

# 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	.....	3
第1部 定性情報 ～同社を理解するために～	.....	4
第2部 定性情報 ～事業セグメント等の説明～	.....	7
第3部 第2四半期決算	.....	9
第4部 幾つかの考察	.....	14
会社情報及びバリュエーション	.....	20

# アールシーコア [7837]

## 前年度下期からの復調状態を継続。15年9月期は上期として過去最高売上高を達成。

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年であり、昨年、設立30周年を迎えた。事業沿革としては、1986年よりログハウスの輸入・販売を手掛け、1989年からはドームハウス、2004年からはワンダーデバイスの販売を開始し、ログハウス以外の一般住宅にも進出した。現在の商品ラインナップはログハウスが4シリーズ、ログハウス以外の住宅(「エボックス」)3シリーズの合計7シリーズであり、商品ブランド名は「BESS」で統一している。ログハウスの国内シェアは長きにわたり、約50%程度で推移しており、トップである。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、14年度の同社集計によると住宅用途が94%を占める。

2015年11月13日に発表した15年度第2四半期の決算は、消費税増税前の駆け込み需要の反動減から立ち直りを見せた14年度下期からの好調な契約状況が継続していることを示す内容であり、利益項目について、今後、上方修正余地が大きいと判断される。

スプリングキャピタル社(以下、「SC社」)は、14年度、15年度と、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、消費税増税後という特殊な環境下であること、利益水準が、営業員の確保という戦略的な費用の投下状況により大きく変化することを理由としている。

本レポートは、14年度決算及び15年度見込みの発表を受けて2015年7月22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」)であり、同社が2015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る。そのため、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 ～同社を理解するために～

### 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住宅の製造、販売を行う。会社設立は1985年であり、昨年、設立30周年を迎えた。事業沿革としては、1986年よりログハウスの輸入・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した。現在の商品ラインナップはログハウスが4シリーズ、ログハウス以外の住宅(「エポックス」)3シリーズの合計7シリーズであり、商品ブランド名は「BESS」で統一している。最新製品は、「NIDO」と称する広い軒下を持つ新世代ログハウス「G-LOG」で、2014年11月に販売を開始している。また、今年度下期のフェアに向けて現在の7シリーズのうち3シリーズで特別モデルを開発した。

### 7series



### G-LOG



2014年11月発売

### 事業の特徴

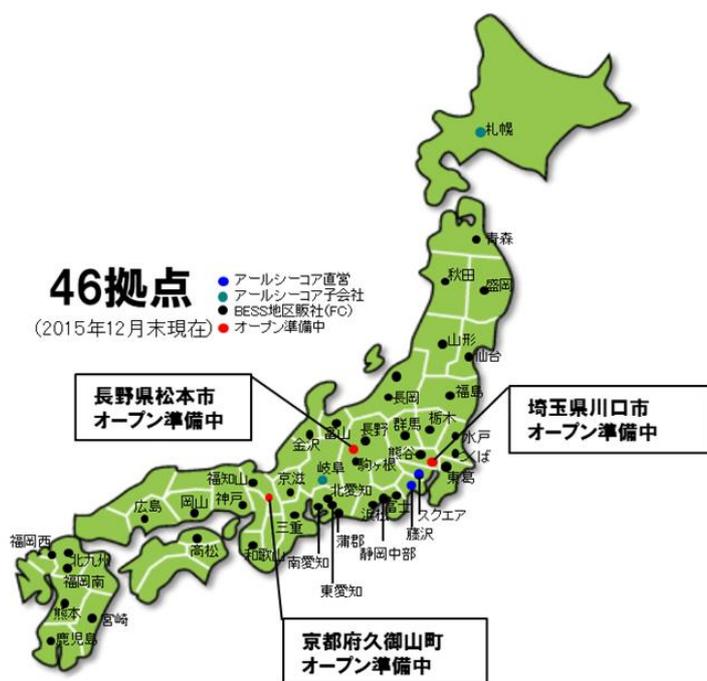
同社の住宅販売会社としての同業他社比較による相違点、または、特徴でもある点は、①単独展示場形式によるモデルハウス出展、②契約までのリードタイムの長い(同社が自らそう呼ぶ)「農耕型営業」、③販社形式の採用(同社の高い利益率の源泉であるとともに、その契約成果が同社の経営指標に大きく影響を与える)の3点に集約される。

#### 単独展示場形式による出展

拠点(展示場)は全て単独展示場であり、他メーカーと合同で出展するいわゆる総合住宅展示場、住宅公園などに「BESS」の家はない。

2015年9月末時点での拠点(展示場)数は43。内訳は、同社の直販部門(後掲「セグメント」項で説明)が運営する拠点(展示場)が、「BESS スクエア」、「BESS 藤沢展示場」の2つ、BP社(後掲「セグメント」項で説明)が運営する拠点が、札幌、岐阜の2つで、残りの39が販社(後掲「セグメント」項で説明)の拠点である。14年度は販社拠点の4ヶ所(所在地:香川県高松市、千葉県柏市、新潟県新潟市、静岡県吉田町)が新設されたが、今年度は現在のところ新設展示場は無いものの、2016年春の開設に向けて、埼玉県川口市、長野県松本市、京都府久御山町の準備がすすめられており、この開設により、拠点数は46、展示棟数は187(1拠点あたりの平均展示棟数は4.1棟)となる予定である。

## ＜展示場拠点マップ＞



藤沢展示場



総合展示場「BESS」スクエア



## 「単独展示場形式」と「農耕型営業」

この「単独展示場形式」と「農耕型営業」は深く結びついている。

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拠点(展示場)は、テーマパークのような趣(おもむき)があり、営業における最も重要なポイントは、その中に建つ BESS の提唱する家を来場者が好きになれるか、その中で自らが営む「暮らしぶり、生活ぶり」というものをイメージしてそれを好きになれるかどうかという「感性」の判断であると同社は考えている。

総合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、営業担当者はその機能性、細部にわたる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が、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が全てである。

この「単独展示場」出展の有効性を裏付ける数字を紹介すると、14年度の同社の調査によると、同社のログハウス・住宅を契約した約6割の人が、「(住宅購入に際して)他社と比較しなかった」と答えている。

また、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」が、「BESS

の提唱する暮らし、生活」に共感し、契約に結びついたことになる。

その為、同社の契約に至るリードタイムは平均して長い。同調査によると、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。「感性」が BESS の住宅を好きになり、それが、「住宅を持つ」という具現性を持ち、実際の契約に結びつくまで、サポートや提案はするものの、過剰な訪問セールスなどは行わない「農耕型営業」が、結局は、実際に BESS の家に居住してからの満足度の高さに結びついていることを同社は認識しているのである。

この「感性」の成熟はすぐにできるものではない。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具体的な商談を行うよりも、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。このことを踏まえて、同社は14年度より、展示場を訪れる新規来場件数に加えて、再来場件数を強化ポイントとして据えている。今年度第2四半期(以下、「今年度上期」)決算短信によると、今年度上期の再来場件数は、前年同期比で9.2%の増加となっており、今後に向けた明るい材料の一つと考えられる。

### 販社形式の採用

前掲のように、現在、43拠点のうち39拠点が販社の拠点である。また、後掲する「セグメント」でも説明しているが、全社ベース売上高に占める販社部門の比率も高い。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、その代わりに、単独展示場(拠点)と専任の営業体制を作ることを条件としている。また、13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きた。これは、販社の営業体質強化、効率強化を意図した取組みである。

しかし、販社は RCC 社の子会社、関連会社、資本提携先ではない。それぞれの地域で工務店や住宅販売業を営む独立した会社である。無論、営業員についても販社の社員であり、その人件費は販社の負担である。このように、販社がそれぞれの有限資源のなかで経営を行っているということは同社を理解するために知っておかなくてはならない必須事項である。また、販社が顧客と契約した際に、同社にはその契約に基づきブランドロイヤリティ収入が発生し、併せて、販社が BESS の家を建築する際に、販社に対して部材キットの販売を行うこととなる。この両者が同社の販社に係る売上の大きな部分である。この、販社組織との深い結びつきが、これまでの同社の高い利益率の大きな源泉でもある。

また、2014年4月の消費増税後、住宅販売会社は各社消費税引き上げ前の駆け込み需要の反動減に見舞われたが、同社においては、直販部門ではなく、販社部門にこの影響が色濃く出た経緯がある。そのため、同社は販社の営業員の数、質の向上、また、同社と販社の結びつきの一層の強化が喫緊の課題であると認識している。

## —第2部— 定性情報 ～事業セグメント等の説明～

### グループ会社

今年度上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。前年度、同社はBFM社の全株式をログハウス製造・販売持株会社であるAAA CLH HOLDINGS LTD.(以下「AAA社」)に譲渡することで合意したものの、AAA社の資金繰りがつかず、現在、合意は白紙状態となっている。

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、岐阜地区の経営を同社が引き継いだものである。

### 売上構成比

「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。2015年度第2四半期累計売上高に占める構成(セグメント調整前)は、「BESS」ブランドに関わる事業が98%程度を占めている。

### セグメント別売上高

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。

連結売上高構成比率は、13年度24.9%、14年度29.5%、今年度上期の連結売上高構成比率は30.4%となっている。14年度に大きくその比率が上昇したのは、「BESS藤沢展示場」の開業による影響が大きい。

販社部門… RCC社の売上としては、販社が顧客と契約した際のブランドロイヤリティ収入と、販社が実際に住宅を建築する際に同社が販社に販売するキット(部材)代金が計上される。

連結売上高構成比率は、13年度60.7%、14年度は55.7%、今年度上期の連結売上高構成比率は58.1%となっている。

BP社部門… 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。

連結売上高構成比率は13年度13.8%、14年度は14.2%、今年度上期の連結売上高構成比率は10.9%となっている。今年度上期の売上高は全社構成比率だけでなく、金額ベースでも前年同期比で17.1%の減少となっているが、これについて同社は「岐阜展示場の昨年度の契約不振による前期末の契約残高の不足が理由である」と決算短信で発表している。

また、利益面においては13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が、今年度上期時

点での営業利益累計はゼロ百万円となっている。

北米部門 … BFM社の事業。13年度における連結売上高構成比率は0.6%、14年度は0.6%、今年度上期の連結売上高構成比率は0.5%となっている。尚、今年度上期段階で、BFM社は北米における小売販売業務を大幅に縮小しており、製造に特化した体制にシフトしている。

## — 第3部 — 第2 四半期決算

### 第2 四半期累計決算状況 (前年同期比比較)

2015年11月13日に同社が発表した今年度上期の決算短信によると、売上高は6,352百万円、営業利益は431百万円となり、前年同期比で4.4%の増収、28.0%の増益となった。半期の売上高としては過去最高を記録したことになる。また、今年度通期の売上高について当初見込みを変更していないことから、下期の売上高見込みは6,648百万円と、さらにこれを更新するものとなっている。

14年度は、上期に消費増税前の駆け込み需要の反動減の影響を大きく受けたが、下期の2014年12月、2015年3月に、全社ベースの月間契約戸数が過去最高を記録している。この立ち直り傾向を今年度上期も維持したことが、この好決算から伺える。

図表 1

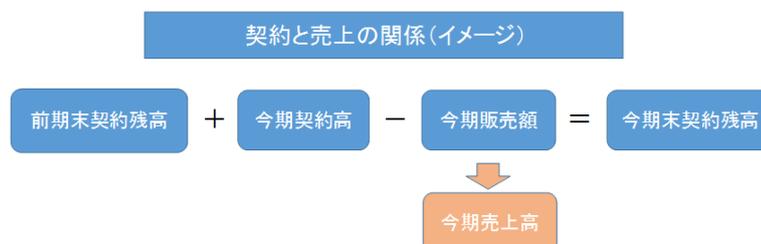
第2四半期累計収益 (単位：百万円、%)

	売上高	営業利益	営業利益率
2010A/C	4,869	402	8.3
2011A/C	4,526	363	8.0
2012A/C	5,152	377	7.3
2013A/C	5,960	452	7.6
2014A/C	6,086	337	5.5
2015A/C	6,352	431	6.8

今年度上期については、売上高、営業利益の伸びとともに、営業利益率が6.8%と、前年同期の5.5%から大きく上昇したことが分かるが、同期間が前年同期に比べて、20%程度の円安であったことや、業界として職方不足等による外注費の高騰が依然として解消されていないことを考慮すると、販社部門の契約増によるブランドロイヤリティ収入の増加が大きく利益に寄与したことが、その理由として考えられる。

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。同社の売上としては、この今期売上高に加えて、販社の今期契約高からもブランドロイヤリティ収入が入るため、売上高、契約高の両面から業況を判断する必要がある。

図表 3

第2四半期累計契約高 (単位: 百万円)

	全社ベース	直販	販社	BP社、北米
2014A/C ①	4,572	1,505	2,433	634
2015A/C ②	5,727	1,666	3,207	853
② - ①	1,155	161	774	219

第2四半期累計売上高 (単位: 百万円)

	全社ベース	直販	販社	BP社、北米
2014A/C ①	6,086	1,757	3,810	1,187
2015A/C ②	6,352	1,934	3,995	1,052
② - ①	266	177	185	▲ 135

\* 全社ベースはセグメント間調整後

第2四半期累計営業利益 (単位: 百万円)

	全社ベース	直販	販社	BP社、北米
2014A/C ①	337	136	699	28
2015A/C ②	431	164	778	12
② - ①	94	28	79	▲ 16

\* 全社ベースはセグメント間調整後

この表から、上半期の営業利益が前年同期比で94百万円増加した要因で最も大きいのが、販社部門の79百万円増であり、これが、契約高の大きな増加(ブランドロイヤリティ収入の増加)によるものであることが推測される。

## 15年度通期見込み

同社は現在のところ、今年度の通期業績見通しについて、期初に公表した数値の変更を行っていないが、利益の上方修正、または、期初予想を上回る着地が見込まれる。前年度までの通期業績及び、今年度見込みは以下のとおり。

図表 4

通期業績推移

	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	13,000
営業利益	662	688	897	677	650
経常利益	646	676	908	681	630
最終利益	298	396	576	422	380
営業利益率	7.0	6.7	7.4	5.7	5.0
経常利益率	6.8	6.6	7.5	5.7	4.8
最終利益率	3.2	3.9	4.8	3.5	2.9

(単位: 百万円、%)

これを半期毎の売上高、営業利益、営業利益率で示すと以下のようになり、今年度下期に営業利益率が3.3%と、上期より大きく低下する見込みであることが分かる。

図表 5

	売上高	営業利益	営業利益率
11年度上期	4,526	363	8.0
11年度下期	4,920	299	6.1
12年度上期	5,152	377	7.3
12年度下期	5,078	311	6.1
13年度上期	5,960	452	7.6
13年度下期	6,127	445	7.3
14年度上期	6,086	337	5.5
14年度下期	5,855	340	5.8
15年度上期	6,352	431	6.8
15年度下期見込み	6,648	219	3.3

(単位：百万円、%)

もし、この見込みとおりに今年度下期が推移するとすれば、営業利益率を低下させる要因としては、売上原価率の上昇、または、販売費および一般管理費の上昇しか考えられないが、両項目の四半期ベースの推移(実績)を示すと、以下のようになる。

図表 6

2011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
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
2014/12	2,916	1,917	999	65.7	34.3
2015/03	2,939	1,935	1,005	65.8	34.2
2015/06	2,859	1,923	935	67.3	32.7
2015/09	3,493	2,340	1,153	67.0	33.0
2015/12					
2016/03					

## 同 販管比率 推移

	(単位：百万円、%)		
	売上高	販管費	売上販管比率
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
2014/12	2,916	804	27.6
2015/03	2,939	861	29.3
2015/06	2,859	805	28.2
2015/09	3,493	851	24.4
2015/12			
2016/03			

これによると、円安による輸入資材の上昇、(直販、BP社の工事に影響を与える)職方不足による外注費の高騰という要因はありながらも、売上(高)総利益率は32%~35%のレンジを大きく超えることなく推移しており、また、売上(高)販管比率も同様に25%~30%のレンジを大きく超えることなく推移してきたことが分かる。

### 営業員数増に向けた取り組み

同社は2014年5月に、売上高、営業利益ともに2期連続での過去最高となった13年度決算を発表した際に、同時に発表した14年度見込みにおいて、利益項目を全て前年度から大きく減少する数字を発表した経緯がある。その減益見込みは費用の増加によるものであり、決算短信の言葉を借りると、「現在直面している課題に対応する『戦略的費用』を増加させる」というものであった。その中で最も大きな要因として掲げたのが、「本部主導による質・量両面における営業力の強化」、つまり、本部が営業員を積極的に採用し、教育するというものであった。

しかし、結果的にこの「戦略的費用」は積極的に投下されることなく、14年度決算における営業利益は、期初見込みの300百万円を大きく上回る677百万円で着地した。また、13年度末に154名であった営業員を1年間で100名程度新規採用するという目論みは達成されず、逆に14年度末に営業員数が140名と前年度末から14名減少することとなった。

この14名減員という数字は、40名の増加と54名の減少(販社からの退職や配置転換)という2つの数字の合計である。この40名の増加という数字が販社の例年の数字から大きく乖離していないとすると、問題なのは54名の減少である。

現在、好景気のもと、人材の流動化が進んでおり、人材派遣業における1人あたり

の採用コストも、アベノミクス開始前の12万円台が、現在は16万円と高騰している。より高待遇、好環境を求めて、若い生産年齢層が仕事を変える傾向があり、同社に限らず、人材不足は多くの業種・企業が抱える問題となっている。

この社会的情勢を踏まえて、同社は14年度の期中より、営業力強化のため、「ホームナビゲーター資格制度」を創設した。これは、実技を中心とした採点によりランク評価を行うという全国統一基準の資格制度であり、2015年4月には当該専門部署を立ち上げ、新研修カリキュラムも施行している。これらは、営業員の“質”を向上させることでBESS事業全体の業績向上を目指すものであろう。副次的に各営業員が結果を出すことで処遇改善に繋がり、定着を促す効果も期待できる。

一方で、営業員数の増加に向けた取り組みとして、1レポートで筆者が指摘した地方における採用にも着手する動きが見られた。本部一括採用は、今年度上半期で8名という実績を挙げたが、この9月から開始している本部・販社合同の募集に参加を希望した拠点数は26にも上り、その応募者も11月現在180名を数えるという。来年度以降も募集体制の確立という課題克服にむけた取り組みは続けられると思われるが、まずは、この下期の成果に注目したい。

#### 利益の上方修正、または、見込みを上回る着地を予想

このように、同社が営業員の質・量の増加に向けた取り組みを行っていることは確かであるが、そのための費用が大きく今年度下期に支出されるかということ、その点については大きな疑問が残る。

14年度に掲げた「本部主導による質・量両面における営業力の強化」は、同社が営業員の採用を行い、教育(育成)期間の人件費を負担するというもの(=「本部一括採用」)であったが、それに加え、販社合同募集も視野に入れた以上、当初の目論みほどには大きな一時的費用の支出は想定しづらく、下期のフェアにおいて販社支援の費用が生じたとしても、今年度下期の利益率が3.3%にまで低下することは現実的ではないと考えられる。下期の利益率が6%、今年度の見込みとおりに売上高が達成される(13,000百万円)という前提に立てば、年度の営業利益は、上期の431百万円に、下期の6,648百万円×6%=398百万円を加えた829百万円となり、現在の今年度通期見込みの650百万円から27%上方乖離することとなる。

これは、過去最高営業利益であった13年度には及ばないものの(図表4)、14年度との比較では22%程度の増益となる。

## — 第4部 — 幾つかの考察

### ビジネス・フレーム

同社のビジネス・フレームは「単独の展示場(拠点)を増やし、新規来場件数を増加させる → そこで「農耕型営業」を行う → 同社が提唱する価値観に共感する人間が新規来場件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ものである。

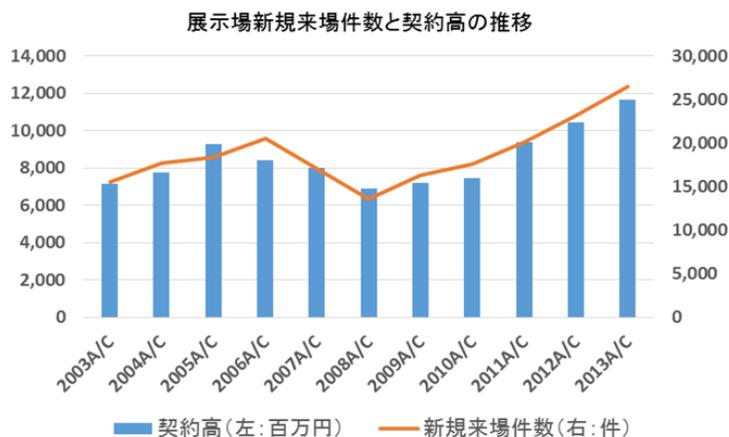
この、「同社が提唱する価値観に共感する人間」には共通する感性がある。同社の資料によると契約者の5割程度の人がメンテナンスに手間のかかる薪ストーブをオプションで購入するという。また、設立及び(設立翌年からの)ログハウス販売開始から30年であることを機に、同社が住宅購入者に対して行った「ユーザー・ハピネス アンケート」によると、「自分自身とても前向きな方だと感じる」と答えた比率が公的調査の約1.7倍もあったという。他の質問では、「地域社会との関わり・つながりに満足している」と答えた比率も約2.4倍となっている。そして、BESSの家を購入してから、「人を招く機会が増えた」の回答が約60%、「友人・知人を家に招く頻度が月に1~2回」と答えた比率も約42%と非常に高いものとなっている。ここに通底する価値観こそが、同社と契約者に共通する「感性」である。

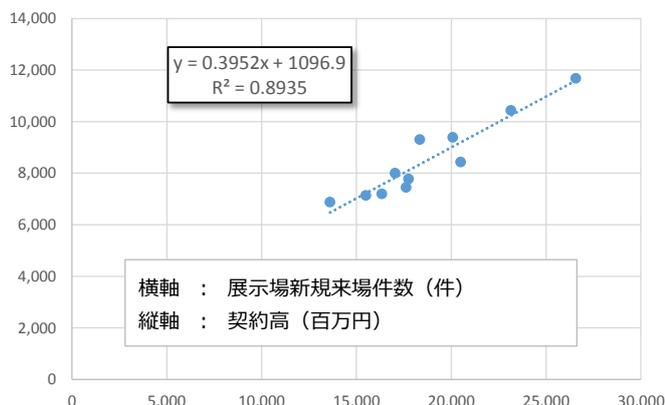
そのため、「新規来場件数」と「契約高」には非常に密接な関係が見られてきた。

### 新規来場件数と契約高の関係

このビジネス・フレームが確立されている以上、契約高(件数)の鍵を握るのは「新規来場件数」ということになる。13年度までの11期間において、両者の関係を計測すると以下の図表のようになり、分布図の数式の決定係数(R<sup>2</sup>)が0.89と極めて高い連関が見られることが分かる。この数式におけるXの係数「0.3952」は、新規来場件数のうち、どのくらいの比率で契約に結びついたかを示すものであり、仮に「契約係数」と名付ける。

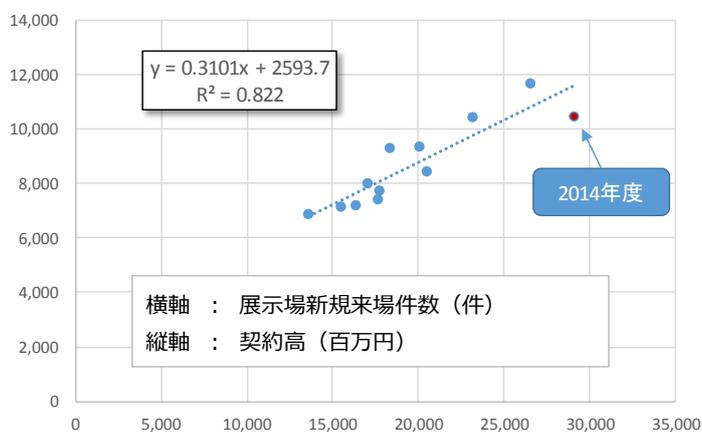
図表 7





これに、消費増税後の反動減が色濃く出た 14 年度を加えると以下の図表のようになる。14 年度については、新規来場件数の伸びに比べて契約高が伸びず、そのことを、「受け皿である営業員の不足」と同社は理由として述べたが、それは具体的には矢印の部分のことを指していると思われる。そして、12 期の「契約係数」は、0.3101 と前期から 0.0851 低下した。

図表 8



さて、同社は今年度、新規来場件数 30,500 件、契約高 13,100 百万円という見込み数値を出している。これをさらに加えると意外な事実が判明する。

図表 9



14年度に「受け皿不足」と同社が指摘した部分が無くなり、13年間の「契約係数」は0.3411と再度浮上し、且つ、今年度は下の分布図において数式線よりも上にあるため、過去平均よりも高い「契約係数」となるのである。このことは、現状の営業員数で十分に「受け皿不足」を解消しているということになり、ここからの営業員数の増加は、さらに「受け皿の充実効果」によって契約高の増加に結びつく可能性が高いということになる。

しかし、無論、この見込みとおりの着地となれば申し分ないが、見込み数値から今年度下期の新規来場件数、契約高、契約棟数の見込みを逆算すると大きな疑問が湧く。図表 10 は、06 年度以降の新規来場件数、契約高、契約棟数の数字を抜粋したものであり、契約高／新規来場件数を A、契約棟数／新規来場件数を B として算出している。(また、今年度上期については決算短信において新規来場件数の数字明示がなく、「ほぼ前年同期並み」と表記されたので、前年同期と同じ数字を用いている。)

これによると、今年度下期は、08 年度並みの高い A (新規来場件数が契約高に結びつく係数) と、かつてない高い B (新規来場件数が契約棟数に結びつく係数) が前提

となっていることが分かる。また、1棟あたりの契約高は13年度以降で最も低い金額となる。

図表 10

	新規 来場件数 ①	契約高 (百万円) ②	契約棟数 ③	1棟あたり 契約高 (百万円)	②/① ③/①	
					A B	
2006A/C	20,499	8,431	831	10.15	0.4113	0.0405
2007A/C	17,034	7,996	778	10.28	0.4694	0.0457
2008A/C	13,605	6,877	615	11.18	0.5055	0.0452
2009A/C	16,342	7,201	736	9.78	0.4406	0.0450
2010A/C	17,614	7,445	762	9.77	0.4227	0.0433
2011A/C	20,084	9,391	925	10.15	0.4676	0.0461
2012A/C	23,149	10,434	1,023	10.20	0.4507	0.0442
2013A/C	26,567	11,676	1,012	11.54	0.4395	0.0381
2014A/C	29,036	10,490	907	11.57	0.3613	0.0312
2014A/C上期	15,778	4,573	373	12.26	0.2898	0.0236
2014A/C下期	13,258	5,917	534	11.08	0.4463	0.0403
2015A/C上期	15,778	5,727	490	11.69	0.3630	0.0311
2015A/C下期見込み	14,722	7,373	710	10.38	0.5008	0.0482

つまり、現在掲げている下期の契約高及び契約棟数は、下期見込みの新規来場件数で実現するのは非常に厳しいということである。

そのため、今年度下期の予想として、新規来場件数に幅を持たせ、現実的な数字として、A(新規来場件数が契約高に結びつく係数) : 0.385、B(新規来場件数が契約棟数に結びつく係数) : 0.035 を採用してマトリクスを作成してみた。

図表 11

	新規 来場件数 ①	契約高 (百万円) ②	契約棟数 ③	1棟あたり 契約高 (百万円)	②/① ③/①	
					A B	
2015A/C下期見込み	15,000	5,775	525	11.00	0.3850	0.0350
	15,500	5,968	543	11.00	0.3850	0.0350
	16,000	6,160	560	11.00	0.3850	0.0350
	16,500	6,353	578	11.00	0.3850	0.0350
	17,000	6,545	595	11.00	0.3850	0.0350

これによると、新規来場件数が17,000件となっても契約高は6,545百万円、契約棟数は595棟となり、見込み数字を下回ることになる。

そのため、図表9については今年度決算終了後に再度プロットを行い、「受け皿である営業員の不足」は解消されているのかを検証する必要がある。

以上のことから、現段階で、前述のように経営指標である営業利益を初めとする利益項目には上方修正余地があるものの、業績の先行指数である今年度の契約高については下方に着地する可能性が高いと指摘する。

## 契約残高

公表資料によると、今年度上期終了時点での契約残高は6,323百万円と、前年度末の6,356百万円とほぼ同じ水準となっている。レポートで指摘したように国土交

通省が公表している「建設技能労働者過不足率」は2014年春をピークになだらかに低下しており、同社の契約残高も同じ時期の13年度末をピークとして減少に向かっている。そのため、今、契約を行った場合の引渡しまでに費やす期間は、直販部門で8～9ヶ月、販社部門で5～6ヶ月の水準で推移していると判断される。

一方で、同社は今年度末の契約残高見込みを7,000百万円と、13年度末のピーク時6,733百万円を超える過去最大としているが、筆者は、前述のとおり下期の契約高は下方に着地すると考えており、今年度期末残高がこのように大きな金額となるとは考えていない。

また、契約残高の増加により、受け渡しまでの期間がさらに長くなることは、同社にとってメリットはないと考えている。2014年4月の消費増税の際に、住宅における5%、8%の適用基準は、2013年9月までの契約分については一律で5%を適用し、以降の契約分については受け渡し時期が2014年4月1日より前であるか、それ以降であるかによって区分された。そのため、住宅販売会社は2013年10月以降も積極的に翌年3月までの引渡しを前提としたキャンペーンを行ったが、同社は引渡しまでの期間が他社に比べて長いと2013年10月以降に生じた反動減が他社よりも大きく出た経緯がある。2017年4月からの消費税率の再引上げについての基準はまだ流動的ではあるが、契約残高は翌期の売上原資ではある一方で翌期の契約圧迫材料でもあり、消費税率再引上げ前である現在は、このことを認識する必要があると思われる。

## 総評と「Ω戦略室」

今回発表された、今年度上期の決算は、契約高、売上高、利益ともに、前年度下期からの好調さを維持した、強い内容であった。

筆者は、2014年7月のIレポートにおいて記したように一つの懸念を持っていた。それは、2014年4月の増税前の駆け込み需要が総合住宅展示場の集客に結びつき、本来増税というイベントがなければ、その後にBESSの単独展示場でBESSの家に触れ、“他社と比較することなく”BESSの家を契約したであろう感性の持ち主である潜在契約者が、BESSの家に触れることなく、総合住宅展示場で各社の比較で住宅を購入したケースが存在する、つまり、潜在契約者が他社に“青田買い”された可能性があるということであった。しかし、今回の決算は、それが一時的な杞憂に終わり、同社が同社らしい通常期のビジネス・フレームに戻っているということを強く印象づけたといえる。

また、今年度より発足した「Ω(オメガ)戦略室」は、同社の持つBESS事業でのノウハウを活かし非住宅分野での事業の推進をその目的としている。

現在のところ具体的な共同事業の公表はないが、筆者が想像するに、幼稚園、駅、道の駅、地方の公共施設、マンションの共有部分など、“ここにBESSが似合う。ここにBESSがあっても欲しい”と感じさせる施設は多い。また、マンションにしても内装の部分を同社が行えれば、レジデンシャル・リートへの道も拓けるであろう。BESSの家、そしてリフォーム事業であるNEWITの技術とコンセプトが発揮されることに期待したい。

今回同社が行った「ユーザー・ハピネス アンケート」の結果は、契約者の共通した感性を示すものであるとともに、もう一つのことを教えている気がする。それは、柔道着を着ると強くなったような気がするのと同じことで、BESSの家に住んだからユーザー自身が変わった部分があるのではないかということである。家は存在しているだけで、自ら

は何も変わらないが、住んでいる人が変わっていく。BESSの家は「触媒」であるということ、そして、それを感じる住宅が BESS なのであるということが何よりも同社の強みであるということを再認識した。

## 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	2012/03	2013/03	2014/03	2015/03	2016/03
情報元	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
<b>■貸借対照表</b>					
資産の部					
流動資産	4,711	3,845	4,878	4,947	
固定資産	4,181	4,666	5,134	5,000	
繰延資産					
資産合計	8,893	8,511	10,013	9,948	
負債の部					
流動負債	3,967	3,090	3,672	3,226	
固定負債	1,892	1,894	2,328	2,457	
負債合計	5,860	4,985	6,000	5,683	
純資産の部					
自己資本	3,028	3,507	3,995	4,253	
(資本剰余金)	(618)	(618)	(656)	(682)	
(利益剰余金)	(1,860)	(2,148)	(2,600)	(2,830)	
純資産合計	3,033	3,626	4,013	4,265	
<b>■損益計算書</b>					
売上高	9,446	10,230	12,087	11,941	13,000
(販売費及び一般管理費)	(2,576)	(2,849)	(3,236)	(3,298)	
営業利益	662	688	897	677	650
経常利益	646	676	908	681	630
当期純利益	298	396	576	422	380
<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	951	-519	799	490	
投資活動によるキャッシュ・フロー	-178	-555	-251	-310	
財務活動によるキャッシュ・フロー	309	-174	168	-116	
(現金及び現金同等物の期末残高)	(3,582)	(2,371)	(3,096)	(3,183)	
(EBITDA)	(802)	(855)	(1,112)	(929)	
流動比率(%)	118.75	124.43	132.84	153.35	
当座比率(%)	100.50	97.12	109.37	129.76	
固定比率(%)	138.08	133.05	128.51	117.56	
自己資本比率(%)	34.05	41.21	39.90	42.75	
負債比率(%)	193.53	142.14	150.19	133.62	
デットエクイティレシオ(%)	80.94	68.43	66.06	63.11	
インタレストカバレッジレシオ(倍)	16.73	16.57	23.18	16.31	
財務レバレッジ(倍)	2.94	2.43	2.51	2.34	
売上高営業利益率	7.01	6.73	7.42	5.67	5.00
売上高経常利益率	6.84	6.61	7.51	5.70	4.85
売上高当期純利益率	3.15	3.87	4.77	3.53	2.92
ROE	10.15	12.12	15.36	10.23	
ROA	8.00	8.00	9.76	6.86	

## 会社情報 2015年12月29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	633 百万円
最低売買代金	113,400 円	時価総額	5,028 百万円
上場日	2005/02/23	売買代金 25 日平均	3,911 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 名
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	1,134円	年初来高値	1,167円	2015/12/25
予想PER	13.23倍	年初来安値	950円	2015/1/21
実績PER	11.91倍	6ヶ月騰落率	11.2%	(TOPIX) -5.0%
実績PBR	1.14倍	12ヶ月騰落率	16.7%	(TOPIX) 8.3%
実績配当利回り	3.70%	12ヶ月ヒストリカル・ボラティリティ	14.8%	(TOPIX) 19.8%
EV/EBITDA	4.87倍			
予想PSR	0.39倍			
実績PSR	0.42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