12:



## 中期経営計画

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。

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4期目となる。

具体的な経営指標の最終目標として、当初は連結売上高180億円、営業利益率8%、ROE18%、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棟を掲げていたが、2014年度の決算を受けて、営業員数を250名から220名に、契約棟数を1,900棟から1,600棟にそれぞれ引き下げたが、その他の項目については修正を行っていない。

筆者は昨年度より、この中期5カ年計画に同社は拘泥すべきではないという立場を採ってきた。それは、消費増税という計画策定時にはなかった要因が生じたこと、その駆け込み需要により、本来は何れかの時期に同社の展示場を訪れ、BESSのファンになったかもしれない潜在顧客の一部が「増税前に住宅を取得する」という目的のために総合展示場での比較により住宅を取得してしまったことによる「潜在需要の一部刈り取りの発生」を危惧したものであった。

現在、筆者は販社の営業員態勢の再整備が急務であるという同社の経営戦略に全く異論がない。この施策が実際に奏功するかは、消費税の再増税の駆け込みとその落ち込みを考慮すると、2019年3月期以降のことと考えている。第1章で述べた、同社が築いてきた、シンプルなビジネス・モデル(①単独の拠点(展示場)を増やし、新規来場者数を増加させる→②そこで「農耕型営業」を行う→③RCC社が提唱する「機能主義ではなく、生活を楽しむという価値観」に共感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)を維持したうえで、これまでの利益率の高さを支えてきた販社との強固な営業の連携態勢を再構築し、さらに強いものとするのが同社にとって何よりも肝要であり、現段階で中期経営計画の達成について蓋然性を含めて述

べることに何ら意味を感じない。

#### Ω(オメガ)戦略室とその他

同社は法人や公共団体等、各方面との新規のコラボレーション事業の企画・推進の部署としてΩ戦略室を立ち上げ、2015年10月より本格的にさまざまな分野との事業の可能性を探ることを発表した。既に多くの企業や地方自治体から、BESSの持つ、木の柔らかな風合いを活かせないかという引き合いがあり、今後、同戦略室の事業展開が新たな同社の成長ドライバーを見つける可能性もあり、その進捗については常に感度高く見ていきたいと思う。

## 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)

決算期	2011/03	2012/03	2013/03	2014/03	2015/03
情報元	有報	有報	有報	有報	有報
連結・単独	連結	連結	連結	連結	連結
<b>■貸借対照表</b>					
資産の部					
流動資産	3,637	4,711	3,845	4,878	4,947
固定資産	4,189	4,181	4,666	5,134	5,000
繰延資産					
資産合計	7,827	8,893	8,511	10,013	9,948
負債の部					
流動負債	2,975	3,967	3,090	3,672	3,226
固定負債	2,005	1,892	1,894	2,328	2,457
負債合計	4,980	5,860	4,985	6,000	5,683
純資産の部					
自己資本	2,846	3,028	3,507	3,995	4,253
(資本剰余金)	(618)	(618)	(618)	(656)	(682)
(利益剰余金)	(1,628)	(1,860)	(2,148)	(2,600)	(2,830)
純資産合計	2,847	3,033	3,626	4,013	4,265
<b>■損益計算書</b>					
売上高	8,898	9,446	10,230	12,087	11,941
(販売費及び一般管理費)	(2,457)	(2,576)	(2,849)	(3,236)	(3,298)
営業利益	573	662	688	897	677
経常利益	576	646	676	908	681
当期純利益	389	298	396	576	422
<b>■キャッシュ・フロー計算書</b>					
営業活動によるキャッシュ・フロー	852	951	-519	799	490
投資活動によるキャッシュ・フロー	-85	-178	-555	-251	-310
財務活動によるキャッシュ・フロー	-153	309	-174	168	-116
(現金及び現金同等物の期末残高)	(2,522)	(3,582)	(2,371)	(3,096)	(3,183)
(EBITDA)	(735)	(802)	(855)	(1,112)	(929)
流動比率(%)	122.25	118.75	124.43	132.84	153.35
当座比率(%)	94.66	100.50	97.12	109.37	129.76
固定比率(%)	147.19	138.08	133.05	128.51	117.56
自己資本比率(%)	36.36	34.05	41.21	39.90	42.75
負債比率(%)	174.98	193.53	142.14	150.19	133.62
デットエクイティレシオ(%)	72.21	80.94	68.43	66.06	63.11
インタレストカバレッジレシオ(倍)	12.57	16.73	16.57	23.18	16.31
財務レバレッジ(倍)	2.75	2.94	2.43	2.51	2.34
売上高営業利益率	6.44	7.01	6.73	7.42	5.67
売上高経常利益率	6.47	6.84	6.61	7.51	5.70
売上高当期純利益率	4.37	3.15	3.87	4.77	3.53
ROE	14.11	10.15	12.12	15.36	10.23
ROA	7.43	8.00	8.00	9.76	6.86

## 会社情報 2015年7月10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	624 百万円
最低売買代金	104,600 円	時価総額	4,611 百万円
上場日	2005/02/23	売買代金 25 日平均	4,161 千円
登記上設立日	1985/08/26	(2015年3月末時価総額)	4,487 百万円
決算月日	3 月末日	(2014 年度平均売買代金)	1,830 千円
浮動株比率	20.0%	2014 年度末従業員数	195 人
大株主所有割合	58.7%		

### バリュエーション及び市場データ

終値	1,046円	年初来高値	1,070円	2014/01/23
予想PER	17.73倍	年初来安値	950円	2014/10/22
実績PER	10.93倍	6ヶ月騰落率	6.9%	(TOPIX) 14.7%
実績PBR	1.08倍	12ヶ月騰落率	3.8%	(TOPIX) 25.8%
実績配当利回り	4.02%	12ヶ月ヒストリカル・ボラティリティ	23.2%	(TOPIX) 16.1%
EV/EBITDA	4.43倍			
予想PSR	0.35倍			
実績PSR	0.39倍			



## ディスクレーム(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致します。

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