

株式会社 **アールシーコア**

アールシーコア

[JASDAQ-S 7837]

CORPORATE RESEARCH

CONTENTS

サマリー	2
会社概要	3
事業概要	5
財務状況	14
KEYWORD 1	18
KEYWORD 2	23
KEYWORD 3	27
KEYWORD 4	34
経営の特色と展開力	36
今後の課題と注目点	39
業績動向	44
収益モデル	49
株価パフォーマンス とイベント	52
主要財務指標	53

アールシーコア [7837]

異端を標榜する挑戦者 ～「感性」に訴える斬新な手法で 業界屈指の高利益率を実現～

リサーチアナリスト

株式会社エヌ・ジー・アイ・コンサルティング

長井 亨

2013年6月5日現在

ログハウス製造販売からスタートした自然派個性住宅のサプライヤー。ログハウスでは国内最大手。現在主力の個性住宅では、消費者の「感性」に訴える斬新な手法に定評を持つ。低迷する住宅市場において、過去20年間の平均売上成長率は10%超、直近10年でも売上は1.4倍となっている。ROEは2012年度で12%と住宅業界では屈指。2016年度にはさらにROE18%を目指し、配当は自己資本の7～8%を目途に引き上げたいとしている。

住宅はオリジナルのBESSブランドを展開。一貫した感性マーケティング、単独展示場、保証制度、価格体系で特色を持ち、従来型住宅メーカーとは明確に一線を画すアプローチにある。機能や細部へのこだわりよりも、「ライフスタイル」として楽しむことのできる住宅を供給することを主眼とし、比較優位よりも「好き」になってもらうというコンセプトを押し出している。経営陣は敢えて異端を標榜し、消費者目線の徹底を追求している。

今後の課題は、短期的には好調な受注を受けて積み上がった契約残消化への対応が、中長期的には同社の打ち出す感性と消費者の感性との同期性をシステムとして如何に担保するか、となる。ただし、感性の同期性維持のために同社は、施工・工事部門を持たず、敢えて一歩離れた視点を維持して柔軟に抜本的な対応ができるシステムを確立させている。同期性を担保する仕組みは整えられている。

当面の業績は好調を見込む。2013～2014年度は、全国販売拠点の拡充に消費税引き上げ前の駆け込みが加わり、売上、営業利益ともに過去最高を更新する見通し。先行投資に伴う費用増は継続しようが、増収効果でそれらを吸収できると予想する。これに応じ、増配も期待できよう。リスク要因としては、駆け込み及びその後の反動のインパクトが見え難い消費税の影響を外的要因として挙げる。同時に、先行投資負担の抑制、営業員スキルの確保、契約残の速やかな消化、などが内的リスクと考えられよう。

主要市場	JASDAQ - S
時価総額	5,729百万円
発行済株式数	4,130,970株
52週レンジ	490 -1,470円
PER (会社予想基準)	10.81倍
PBR (2012年度)	1.63倍
ROE (2012年度)	12.10%
配当(会社予想基準)	40.00円
予想配当利回り	2.88%
純負債/株主資本倍率	-0.01

会社概要

ログハウスの国内最大手。同時に、それ以外の自然派住宅も手掛け、感性に訴える手法で独自色を持つ

株式会社アールシーコアは、ログハウス製造販売の国内最大手。国内シェアは推定 60% (2011 年度実績) を有する。ただし、現在はログハウス以外の自然派住宅を主流としており、特に消費者の「感性」に訴える個性住宅の供給に定評を持つ。住宅市場が長期低迷する中、過去 20 年間の平均売上成長率は 10% 超を達成。直近 10 年でも売上は 1.4 倍という「異色」の高成長企業である。主としてパートナー契約にある販売代理店を經由して住宅のキット販売を行っている。本社は東京都渋谷区。資本金は 5 億 6,048 万円。連結従業員数は 2013 年 3 月末時点で 180 人である。

「こころを遊ばせてください」

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

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

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

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

金融機関を除く安定株主が 50% 超を占める

同社の株主構成は、2013 年 3 月現在で、社長の二木氏が 18.6% を保有。筆頭株主の位置にあり、次いで社員持株会、役員が名を連ねる。役員、持株会、およびパートナーシップ契約にある販社による持株会といった広義の「会社関係

者」で合計 50%超を占めており、これらが安定株主となっている。

同社の主な沿革は下表の通り。創業から 5 年後の 1990 年度には売上高が 10 億円を突破。そのさらに 17 年後の 2007 年度には売上高が 100 億円に到達している。2012 年度決算では売上高で過去最高を更新した。なお、ジャスダック証券取引所への上場は 2005 年である。

図表 1: 会社沿革

1985 / 8	東京都豊島区にコンサルティング会社として発足
1986 / 3	ログハウス事業の原点となる「ビッグフット」事業スタート。北米よりログハウスの輸入販売を開始
1989 / 3	個性派住宅「ドームハウス」の販売を開始
1994 / 1	地区販社制度を本格スタート
1995 / 4	カナダにログハウス部材の加工・生産を行う子会社 BIG FOOT MANUFACTURING (BFM) を設立
1996 / 4	責任施工物件に対して構造躯体の 20 年保証を開始
1999 / 1	東京代官山に総合展示場「ビッグフットスクエア」(現 BESS スクエア)を開設
1999 / 7	共済会を設け、「完成保証」を開始
2002 / 4	責任施工物件に対して構造躯体の 30 年保証を開始
2004 / 1	都市型スローライフ住宅「ワンダーデバイス」の販売を開始
2005 / 2	ジャスダック証券取引所に上場
2005 / 5	「ジャパネスクハウス(程々 ^{ほどほど} の家)」のリニューアル販売を開始
2005/10	別荘タイムシェアを行うフェザント事業を開始
2008 / 4	ブランド名をビッグフットから BESS に変更
2008 / 4	責任施工物件に対して構造躯体の 50 年保証を開始
2008 / 9	直営の地区販社となる子会社 BESS パートナーズを設立
2010 / 4	米国のログハウス販売事業進出を目指し、CNW Log Homes of America (CNW) を買収、完全子会社化
2010 / 9	国産杉を活かした「あきつログハウス」の販売を開始
2012 / 4	中古住宅リノベーション「NEWIT」(ニューイト)の販売を開始
2012 / 4	住宅新築工事請負契約にエスクロー制度導入
2013 / 1	『BESS 藤沢展示場』を神奈川県藤沢市に開設

出所: 会社資料

事業概要

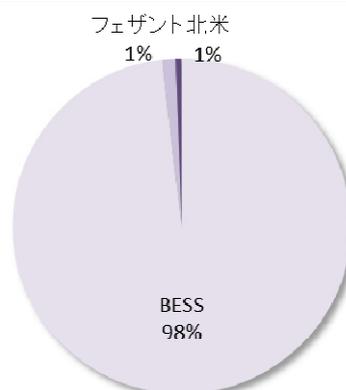
3つの事業。BESS 事業を主力に…

アールシーコアは、商品別に BESS、フェザント、北米、の3つの事業を展開している。主力はログハウスや自然派個性住宅を供給する BESS 事業。全社売上の実に 98%を占める。BESS はログハウスのブランドとして展開していた「ビッグフット」事業を受け継いだもので、「Bigfoot Essential Slow-life Spirit」の略称。名実ともにアールシーコアの屋台骨を支えている。消費者への販売は主として日本各地でパートナーシップ契約にある地区販社が担当。アールシーコアは部材キットを販社に卸すのに徹し、施工は地元に着した地区販社が行うという構造になっている。ただし、一部地域においてはアールシーコア自身で元請契約による直接販売も行っており、その場合は施工もアールシーコアが請け負っている。

…タイムシェア別荘、北米の各事業を擁する

一方、フェザントはタイムシェア別荘の販売・運営を、北米ではログハウスの生産（一部を日本向けに輸出）と北米市場への販売を、それぞれ手掛けている。タイムシェア別荘は BESS 商品のラインナップで構成されており、1週間単位で別荘を共有するというもの。現在は山中湖畔に「フェザント山中湖」を配置している。北米事業は、子会社 BIG FOOT MANUFACTURING(BFM)でログハウスキットを製造。一部をアールシーコア向けに輸出しているほか、北米市場にもキットを販売している。在米子会社 CNW Log Homes of America (CNW)を BFM のマーケティング業務委託先とし、BFM と一体運営がなされている。

図表 2: 事業別売上内訳(2012 年度)



出所: 会社取材よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

開示セグメントは販売チャンネルで分類

ただし、有価証券報告書や決算短信における開示セグメントは、上記の3事業とは枠組みが異なり、主として販売形態別に分類されている。各販売チャンネルで販売する商品(ログハウスなどの自然派個性住宅)は同一であることから、販売チャンネル毎にその効率性や成長性がモニターできる仕組みとなっている。

開示セグメントは、アールシーコアが直接販売を行う直販部門、地区販社を通じて販売する販社部門、アールシーコアの100%子会社ながら、地区販社と同様

の位置づけにあるBP(BESSパートナーズ)部門、北米での操業を担う北米部門の4つ。ちなみに、BESS事業は開示セグメントにおいて直販部門、販社部門、BP(BESSパートナーズ)部門に分割計上されており、フェザント事業は直販部門に売上計上がなされている。唯一、北米事業だけは、開示セグメント「北米部門」と同一の枠組みにある。下表のマトリックスは事業分類と開示セグメントの関係を示したものである。

図表 3: 事業分類と開示セグメントのマトリックス

		販売形態別開示セグメント			
		直販部門	販社部門	BP部門 (販社)	北米部門
商品別 事業分類	BESS事業	✓	✓	✓	
	フェザント事業	✓			
	北米事業				✓

出所: 取材よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

収益の核は販社経由の BESS 事業

なお、2012年度のセグメント別売上高と利益構成は下表の通り。商品別には BESS が圧倒的な主体を占めるが、販売形態別では販社部門が収益の柱となっている。つまり、販社を経由した BESS 事業が収益の核という位置づけにあることが鮮明である。次いで BESS の直販部門が貢献。BP 部門は、2009 年度の設立後、初の黒字達成を果たしたものの、利益貢献はわずかに留まっている。一方、北米部門はまだ利益貢献には至っていない。

図表 4: セグメント別の売上高と利益(2012年度)

(百万円)	売上高	構成比	セグメント利益	セグメント利益率
直販部門	2,327	23%	202	8.7%
販社部門	6,520	64%	2,040	31.3%
BP 部門	1,326	13%	2	0.2%
北米部門	57	1%	-11	-20.0%
消去・全社			-1,545	
合計	10,230	100%	688	6.7%

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

以下、公開情報に基づき、開示セグメントを主体に事業部門を詳述する。

●直販部門

戦略的色彩の濃い位置づけ

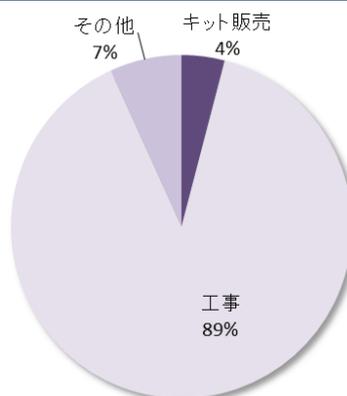
直販部門は全社売上の約4分の1を占める中核事業の一つ。直接的な利益寄与は大きくないものの、ブランドイメージの具現化、消費者意識やニーズの捕捉、販社へ提供するノウハウの蓄積、さらには先行開発モデルのテストマーケティングといった戦略的色彩の濃い位置づけにある。この部門の売上は、東京代官山の BESS スクエア、及び 2012 年度にスタートした BESS 藤沢展示場(神奈川)の2つの直営展示場を通して販売された自然派個性住宅と、それに付随するサービス(タイムシェア別荘のフェザントを含む)で構成されている。

直販部門であり、主体は完成までを請け負う工事



直販部門の売上の主体は、商品である BESS 住宅の完成までを請け負う「工事」が担い、全体の 89%を占める。一部、「キット販売」(部材のみの販売。施工は消費者が工務店に独自に依頼する)も手掛けているが、そのウエイトは4%と現在非常に小さい。

図表 5: スクエア部門売上内訳(2012年度)



出所: 会社資料

利益率では外注費用が重石となるも、敢えて「モノづくり」からは一線を画す

この部門のセグメント利益率はおよそ 9%(2012 年度実績)。後述する販社(フランチャイズ)部門の利益率と比較すると、やや見劣りする水準となっている。直販であるにもかかわらず利益率が販社部門に及ばないのは、BESS 藤沢展示場設置に伴う償却費負担が重いという特殊要因に加え、施工・工事は外注の力に頼る部分が多いという構造的要因に基づく。この構造的要因は、同社が施工部隊そのものを自社で抱えていないため。もちろん、外注委託でも全体の施工責任はきちんと負ううえ、工事の中核部分は自社で対応可能ながら、人手を要する工程などについては(少々割高でも)外注を活用しなければならないというのが実態である。

換言すれば、これらは自社で人を抱え、それなりの工事棟数を確保できれば利益率が大きく改善する可能性を示唆している。しかし、元々コンサルティング会社として発足し、現在も「ライフデザイン」の提案などを事業主体と設定している同社にとって、目指すべき方向に施工・工事スタッフの完全丸抱えという選択肢は現在のところない。それらはむしろ販社や外注に委託し、アールシーコアは「モノづくり」よりも「ブランド育成」に特化する意向にある。いつの時代においても色褪せないブランドを維持するためには、「モノづくり」から一線を画して消費者の目線を確保しておくべきというスタンスである。

このアプローチは実に慧眼であろう。なぜなら、モノづくりへのこだわりが機能や細部への過度な重視を招き、経営に一種の閉塞感を産んだ事例は非常に多いため、である。もちろん、「モノづくり」と「ブランド育成」は両立が可能であり、それに成功している企業も数多く存在している。しかし、「モノづくり」への過度な執着によって一旦「機能主義」や「細部主義」に陥ると、全体感として心地よい空間の

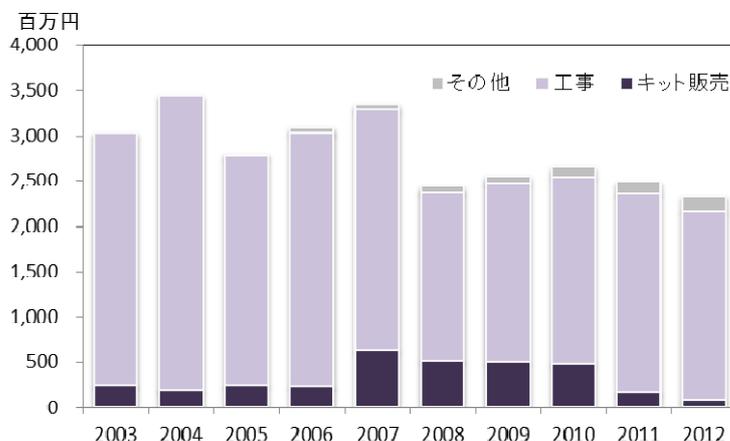
創造を目指すという同社のアイデンティティそのものを揺るがしかねない。経営として、二兎を追うことへのリスクはあまりに大きいと言えよう。であれば、欲を持たずに「モノづくり」の視点を敢えて外し(信頼できる販社・外注へ委託し)、ブランド育成に特化する方がむしろ効率的でさえある。この「ブランド価値」の維持・向上に専念する割り切った経営姿勢は高く評価されてよい。

それでもこの直販部門を自身で抱えるのは、「自らがマーケティングし、施工まで自身でやってみる」ことが重要であるからに他ならない。この経験があるからこそ、パートナーシップを持つ販社にノウハウを提供できるうえ、消費者の嗜好やニーズも肌で感じることができるようになる。戦略的位置づけとはそういう視点であり、結果として外注コストが重石となったとしても、それは必要なコストという認識にあるものと思われる。

時系列ではやや伸び悩み傾向だが...

なお、時系列でみると、この部門では売上にやや伸び悩み傾向がみられる。これは、前述の通り、能力的な限界があるのに加え、2008年度以降は土地を自らから仕入れての建売販売から撤退したことが主因である(現在は土地に関与せず、建物だけの販売を継続)。また、当初主体を占めていた別荘住宅向けの縮小に加え、一般住宅向けでは最寄りの販社にマーケットを譲ってきたことも一因。売上伸び悩みを特に深刻に捉える必要はない。

図表 6: スクエア部門売上時系列推移(2003~2012年度)



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

...首都圏の住宅一次取得層の把握に寄与

むしろ、そういった顧客層の入れ替え(販社へのマーケット譲渡)により、現在の代官山展示場の来訪者は、首都圏の住宅一次取得層が主流に変化。そこでは住宅ローンなど資金面でのサポートや土地を持たない消費者への対応、さらには建て替え・リフォームの希望といった、これまでには見えなかった消費者のニーズを浮き出させることにも成功している。これこそが直販部門を自前で抱える目的でもあった。現在はこれらが非ログハウス住宅の拡販に必要なノウハウの蓄積に繋がっている。

● 販社部門**屋台骨を支える中核部門**

販社部門は、売上貢献が全社の64%、利益貢献もセグメント中で圧倒的に大きく、同社の屋台骨といってよい中核セグメント。全国の地区販社とパートナーシップ契約を結び、BESS 専門のフランチャイズ展開を行っている。この部門でアールシーコアは、地区販社へ部材のキットを販売。地区販社はそれを消費者に販売すると同時に、施工・工事まで手掛けるという構造(役割分担)にある。

地区販社と相互補完によるフランチャイズシステム

この部門のセグメント利益率は実に31%(2012年度実績)。利益率を見るだけでも、同社が販社によるフランチャイズ戦略に注力する理由がうかがえよう。ただし、販社のビジネスサポート向けが中心であるブランディングコストなどは全社費用(15億円)に内数として別勘定で計上されている。したがって、これらを加味した実質の利益率はここまで高くはないと推定される。それでも、事業規模や展開力を考えれば、同社が販社によるフランチャイズ戦略に注力する理由は大きい。もちろん、販社はこれだけの仕入れマージンやブランドロイヤリティをアールシーコアに支払ってもそれ以上のメリットを享受できる仕組みとなっている。販社のメリットは、BESSの商品とブランドをそのまま利用できることに加え、スクエア部門でアールシーコアが実際に得た(東京などでの)ノウハウを活用できることなど。地元密着の広告宣伝義務は負うが、施工・工事を請け負うことで自社の固定費をカバーすることが可能となる点も大きい。アールシーコアにとっても、販社フランチャイズシステムは、地元への密着度をテコとして営業活動・顧客開拓が加速されるのに加え、本体では本来の商品企画やブランディングに特化できるというメリットがある。アールシーコアと地区販社は相互補完の関係にあると言える。

現在、全国にある地区販社は18社。地域の建設会社や工務店がその役を担っている。また、販社という形態にはなっていないものの、準販社という位置づけの特約店が9店ある。これらを合わせ、BESS 専門の展示場は全国に34拠点を数える(直営と子会社を含めると38拠点)。当然ながら、住宅販売である以上、自社商品のマーケティングには全国的なブランディングのみでは十分ではなく、展示場などで実際に消費者に住宅に触れてもらうプロセスが不可欠である。展示場の多寡はその後の売上動向を左右する重要な要素と位置づけられる。

ちなみに、全国にある合同住宅展示場(複数の住宅メーカーが展示)は217か所(住宅展示場協会)しかない。また、業界最大手の積水ハウスでも展示場は412か所(合同展示場、単独展示場の合計)しか抱えていないことなどを考えれば、BESS 専門で38拠点というのはかなりの規模ということができる(BESS製品の持家・分譲住宅におけるシェアはわずか0.3%。木造に限っても0.4%。これに対し、最大手の積水ハウスのシェアが3%程度であることと比較すればわかりやすい)。それでも高いマージンを確保できている状況を考えれば、強固な販売力に加え、商品ブランドが浸透してきている状況がうかがえる。役割分担が奏功している一つの証左といえよう。

過去には連携不調の試練も

ただし、この連携がうまくいかなかった時期もある。本来は、展示場の数は増えるにしたがってこの部門の売上も増えるはず。しかし、2008~2009年度においては、

展示場が増えているにもかかわらず、売上はむしろ減少してしまった経験がある。この最大の要因はリーマンショックによる需要後退ではあったものの、受注ベースではリーマンショック前の2007年に既にピークアウトとなっており(図表15参照)、これが落ち込みに拍車をかけることとなった。これは、売上が急拡大していた2007年前後で、販社が広告宣伝コストを過剰に絞ってしまったため。それまで順調に拡販できていたことに加え、ブランド展開はアールシーコアが行っていることへの安心感もあり、住宅需要に陰りが見え始めた時に(経費削減から)一気に広告宣伝を抑制。消費者への露出減少を招いたのである。アールシーコアからすれば役割分担ということで各地区の広告宣伝を販社に任せていたのだが、結果としてこれが逆効果となり、売上(受注)は急減を余儀なくされた。以来、アールシーコアは販社との連携を強化。互いに独立した存在ではあるものの、フェアでオープンなノウハウの共有を進め、軌道修正を完了させている。

図表7: 販社部門売上と展示場の時系列推移(2003~2012年度)



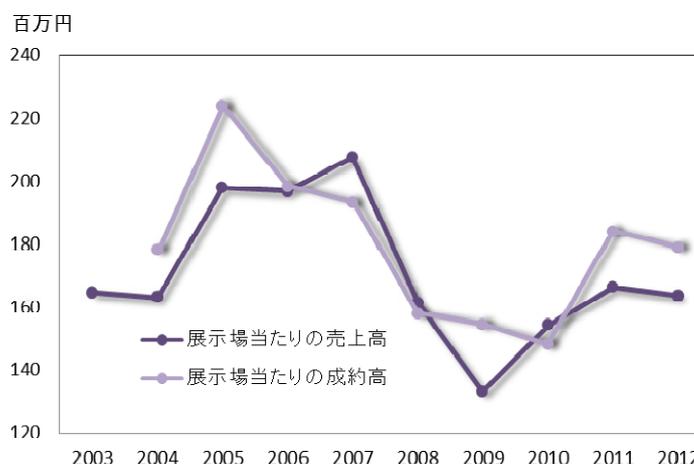
出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

業績は改善基調。ただし、まだ過去最高の更新には至らず

なお、時系列で売上動向をみると、2008~2009年にリーマンショックや販社の宣伝不足などで売上は落ち込んだものの、2010年度からは反転。売上は回復基調に転じてきている。リーマンショック以降、通常モードの需要への回帰に加え、この間にも増加している展示場の拡大が寄与している模様である。

ただし、一展示場当たりの売上高はまだリーマンショック前に記録した過去最高の水準には回復していない。広告宣伝などはアールシーコアとの連携の下、通常モードに戻っているにもかかわらず、である。これは、顧客が成約に至るまでどうしても時間がかかるうえ、成約から売上計上までにさらに時間を要するため。実際に成約高をみると、2011年度から急回復を示しており、ようやくそれら対策の効果が発現してきていることを示唆している。このことは、売上も今後増加していく余地が非常に大きいことを予想させるものである。換言すれば、この指標の低迷が長期間継続すれば、販社の販売力に何らかの齟齬が出てきたことを懸念する必要が出てきたことになる。

図表 8: 展示場当たりの販社部門売上高推移(2003~2012年度)



注1: 展示場数はその効果発現のためのタイムラグを勘案し、期首時点のものを使用している。

注2: 販社部門の売上はキット(部材)売上の他に、7~9億円規模の「その他」があるが、ここでは成約高推移と比較するために、キットの販売売上に揃えている。

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

●BP 部門

経営不振の地区販社を引き継いだ部門

BP(BESS パートナーズ)部門は2009年度に設立され、全社で一番若い部門となる。2012年度実績でBP部門が全社売上に占める割合はおよそ13%。損益的には2012年度に黒字化を達成したものの、まだその規模は小さく、全社利益への貢献度は僅かなものに留まっている。

基本的にこの部門は販売を担う会社があるという点で地区販社と共通している。ただし、販売や施工・工事を担当するのが独立資本の地区販社ではなく、アールシーコアの100%子会社 BESS パートナーズであるという点が決定的に異なっている。現在は札幌と岐阜の2拠点体制。独立した販社とフランチャイズ契約せず、敢えて100%子会社を販社としているのは、当該地で新たにパートナーシップを組んでブランドの価値を守ることでできる独立販社が見当たらなかったため。札幌、岐阜とも、当初は独立販社との通常の契約形態にあったものの、両社の経営不振を受け、住宅事業をアールシーコアが買い取る形で発足している。

現状は過渡的な色彩が濃い が...

前段の販社部門がフランチャイズとの相互補完によって高収益を確保する仕組みにあるのだと考えると、当然、自社(100%子会社)で販社機能まで手掛けるこの方式は決して望ましいことではない。アールシーコアとしては、不得意な施工・工事に関与しなければならぬうえ、土地勘の薄い地域で他社との競合に直面してしまうためである。そういった観点からすると、この部門はやや過渡期的な色彩が拭えない。現状は不振会社からの立て直しが急務ではあるものの、それらが一巡してきた段階では、将来的には独立販社システムに何らかの形で移行していくものと予想される。もしくは、地区販社との相互補完システムを超える何らかのメリットを見出し、現状をより発展させていくか、ということとなる。

…社員に販社目線を理解させるためには絶好のファンクションでもある

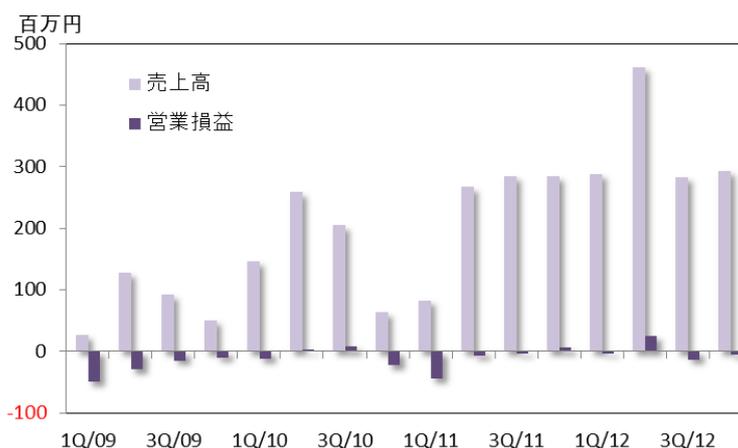
後者のケースの具体例としては、社員教育メリットが挙げられる。アールシーコアではブランド育成を主力に据えていることから、社員の約3分の2は管理や企画、後方支援部隊に従事しており、営業最前線とは一線が画されている。残り3分の1の社員は直営拠点(直販部門)で最前線にはあるものの、大都市立地というある意味特殊な現場であり、消費者のトレンドや感性を知るうえでは極めて重要なが、全国の販社とは消費者を見る視点において微妙に温度差が生じかねないポジションにある。しかし、販社とのパートナーシップをより強固にするためには、このギャップを如何に埋めるかは非常に重要である。BP部門は、そういったことを社員に教育するのには絶好のファンクションとなる可能性がある。

ただし、地区販社との相互補完システムを超える強力なメリットが見出された場合は、今度は前段で詳述した地区販社システムそのものの存在意義が改めて問われる状況となる。当面の課題は安定的な黒字体質の定着ながら、中期的にはこの部門がアールシーコアの今後の方向性を決めていくパイロットプラント的な役割を担うことになるかもしれない。

損益分岐点は年率換算でおおよそ売上12億円程度

なお、2009年度の発足以来、BP部門での累積営業赤字は1.8億円。ただし、2011年度以降は四半期ベースでも売上高が安定してきており、徐々に改善が進んでいることがわかる。2012年度は通年での黒字達成ともなった。とはいえ、四半期単位ではまだ黒字が定着したとは言い難い状態が続いている。損益分岐点は年率換算でおおよそ売上12億円程度。黒字体質を定着させるには、もう一段の売上水準引上げが求められることになる(2012年度売上実績は13.3億円)。

図表 9: BP部門の四半期別業績推移(2009～2012年度)



注: 2009年度四半期別業績はエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定。

出所: 会社資料

●北米部門

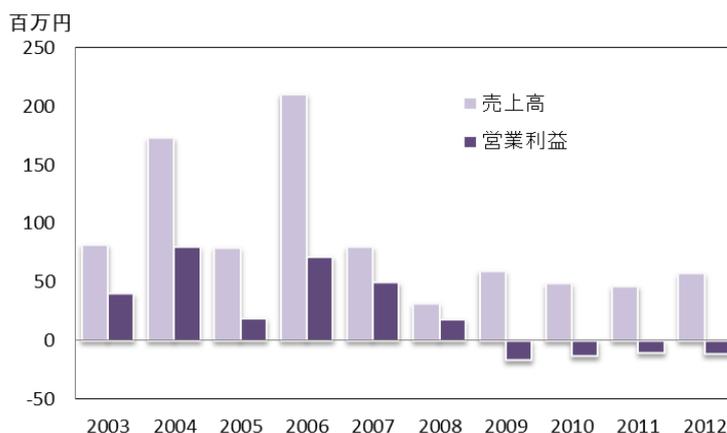
唯一の製造部門であり、唯一の海外部門

同社のログハウス事業の部材製造、および販売を担う唯一の海外部門。現地法人で部材製造を行うBIG FOOT MANUFACTURING(BFM)、同じく現地法人でマーケティング業務を行うCNW Log Homes of America(CNW)の2社で構成される。BFMで生産されたログハウスの部材は、一部が日本に輸出されてアールシーコアで販売され(これらは連結決算では相殺消去。アールシーコア自身は、BFMからの他、フィンランドや国内などから部材の調達を行っている)、残りは北米域内で販売される、といったモノの流れにある。

北米市場の拡販に注力

北米市場への本格的な進出は、①そもそもログハウスの北米市場は日本と比較して圧倒的に規模が大きい、②増産となれば、製造コストの低減が可能となり、結果として日本、北米の両市場でより価格競争力を強化できる、③日本市場においても、同社のフラッグシップであるログハウスは、実は伸びが一巡しつつある、といったことを睨んでのものとして推定される。ログハウスの本場である北米市場を獲得できれば、それがさらなるブランド価値の上昇にもつながる、といったシナジー効果も期待できることになる。

図表 10: 北米部門の業績時系列推移(2003～2012年度)



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

ただし、全社売上に占める北米部門のウエイトは、2012年度実績でまだ1%程度。時系列でも伸び悩みの状況にあり、思惑に反して、大きな改善には至っていない。そのテコ入れとして、同社はCNWの買収を決定(2010年)したが、依然として本格的なシナジー効果の顕在化には至っていないのが現状である。布石は着実に打たれているが、結果への発現には想定以上に時間がかかっている模様である。損益的にも売上伸び悩みから苦戦。営業赤字は直近まで4期連続を余儀なくされている。全社売上に占める規模は小さいとはいえ、資産ベースでは9.3億円とスクエア部門の10.2億円に並ぶ規模にある。スクエア部門が年間2～3億円の営業利益をコンスタントに稼ぎ、戦略的機能も果たしていることと比較すると、かなり状況は厳しいと言わざるを得ない。状況次第では、この部門へのテコ入れが喫緊の課題と転化してくることもあると考える。

財務状況

自己資本比率は41%だが、実態の安全性はそれ以上の実力

同社の2012年度末時点の自己資本比率は41.2%、製造業でないことを考えれば、この自己資本比率は決して高い水準にはないが、これは工事未払金や未成工事受入金などの規模が大きいことに拠るため。単価が高く、工事期間も長い住宅業界においてはしばしば散見される状況でもある。特に、同社は施工部隊を敢えて持たないという特性があるため、どうしても工事は外注となり、完成までは未払金が積み上がってしまう仕組みにある。したがって、見かけ上の自己資本比率は実態以上に厳しい数字となる傾向にあり、そういった特性を勘案すると、これらは特に憂慮すべき内容ではないと考えられる。換言すれば、見かけ上低めに計算される特性を考えても、40%超の自己資本比率を確保できている、ということは、財務基盤の実態はそれ以上にあることを示している。

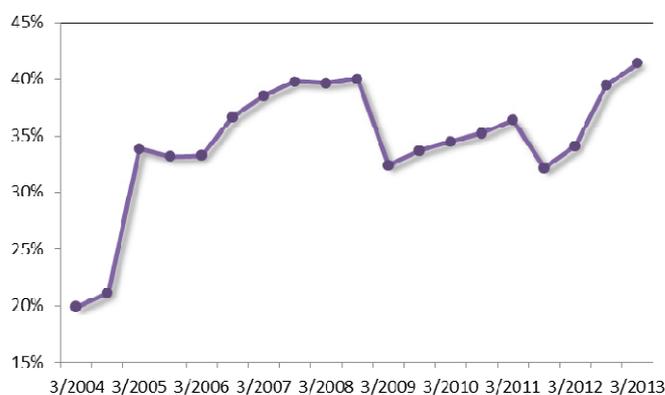
事実上の無借金経営であり・・・

有利子負債残高を見てもその傾向が確認できる。有利子負債の期末残高は24.0億円となっているが、同時に現預金を24億円保有。有利子負債残高から現預金を差し引いたネットの負債(純有利子負債)はほぼゼロであり、事実上は無借金経営に近い状態となっている。自己資本比率を見るまでもなく、実態は非常に安定感のある財務にある。

・・・自己資本比率はじりじりと上昇トレンドにある

時系列でみても、多少の変化はあるものの、2009年以降は自己資本比率がじりじりと上昇傾向にあることがわかる。本業の好調を追い風に、純資産額は4期連続で拡大。2012年度末時点で過去最高の35.3億円に到達している(それまでの最高は2007年9月の31.5億円)。これに加え、2012年以降はエスクロー制度(取引の安全確保のために第三者を介在させる仕組み)導入により、これまでアールシーコアが受けていた工事費用の前受金を第三者の管理する信託口座に移管させたため、負債勘定が一気に縮小。これにより自己資本比率も一気に上昇し、こちらも4年半ぶりに過去最高を更新することとなった。依然として、工事未払金や未成工事受入金などが見掛け上の自己資本比率を押し下げている面はあるが、徐々に実態とのギャップは縮小してきている模様である。

図表 11: 自己資本比率の半期推移(2004年3月～2013年3月)

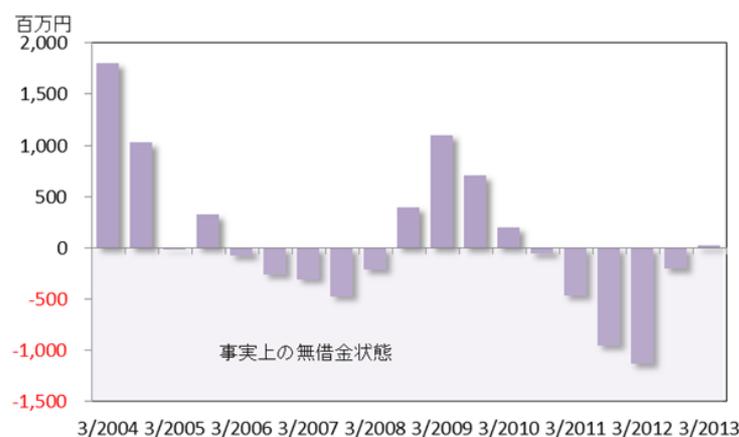


出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

エスクロー制度導入が負債の攪乱要因になっている

なお、エスクロー制度導入は、純有利子負債動向の攪乱要因にもなっている。現在がほぼ無借金状態であることは前述の通りだが、時系列では直近の資金的余力が急速に縮小してしまっている。ただし、これは前受金である現金が信託口座に移管されたため。財務が急激に悪化したわけではないことには留意が必要であろう。このことを換言すれば、以前は「前受金」という代金先受けメリットがあってようやく実質無借金状態となっていたが、現在はむしろそういった下支えがなくともほぼ無借金状態を維持できていると理解すべきである。しかも、この間にあった首都圏の第二直営展示場(後述)の建設費用負担をこなしてのほぼ無借金状態である。同社の財務安全性がより強固となっていることがうかがえる。

図表 12: 純有利子負債残高の半期推移(2004年3月～2013年3月)



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

資産効率性はそれほど高くないが...

むしろ特徴的なのは資産の効率性を示す回転率であろう。同社の2012年度の総資本回転率実績は1.20回。エスクロー制度導入によって資産の圧縮が図られたことで、上場企業ではほとんど見劣りしない水準に到達している。ただし、効率の低い巨大企業を除いたベースで比較すると、非上場会社を含めた製造業や建設業の平均的水準に相当する水準にとどまっている(中小企業庁調べ)。確かに北米に製造部門を抱えるうえ、住宅建設も行っていることを考えれば、特に問題ないとする見る向きもある。しかし、①施工・工事は外注や販社が主体であり、②北米の部材製造も売上全体の一部に過ぎない、③アールシーコアはむしろ商社機能が主体であり、かつブランディングなどに注力している、などを勘案すれば、この回転率水準にはやや不満が残る。ちなみに、中小企業庁調べにおける卸、小売業などの総資本回転率は概ね2回程度にも達している。総資本回転率は投下資本の回収スピードを示している以上、同社は設備などの固定資産を抱える製造業並みにカネ回り速度が遅い、ということになる。

...これは代官山展示場の規模が大きいことに拠る

しかし、これは借入金と現金が両建てで資産/資本に計上されていることで総資本が膨らんだ形となっていることが主因である。また、直営の代官山展示場への投下資本が大きかったことの影響も大きい。具体的に数字で見ると、有利子負債が現預金と両建てで約24億円、総資産を膨らませているうえ(相殺すれば本質的にはゼロ)、代官山展示場の土地が簿価で23.4億円(2013年3月末時

点)にも上る規模にあるということ。この2要因合計で47億円にも達し、現総資産85億円の実に55%を占めることになる。このうち例えば、負債を現金で相殺したネットベースを総資本として計算すると、回転率は1.67回まで改善することになる。が、それでも卸・小売業の2回程度という水準にはまだ及ばない。これは偏に代官山の影響。もちろん、代官山は都内の超一等地であるため、土地価格まで含めた絶対額に違和感はないが、それでも総資産に占める割合の大きさ故に効率性が低くなってしまっているのである。敢えて厳しい言い方をすれば、代官山展示場は(事業規模に比べて)かなり背伸びをした資産とも言うことができよう。

代官山展示場



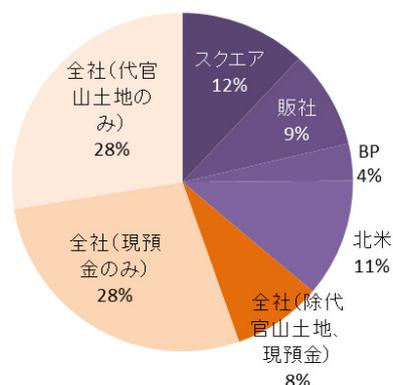
写真提供:アールシーコア

特殊要因を除けば、高効率経営は明らか

これは報告セグメントからも十分読み取れる。報告セグメントでは、代官山を含む直営展示場の土地などは、各セグメントに帰結する資産から分離されて全社ベースの調整項目に計上されている。具体的には、全社の総資産85.1億円に対し、スクエア部門が10.2億円、販社部門は8.0億円、全社調整分が54.3億円といった具合である(全社調整分には現預金なども含まれる)。報告セグメント基準による資産回転率を見ると、主力の販社部門で実に8.2回。直営のスクエア部門でも2.3回にも達しており、十分に高効率であることがわかる。すなわち土地などを除く正味の基準ではカネの回りは十二分に早く、これが前述した事実上の無借金経営の実現に大きく寄与したものとと思われる。

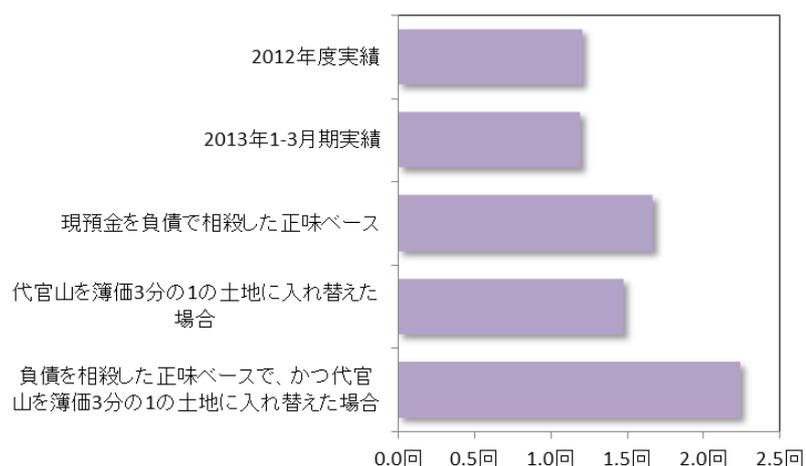
とすれば、猶更、代官山展示場の土地の資産の大きさが気にかかる。例えば代官山とは別の場所におよそ現在簿価の3分の1程度のコストで展示場を取得していれば、総資本回転率は1.47回まで上昇する。負債を現金で相殺した実質ベースでは2.23回となり、効率性は卸・小売業に匹敵する水準に達する。代官山展示場が全社の財務に与えている影響は非常に大きいことがうかがえる。

図表 13: 報告セグメント別総資産内訳(2012年度)



出所: 会社資料

図表 14: 総資本回転率実績(2012年度)



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

代官山は効率性では重石ながら、成長戦略上は無形の貢献大

しかし、上記の試算も机上の空論であろう。そもそも、BESS 商品が現在の売上規模にあるのには代官山展示場の無形の貢献が非常に大きい。実際、代官山展示場への来訪者、成約者の数はその他の展示場の中においても出色のポジションにある。別の場所に(例えば郊外などに)展示場を設置していた場合、果たして現在のようなブランド力、集客力、発信力に達していたかは甚だ疑問である。府中から代官山に展示場を移転させたのが1999年。その超一等地での展開を以てしても、現在のブランドを構築するのに10年超の時間を要している。別の場所であれば、少なくとももっと時間を要していた可能性は高い。代官山展示場があったからこそ現在のアールシーコアがあると考えれば、資産効率という観点では確かに重石ではあるものの、それ以上の効果があったとも位置づけられる。当時ではむしろ相当思い切った経営決断であったと推定されるが、この決断こそがこれまでの急成長の実はもっとも重要な分水嶺であったのだと考える。

KEYWORDS 1 : BESS 事業



前段では開示セグメント別に詳述したが、いずれも商品としてはほとんどが BESS 事業に相当している。ここでは、開示セグメントとは一線を引き、最重要商品である BESS 事業について再度まとめてみる。自然派個性住宅を供給する BESS 事業の特徴は、大きく次の 4 点に集約できる。すなわち、「感性マーケティング」、単独展示場、保証制度、価格体系、である。なお、感性マーケティングに関しては詳述を KEYWORDS2 に譲り、ここでは概況及びシステムを詳述する。

BESS 商品

ログハウス 3 シリーズ



「カントリーログハウス」



「ファインカットログハウス」



「あきつログハウス『季節の家』」

エポックス 3 シリーズ

「ジャパネスクハウス『ほどほど程々の家』」

「ドームハウス」



「ワンダーデバイス」

写真提供：アールシーコア

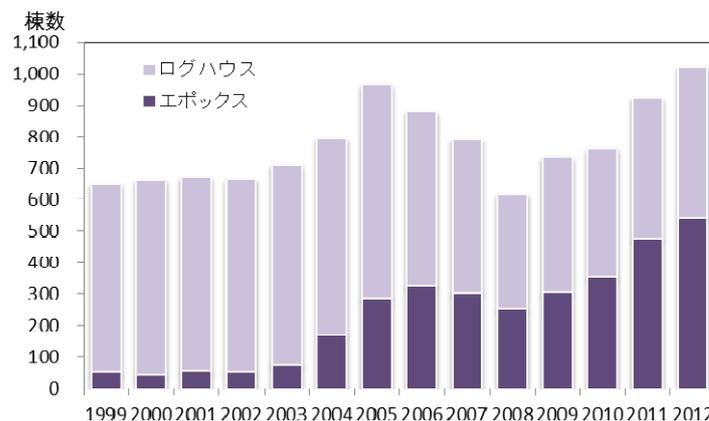
感性マーケティングで「都市型
スローライフ」を強調

現在、同社が提供している自然派個性住宅(BESS 商品)は大きく 6 シリーズ。うち、国内トップシェアを誇るログハウスが 3 シリーズ、その他の自然派個性住宅(同社はエポックスと表示)が 3 シリーズ、である。ログハウス専門のように認識される傾向があるが実態は非ログハウスが非常に充実しており、近年では住宅一時取得層からの需要増加もあって、現在の受注内訳はエポックスが 53%、ログハウスが 47%という割合にある。

同社は 1989 年から非ログハウスの販売を早くも開始しており、その後、「都市型スローライフ」をコンセプトとしたエポックス商品を続々と投入。別荘需要中心であったログハウスの自宅利用の開拓を併せ、都心の住宅街でも違和感のない商

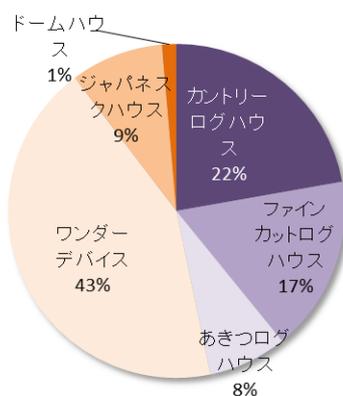
品を打ち出すことによって住宅取得需要を取り込むことに成功している。シリーズ別にみると、現在、最も売れ筋なのは非ログハウスの「ワンダーデバイス」である（ログハウスの定番である「カントリーログハウス」は売れ筋としては第二位）。確かにかつては「ログハウスの会社」ではあったが、現在は「ログハウスも手掛ける自然派個性住宅の会社」への転身が着実に進んでいる。

図表 15: BESS 事業の商品別受注棟数推移(1999～2012 年度)



出所: 取材よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

図表 16: BESS 事業シリーズ別売上内訳(2012 年度)



出所: 会社資料

年間受注棟数は実質過去最高を更新中

BESS 商品の年間受注棟数は、2012 年度実績で 1,023 棟。リーマンショック後からは着実に回復軌道を進み、ピークとなった 2005 年度の 965 棟（一時期に手掛けた倉庫用小規模ログハウスを含むベース。現在と同一基準では 878 棟）を遂に更新することとなった。ちなみに、2005 年時点ではログハウスが全体の 70% 超を占めていたのに対し、2012 年度のログハウス比率は 47%。この変化を見れば、この間に同社が大きく商品構成を変えてきていることがここからもよくわかる。実際、2005 年度を起点とすると、エポックスの年間受注棟数はおよそ倍増しているのに対し、ログハウスの年間受注棟数は 30% 減少している。

単独展示場戦略で潜在顧客を絞り込み、営業員一人当たりの成約棟数は業界平均の約倍を達成

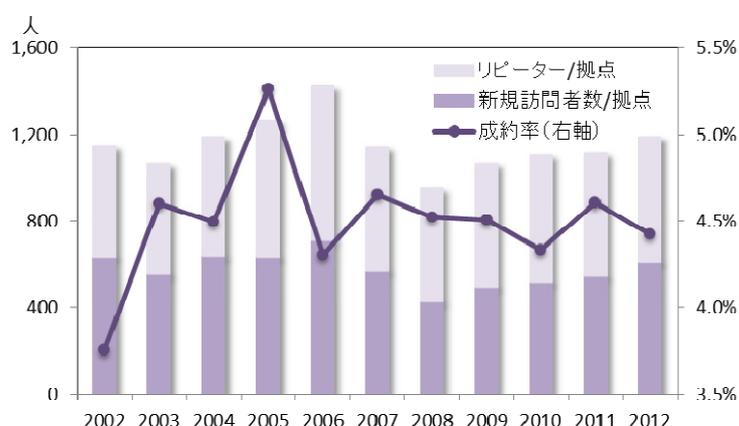
販売活動の出発点にあるのが BESS の単独展示場。すべて BESS 商品が立ち並ぶ中で比較する機会を消費者に提供している。各社商品が混在する他の合同展示場と異なるのは、①BESS 商品に興味を持った消費者のみをターゲットにできる、②他社商品との比較において価格やマンパワーで競争することなく、商品本来の魅力を訴えることができる、③それらの結果、成約に至るまでのコストは単独展示場方式の方が実は効率的である、という点。実際、営業員 1 人当たりの成約棟数は 2012 年度平均で年間 7.9 棟となっており、これは同社がベンチマークとしている業界平均(4.6 棟:住宅産業研究所調べ。2011 年、注文住宅大手 20 社の営業員一人当たりの年間販売棟数)を大きく上回っている。

特に、個性住宅を謳う以上、単独展示場であることのメリットは大きい。そこへの訪問者、特にリピーターは同社商品の個性を積極的に容認している(一種の「ファン」となっている)可能性が大きく、結果としてそのまま BESS 商品を発注する傾向が高まるためである。合同展示場であれば、確かに潜在需要者を幅広く集客できるメリットはあるものの、その幅広さから成約に至るまでの効率性は大きく低下してしまいかねない。単独展示場は、個性住宅に興味を持つ層をある程度絞り込む機能を果たしているといえよう。

新規訪問客における成約率も業界平均を大きく上回る

これも同社の実績から十分推察できる。年間成約件数を展示場への新規訪問組数で除した成約率は 2012 年度で 4.4%。過去 10 年を見ても、4~5%で安定している。やや古いが、日経産業新聞によると通常の成約率はおよそ 3%程度との指摘もあることを考えれば(2001 年 7 月)、成約率はかなり高い(効率が良い)といえる。また、絶対数で見た新規訪問者数も、リーマンショック時を底に回復基調は鮮明である。新規訪問組の 4~5%が安定的に成約者になっていると考えれば、新規訪問組の増加こそが事業の成長に必要な不可欠なエンジンであるとも言える。2008 年度以降の新規訪問者数の増加傾向が後々の収益拡大に繋がるという良い回転ができてきた。

図表 17: BESS 展示場 1 拠点当たりの訪問者動向(2002~2012 年度)



成約比率 = 成約件数 / 新規来場者組数

出所: 取材よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

新規来訪者、リピーターの動向 は、同社の今後を示唆する重要な先行指標

ちなみにリーマンショックは2008年だが、実はそれ以前の時点で既に、リピーター、新規者数、いずれも一旦ピークアウトとなっている。前段でも触れたが、これは広告宣伝費用を販社が絞ったことが主因。すでにファンとなっている層はリピーターとして展示場を訪れてはいたものの、未だそこまで気持ちの盛り上がりがない新規来訪者の取り込みには至らず、結果として「購買予備群」となる新規訪問者、延いてはリピーターの数を減らしてしまうこととなった。地価がミニバブル状態にあったために、新規訪問者層は減少し始めていたが、本来はその減速を補うはずのリピーターまでも減少したことで、その後の低迷を招いてしまったとも言える。リーマンショックを待たずして受注棟数は2005年にピークアウトしていたという事実は、この新規来訪者の漸減傾向に加え、リピーターの減速をセットで見れば、事前に想像がついていたかもしれない。結果論かもしれないが、同社の今後を占ううえでこの2つの動向は非常に重要な先行指標になると判断できるだろう。

十分な商品ラインナップが単独 展示場を可能に

では、それだけ単独展示場のメリットがあるにもかかわらず、それでも多くのハウスメーカーが合同展示場を使っているのは何故か。実際、単独で展示場展開をしている企業はむしろ限定的なのである。これは単独で運営していくには、それだけの資本力と商品の十分な品揃えが必要不可欠であるために他ならない。同社は地区販社制度を活用し、単独展示場も地区販社に設置を委託。アールシーコア本体では資金負担を回避したうえで、商品企画に集中するシステムでこの問題を解消している。

特に品揃えは重要であると言える。そもそも単独展示場では、個々のモデルハウスに相当の個性を際立たせなければ、「どれも似たようなもの」といった印象を訪問客も持たれてしまいかねない。しかし現実には、他メーカーとの比較では特色を示すことができるものの、同一メーカー内での商品ラインナップにはそれほど大きな差はなく、オプションや機能差などの変化にとどまっているケースが多い。少なくない企業は各ラインナップにそこまでの個性を持たせることができているため、他社モデルとの比較で個性を主張できる合同展示場をむしろ指向しているのが実態であろう。そういった観点では、6シリーズもの個性住宅を抱える同社だからこそ、単独展示場戦略が機能しているのだとも位置づけられる。これだけを見ても、業界では独自の展開を実施していることがうかがえるのである。

保証制度で消費者の不安を軽減

ただし、どうしても解消できないものがある。「歴史」である。同社は1986年から住宅業界に参入しているが、老舗が犇めく競合他社との比較においては明らかに後発組に位置する。何十年という使用を想定する住宅において、企業の歴史が浅いことは「信頼性」という視点でどうしても老舗の後塵を拝さざるを得ない。如何に消費者がBESS商品を気に入っても、何十年も使用するだろう住宅に「信頼性」が伴わなければなかなか選択肢となつてはくれまい。現実問題としてこれには特効薬はなく、地道に実績を積み上げていくしかないのが実情である。

業界では画期的な「50年保証」、 「完成保証」に続き・・・

これに対応するため、同社は1996年に早くも「保証制度」をスタート。これにより、「信頼性を図るには歴史が浅い」という後発組のデメリットを少しでも緩和させ、信頼度を早く高める努力を始めている。現在は、責任施工に対しては構造

躯体に「50年保証」を、施工工事を確実にするためには「完成保証」を、それぞれ用意している。中でも完成保証は画期的であり、施工業者にトラブルがあっても工事が中断した場合でも、BESS 共済会によって工事を完成させるというものとなる。通常、そういった場合は金銭補償が一般的ではあるが、①お金をもらっても、消費者は家が完成していないことにはどうしようもない、②施工工事の継続をしてくれる業者を消費者が自身で見つけてこななければならない、③後継工事費用が補償金の上限を越えた場合は、消費者の持ち出しになってしまう、というリスクがつきまとう。現実には、③のケースが決して少なくないとの声もある。これに対し、同社は自社の責任で完成させることを保証しており、消費者にとっては金銭補償よりも遥かに利便性の高い保証制度を提供している。

…エスクロー制度も逸早く導入

さらに、2012年度からは中期経営計画の一環としてエスクロー制度(取引の安全確保のために第三者を介在させる仕組み)を導入。消費者は工事請負契約代金を中立の第三者信託口座に預託する方式を採用することになる。これにより、工事途中に元請会社で何らかのトラブルが発生しても過払いすることはなく、未着工部分に相当する代金は保護されることが可能となる(工事進捗に併せて第三者口座から元請会社に代金が支払われる)。これも「歴史のない」会社に高い金額を支払う消費者にとっては大きな安心材料となることは間違いないだろう。ちなみに、全件対象でのエスクロー制度導入は、住宅業界では初の試みである。

当然、アールシーコアがこれらを保証する負担は小さなものではない。管理委託手数料が恒常的に発生するのに加え、財務状況でも触れたが、エスクロー制度導入で資金余裕度はかなり低下を余儀なくされてもいる。しかし、それ以上に顧客からの信頼を獲得し、「歴史」という弱点を緩和させ、結果としてビジネスを拡大できれば、それらの負担もカバーできる。これら長期的視点に基づいた布石は、同社の標榜する「農耕型」ビジネスならではの特色であるといえよう。

価格体系には業界でも極めて稀なカタログ販売方式を導入

上記の特性を活かしたうえで、消費者への訴求力を一段と高めているのが、明確に表示された価格体系である。一般に、住宅建設は当初概算時点の価格と、見積もり、さらには工事途中の仕様変更などを経た最終的な価格とで大きな格差が開いてしまう例が非常に多い。既に高い信頼を得ている老舗企業の設計施工であっても、最終的な価格は概算当初からかなり変動してしまうのが実情であった。当然、これは消費者にとって住宅購入を躊躇させる一因となっている。

後発である同社は標準価格をカタログで明示することで、この消費者の抱える「価格への不安」を一掃させることを狙いとしている。このカタログ販売システムは住宅業界ではこれまでなかった手法。経営陣が住宅業界出身でなかったこともあり、従来慣行や常識に囚われることなく、消費者視点の価格システム導入に踏み切れている。もちろんこれは、従来型住宅メーカーのように細部の機能に拘るのではなく、全体の雰囲気や予めコーディネートしたキットの企画型商品だからこそ、可能であったと言えるもの。換言すれば、競合他社が容易に追随できない強みとなっている。

KEYWORDS 2 : 感性マーケティング

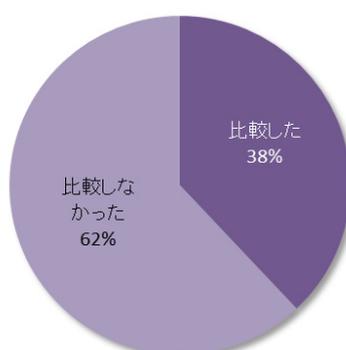
BESS 事業における最重要キーワード

「感性マーケティング」は、BESS 事業における最重要のキーワードである。前段で詳述した消費者目線に立つての様々なシステムや仕組みが BESS 急成長への方法論(手段)であったとすれば、感性マーケティングはその根底を成す戦略であり、基本思想とも位置づけてよいものである。当然ながら、単なる手段というものは、いつかどこかで競合他社に追いかれ、場合によっては逆に先行を許してしまう可能性がある。しかし、BESS のブランドイメージに直結する「感性マーケティング」は他社の模倣を許さない。その結果、先の手段をより効果的に機能させる相乗効果を生み出すことに成功している。

比較優位よりも本質的価値へ。 消費者に「好き」になってもらうアプローチ

そもそも同社は住宅に対し、時代とともに劣化するかもしれない細かな機能や「住む」だけの住宅ではなく、変わらない本質的な価値を重視し、「そこで時間や空間を楽しむ」機能を強調してきた。そこで、この趣旨に賛同してもらえる消費者をターゲットに設定し、彼らの「感性」に訴えることで数あるハウスメーカーの中で特色ある立ち位置を獲得していこうというのが「感性マーケティング」である。こういった需要の取り込み方を、同社経営陣は「本質的絶対価値の追求」と表現する。一般に、これだけモノが溢れ、消費者に多くの選択肢が提供される時代においては、「～よりも良い」や「現時点での最高機能(品質)」という比較の概念ではいつか陳腐化が避けられない。今や品質の良さはむしろ当たり前であり、逆に品質の悪い商品を提供すれば、市場から総反発を食らいかねないリスクすらある。その結果、どの企業も「高品質」を謳い文句に挙げており、消費者には実感のないやたら細部の性能を競い合っていることも多々あるのが現実である。既に「品質」「性能」という枠組みにおいては消費者への差別化すら難しい状況にあると言ってもよいだろう。

図表 18: BESS 商品契約客における他社比較動向(2012 年度)



出所: 会社資料

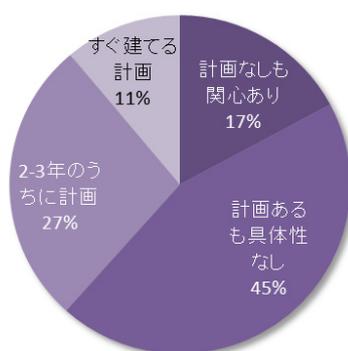
BESS 成約者の 62%は「他のハウスメーカーと比較検討は行ってない」

しかし、「好き、嫌い」といった個々人の感性に基づいた価値判断は絶対的で色褪せることがない。個性住宅を標榜するアールシーコアは、そういった感性に訴えかけることで、「～よりも良い」ではなく、シンプルに「好き」だから消費者に選んでもらうスタイルを目指すというのである。そして現実には、消費者は BESS を好みで評価し、購入している傾向が確かにうかがえる。アールシーコアの調べによると、BESS 商品の購入を決めた消費者のうち、62%は「他のハウスメーカーと比較検討は行ってない」と回答しているという。価格が数千万円にも上る大きな買い物となるだけに、消費者はより慎重に値段を吟味するのが通常であろう。価格交渉を考えても、他社との比較検討を持ち出すことは消費者にとってメリットがあるはずである。にもかかわらず、過半が他社との比較検討を行っていない。これは、既に「好き」なので他社商品は消費者の対象となっていない、という状況であろうと想像できる。この感性に訴えるスタイルが同社の成長を後押ししてきた要因であることは間違いない。

BESS 契約者の 64%は、展示場来場時点では「具体的な住宅購入計画なし」あるいは「未検討」だが...

同じくアールシーコアの調査によると、BESS 契約者の 61%は、BESS 展示場を訪問した時点では、住宅購入の具体的な計画がなかった、あるいは未検討の状態であったと回答している。通常、住宅購入希望者はある程度の具体的な計画（予算や時期など）を持って住宅展示場を訪れるケースが多いと思われる。つまり、消費者には目的が明確に設定されており、ハウスメーカーも消費者がそういった「前向き」であることを前提に営業活動を行っていると言える。そういった意味では、住宅展示場はかなり効率的なマッチングの場と位置づけてよい。これに対し、BESS の場合は個性住宅をふと見て「おもしろそう」と感じる消費者が、住宅購入計画もないままに、まずはひやかし半分で展示場を訪問している様子が見えてくるのである。

図表 19: BESS 商品契約客における展示場初来訪時の住宅計画(2012 年度)



出所: 会社資料

...「好き」という感性をテコに年間成約効率は全国平均を大きく上回る

これは、企業ができるだけ短期間で最大の売上を指向する立場にあることを考えれば、一般的にあまり有難い状況ではない。ひやかし客への対応などは、単純に考えても、営業効率の大幅な低下を招きかねないためである。しかし、実態は大きく異なる。KEYWORDS1 で指摘した通り、アールシーコアの営業員一人当

たりの年間成約棟数は全国平均を大きく上回っているうえ、成約率(年間成約件数を展示場への新規訪問組数で除したもの)も平均よりかなり高い実績を誇っている。この矛盾するかのように見える結果こそが、「好き」という感性に支えられたマーケティングの成果なのである。

感性マーケティングで「都市型スローライフ」を強調

では、何故そういったことが可能となるのか。その解を予想させる逸話がある。ある時、BESS 展示場において新規来訪客に対して営業員がモデルハウス内で様々な解説や説明を加えようとしていたところ、同社経営陣が「顧客の邪魔をするな」と注意したというのである。営業員は驚いたであろう。顧客のために解説をすることが「顧客の邪魔」とされたのだから。経営陣の真意は、潜在顧客に対して「『好き』になってもらうには、ゆっくりとした時間と空間をその場で顧客自身に堪能してもらう必要がある」、「うかつに声をかけて顧客がのめり込もうとする雰囲気は阻害してはならない」ということにある。これには、機能や性能などの説明に多くの言葉を費やして理性に訴えるよりも、理屈抜きに雰囲気(空気)を楽しんでもらうよりは感性に訴える方が、結果的により強い支持を顧客から受けるという大きな自信がその背景にある(もちろん、雰囲気を感じてもらった後は営業員のフォローがあると思われる)。実際、こういった方針が少なくない数の展示場来訪客の感性に合致した結果、その自信は高い営業効率の実現によって証明されているのである。

具体的な住宅計画を持たない展示場来訪客に、住宅の絶対的な第一候補としての刷り込みを狙う

換言すれば、具体的な住宅計画を持たない展示場来訪客は、むしろアールシーコアにとっては大歓迎とさえ言える。先入観がなければ、住宅への評価は感性による「好きか嫌いか」がまず判断基準となるはず。そこで「好き」と判断されれば、(もちろん、「好き」の度合いにも依るが)購入する住宅の絶対的な第一候補として来訪客に刷り込まれることになる。当然、「好き」にすらなっていない他のハウスメーカーが対抗候補として浮上する可能性はかなり限定的となる。一見すると非効率に見える営業スタイルだが、感性の共有できる潜在顧客を囲い込むことで、逆に高効率の営業を実現している。

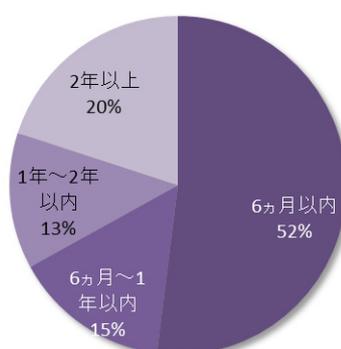
もう一つ興味深いデータがある。これもアールシーコア自身による調査ではあるが、BESS 契約者の 52%が薪ストーブを購入時に設置しているというのである。薪ストーブは炎のゆらぎを見ることができ、雰囲気のある設備だが、高価であるうえ、燃料やメンテナンスなどに手間がかかる。過半の BESS 契約者が薪ストーブを採用しているという事実は、契約者が利便性や金額よりも生活スタイルやこだわり重点を置く傾向が高いことを端的に示している。こういった層が生活空間である住居を選ぶ基準は、機能性よりも感性にあることは想像に難くない。同社は感性マーケティングによって、こういった感性を持つ消費者をうまく掬い上げることができていると言うことができよう。

弱点は成約までに時間がかかること

ただし、このスタイルには「成約まで時間がかかる」という弱点もある。そもそも住宅購入計画のない(あるいは希薄な)顧客が対象である。資金面などを含め、契約にはどうしてもある程度の時間がかかることは不可避であるといえよう。アールシーコアの調査では、20%の顧客が展示場への初回来訪から成約まで2年以

上を要しており、1年超(2年以内)を要したケースも13%あるとしている。一般的には成約が展示場来訪からおよそ半年以内とされることと比較すると、この期間は如何にも長い。同社経営陣もこの弱点を認めており、だからこそ、成約見込みが途切れないように展示場への新規来訪客(潜在的顧客の)拡大を非常に重要視している。足元の好調さに慢心して新規客の拡大を疎かにした場合、1~2年後にそのツケを支払う羽目になることは、前述の通り、リーマンショック前の苦い経験からも明らかである。

図表 20: BESS 契約客の初回展示場来訪時からの成約期間(2012年度)



出所: 会社資料

弱点を逆手に取り、むしろ時間をかけてBESSを「好き」になってもらうアプローチを指向

それでも、じっくりと「好き」になってもらうことに力点を置く経営陣の姿勢に揺れはない。成約期間が長くなる弱点は、途切れない新規来場者数対策でカバーするなどして対応。むしろ、時間をかけることこそがBESSの営業スタイルであると積極的に設定。種蒔きから熟成、収穫まで細心の注意を払う「農耕型営業」と銘打ち、これら弱点を強みに変える試みを始めている。同社によると、種蒔きは潜在顧客との「共感」するステップであり(「住宅を買うなら『いつかはBESS』がいいな』と思ってもらう段階)、熟成は展示場へのリピーターとBESSが「共振」するステップ(「住宅を買うなら『たぶんBESS』になるだろうな』と思ってもらう段階)、そして、BESSを「信頼」してもらって成約に至るのが収穫のステップ(「住宅を買うなら『やっぱりBESS』だな』と思ってもらう段階」と分析。それに伴い、営業はいわゆる「営業マン」ではなく「ホーム・ナビゲーター」であると定義し、感性としてBESSの良さを理解してもらうという役目を担う。前段における経営陣に注意された営業員の逸話は、まさにこの「ホーム・ナビゲーション」の考え方を指摘されたものだと言うことができよう。

KEYWORDS 3 : 中期計画とその進捗

「異端でメジャー」

2012年2月、同社は中期経営計画『異端でメジャー』ステージアップ5か年計画を発表。BESS商品の個性深化や「BESS流スローライフ」の提案拡充などをテコに、2016年度には、売上高を180億円、営業利益率を8%、ROE18%を目指すとの目標を明らかにしている。『異端でメジャー』というのは、住宅業界においてはメリハリの効いた経営展開で「異端」を標榜する一方、異端ながらも感性を一にする強力なファン層を持つことで市場からも一目置かれる存在を目指す、という意味表示である。

図表 21: 中期経営計画の数値目標

(百万円)	2011年度 実績	2012年度 実績	2016年度 目標	2011/ 2016比較
売上高	9,446	10,230	18,000	+90.6%
営業利益率	7.0%	6.7%	8.0%	+1.0pt
(営業利益)	662	688	1,440	+778
ROE	10.1%	12.1%	18.0%	+7.9pt

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

営業拠点の拡充、リノベーションへの参入などを展開

計画達成への具体的な施策としては、①BESS営業拠点の拡大、②「もう一つのBESSの暮らし」を実現するリノベーション市場への参入、③BESS商品にエスクロー制度の導入(KEYWORDS1で詳述)、など。このうち、リノベーション事業、エスクロー制度は既に2012年度にスタート済である。BESSの新規拠点も、2013年1月に神奈川県藤沢市の直営展示場を開設(スクエア部門)。計画達成への布石は既に着々と打たれてきている。同社の特色として、新規来場から成約までの期間が時として2年以上を要することが多々ある。とすれば、2016年度(計画最終年度)にその効果をフルに顕在化させるには、これらの新たな仕組みは概ね2014年度までに完成させる必要がある。この速い動きは、そういった時間軸を考慮してのものと推定される。

展示場への新規来訪者数は50%増を目指す

最も重要なBESS営業拠点(展示場)の拡充については、2012年3月末から13拠点を純増させ、2016年度までに50拠点とする方針。既に藤沢直営拠点が稼働し、販社で5拠点の開設計画が決まっているため、現在は事実上43拠点となっている。2013年度中にはさらにその数を増やし、50拠点到極力近づける準備を進めている。これにより、展示場への新規来場者数を現状(2012年度)の2.0万組から3.3万組に引き上げる計画。当然ながら、新規来場者数の引き上げは、それだけ感性で共感し、BESS商品を「好き」になってもらえる潜在顧客層の間口を広げることに直結する。これは、延いては収益に繋がるパイプラインでもある。中期計画の達成に向けての最重要施策と位置づけられよう。

営業人員は約倍に増員

同時に、展示場当たりの営業人員数の増加も計画内である。これらは主として販社が行うことになるが、中期計画では1拠点当たりの営業人員を現状の3.4

人から5.0人に引き上げる(実稼働ベースの総営業人員は2012年度129人から250人へ)。これにより、営業人員一人当たりが接客する新規来場者数は(新規来場者数が目標の3.3万組を達成しても)、2011年度実績の年間174組から132組に低下することになる。効率低下とはなるものの、接客密度は逆に約30%高くなる。これを武器に、成約率の一層の向上を目指すとしている。

図表 22: 中期経営計画の詳細

	2011年度 実績	2012年度 実績	2016年度 目標	2011/ 2016比較
営業拠点数	37 拠点	38 拠点	50 拠点	+13 拠点
期中平均営業人員数	115 人	129 人	250 人	+135 人
新規来場組数	20,084 組	23,149 組	33,000 組	+12,916 組
一拠点当たりの営業人員	3.4 人	3.4 人	5.0 人	+1.6 人
一拠点当たりの新規来場組数	543 組	609 組	660 組	+117 組
一拠点当たりの成約棟数	27 棟	28 棟		
営業員一人当たりの新規来場組	174 組	179 組	132 組	-42 組

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

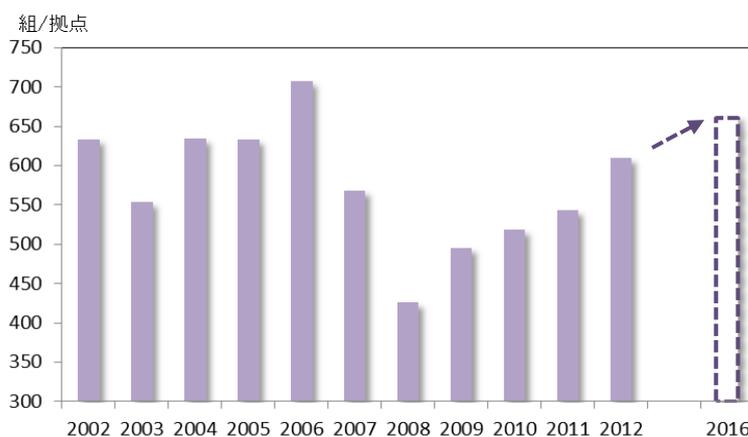
焦点は新規来場者数の確保と成約率の引き上げ

ちなみに、受注棟数を新規来場者数で除した成約率は、2011年度が4.6%、2012年度は4.4%。成約率4.5%と現状ほぼ横ばいでも、新規来場者を3.3万組確保できれば、成約棟数は1,480棟が期待できることになる。接客密度上昇で成約率を20%アップの5.4%まで上昇させることができれば、新規来場者3.3万人で期待成約棟数は1,780棟。2011年度の925棟と比較すると、1.9倍の増販が見込まれることになる(単価を横ばいとした場合)。これは、2016年度の目標売上高(2011年度比90%増)とほぼ一致する。つまり、会社側は3.3万組の新規来場数を確保したうえで、その成約率を5.5%程度にまで引き上げる目論見にあると推定できよう(成約棟数目標は1,800棟程度)。とすれば、計画達成の焦点は、①3.3万組の新規来場者を確保できるのかどうか、同時に、②成約率の引き上げは可能なのか、の2点に絞られることになる。

既存拠点での新規来場者目標は既に達成に近づきつつある

まず、3.3万人の新規来場者を確保するためには、1拠点当たりの新規来場者数を2011年度の543組から660組へ20%以上増やす必要がある。これはかなり高いハードルのようにも思えよう。しかし、2012年度時点で既に12%の増加を達成しているうえ、そのうち1拠点は1月下旬開業で実質稼働が2.5ヶ月しかなかったことを勘案すると、既存の展示場ベースでは実質的にはかなり目標に近づいていると考えることができる。歴史的に見ても、2000年代前半は安定的に1拠点当たり600組超の新規来場者を維持しており、2006年度には1拠点当たり年間700組を超える新規来場者を確保したこともある。もちろん油断は禁物ながら、巡航速度を維持できれば、こちらに関しては目標への達成確度は決して低くないと思われる。

図表 23: BESS 事業の一拠点当たり新規来場者数推移(2002~2012 年度)



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

むしろ新規展示場のパフォーマンスが目標達成のカギ

むしろ、カギとなるのは新規展示場であろう。今後オープンする12の展示場が、短期間で既存のものと同レベルの新規来場者を確保できるのか、が問われることになる。当然、そこまでに至らなければ、既に高いパフォーマンスにある既存展示場はもう一段に来場者を伸ばさなければ目標達成が覚束なくなってしまう。新規展示場がどれだけの加速度を持って既存展示場に迫ることができるかが、3.3万組達成の帰趨を決めることになるはずである。

新規出店は全国を実績に応じてブロック化して「エリアマーケティングの付託地域」として対応。広告宣伝効果で新規来場者の確保は射程圏

この懸念に対し、会社側は展示場の出店エリアを戦略的に策定していく方針。全国を一定規模の戸建木造持家着工戸数実績に応じて分割し、その各ブロックを展示場設置の目安にするとしている。実績がある分、住宅購買層が着実に見込まれるその地域を展示場の「エリアマーケティングの付託地域」とし、感性で共感できる顧客層の掘り起こしを進める。会社側は、この方式により全国では潜在的に104カ所の拠点展開が可能としている(中期計画では50拠点が目標)。確かに、展示場という「器」が一定規模の潜在需要が見込まれる地域に設置されるとすれば、得意分野である「感性への訴求」を続けることで、既存展示場並みのパフォーマンスを早晩実現することは決して難しくはないと思われる。また、特に既存店と隣接したテリトリーへの出店も促進している。当初、これは展示場間での顧客の取り合いになるとの懸念も一部にあったが、結果は広告宣伝の相乗効果が大きく寄与。この方式で来場者数を大きく増やしつつある。むしろ問題は時間軸。当然、これを最短化するためには、BESSブランドの全国的な普及に加え、各地域での積極的な広告宣伝・販売促進が必要不可欠となる。ここでどこまで思い切った展開ができるかどうか、最も注目される点となる。

一方、成約率の引き上げは容易ではない

一方、成約率の引き上げは容易ではないと考える。会社側は、営業員の質の向上と営業員一人当たりの新規来場客数絞り込みによる接客密度の引き上げによってその実現を図る計画にある。しかし、歴史的に成約率は概ね4.5%程度での推移となっており、過去最高となった2005年度でも5.3%を超えてはいない。接客密度の上昇はもちろん好影響を及ぼそうだが、それが成約率を大きく上昇さ

せるインパクトを持つかどうかの判断は非常に難しいと言わざるを得ないと考え
る。実際、過去に同様に接客密度が上昇した例は何度かあるが、成約率がそれ
に伴って(短期間では成約率上昇が確かに認められるものの)趨勢的に上昇し
たケースはない。接客密度の上昇に加え、もう一段のなんらかの施策が成約率
引き上げには必要なのではないか、と思われるのである。

図表 24: 営業員一人当たり新規来場者数と成約率推移(2002~2012年度)



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

むしろ、成約率は構造的に上昇し 難しくなっている可能性がある

より重要なのは、状況が2005年時点と比較して成約率を引き上げることが困難
になってきていることであろう。これは売れ筋が、BESSのファン層が機能や材質
にこだわる熱烈的なログハウスファンから、ライフスタイルに重点を置く層にシフトし
ていることに拠る。個性住宅に「関心がある」程度の顧客が一次対象となる分、ひ
やかし半分の状態から成約まで、ファンになってもらい顧客の関心を熟成させる
ためには時間もそれなりに要さざるを得ない。また、(別荘取得層とは異なり)住
宅の一次取得層はローンの設定や土地の確保など住宅購入の前段階でクリア
しなければいけないハードルも多々ある。かつてと比較して明らかにBESSの知
名度は上がり、営業ノウハウの蓄積も進んでいるにもかかわらず、成約率に大き
な変化が見られないのは、結局のところ、こういった構造的な要因にその理由が
あるように思われる。そう考えると、接客密度を高めることができたとしても、過去
最高の成約率更新というハードルはかなり高いものである可能性が大きい。

会社側は営業員数の増加・強化 で対応を急ぐが...

こういった問題点に対し、会社側は営業員数の増加・強化で対応を急ぐ。2016
年度までには、2011年度比で営業員数を倍増させるうえ、販社経営の成功体
験を他の販社にも共有させるなど、そのスキルアップを加速させる意向にある。
言うまでもなく、営業員の増強は売上拡大に不可欠。成功体験の共有も、全体
のレベルアップを短期間で実現するには非常に有効であると考えられる。会社側
の対応は極めて合理的であり、「農耕型」を謳う通り、王道にある。

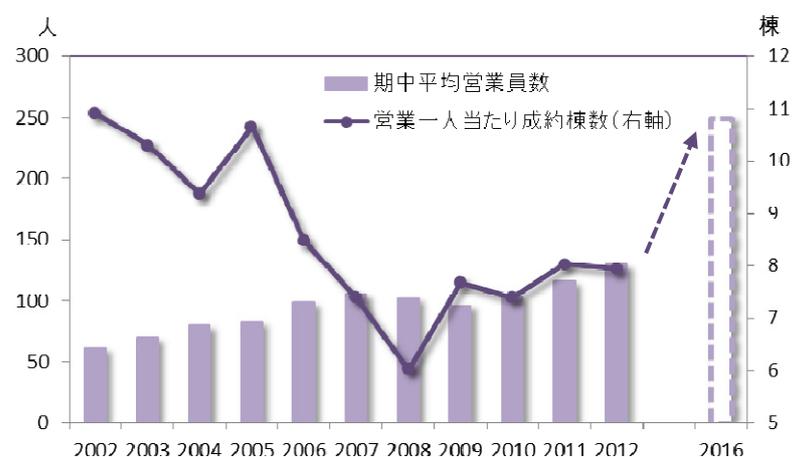
...ノウハウ蓄積、スキルの獲得 には相応の訓練と時間を要しよう

しかしながら、そういったスキルアップ対応を推進しつつも、新規に増員された営
業員が押並べてベテランと同程度のパフォーマンスを短期間で実現するとはな

なかなか考え難い。時間をかけて顧客の関心を熟成させ。最後は成約の背中を押すノウハウのみならず、住宅一次取得層に対しては、金融機関の紹介や地元不動産業者との提携などに丁寧に対応できるだけのスキルの蓄積が欠かせないためである。また、そういったスキルにとどまらず、感性で売っていく以上、営業員自身がその感性にマッチした接客を体現できていなければ、成約率の引き上げは容易ではあるまい。営業ノウハウの蓄積、スキルの体現化には相応の訓練と時間がかかると覚悟すべきであろう。営業員の物理的な増員は比較的短時間に可能だが、これは短期的に平均資質の低下に繋がるリスクも併せ持っている。実際に過去10年を見ても、営業員数が増えるに従い、実は営業員一人当たりの成約棟数は漸減基調を辿っている。

これを受け、同社は営業員個々の突出した能力に頼らなくても良いような「営業システム」の構築で対応を急ぐ。時間はかかるかもしれないが、常に顧客の視点に立つ営業システムを徹底することで全体のボトムアップを図り、成約棟数効率を引き上げる方針にある。ただし、これは大きなリスクも内在している。採用の中心は「型に嵌まっていない」人材となる一方、これまで業績を牽引してきた優秀な営業員はシステムで縛られる状態を窮屈に感じるだろうから、である。このバランスの舵取りは極めて重要であろう。中期計画策定から1年が経過した時点で、現実の営業員増加ピッチは12%弱とやや物足りない点も、「型に嵌まっていない」営業員を増やすことの難しさをうかがわせている(2016年に営業員がフル稼働するためには、年20~30%のペースで増員を図っておく必要がある)。経営計画は5か年の比較的長いスパンで策定されているために真価が問われるのはこれからだが、消費者と直接対峙する地区販社が成約率引き上げへのハードルを如何にクリアできるかが(あるいは、新規来場者数を3.3万組より引き上げ、このハードルを如何に低くさせるかが)、中期計画達成の決め手になるはずである。

図表 25: BESS 事業の一拠点当たり新規来場者数推移(2002~2012年度)



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

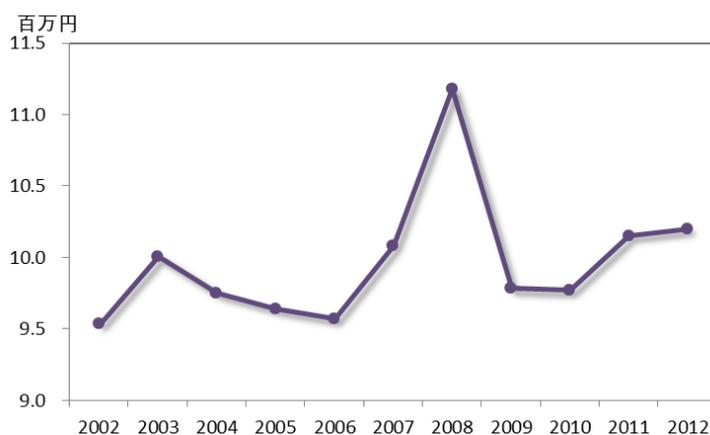
平均単価はほぼ横ばいを想定

なお、単価については過去10年間、同社の受注単価は950~1,000万円ではほぼ横這っており、この傾向が継続するとの考えを採る。BESSは他のハウスメー

カーとの競合が大きくないうえ、消費税の引き上げ、デフレ構造からの脱却期待などを考えれば、今後もこの程度の単価水準維持は十分可能との見方である。むしろじり高基調で推移する可能性も小さくないと考える。

ちなみに、住宅1棟当たりの受注単価が1,000万円前後というのはあまりに安く感じる。しかし、これは土地代が含まれておらず、かつ、施工・工事を伴わないキット販売分が主体であるため(施工・工事は販社や別の工務店などで対応)。会社側が明らかにしたところでは、現在、直営販売の単価は2,200万円程度、キット販売の単価は740万円程度。上記の950~1,000万円の単価というのは、この直営分とキット販売分の加重平均ということになる。特徴的なのは、BESSブランドや商品を「好き」と感じる層を顧客として絞り込んでいるため、他メーカーとの価格競争リスクは限定的にとどまること。これがこのデフレの時代においても販売単価で横ばいを維持できていた要因の一つでもある。

図表 26: BESS 事業の受注単価推移(2002~2012 年度)



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

図表 27: 中期経営計画の詳細

	成約率維持 シナリオ	目標達成 シナリオ	過去ピーク 実績	2012 年度 実績
成約率前提	4.5%	5.5%	5.3%	4.4%
一棟当たり 受注単価前提	1,000 万円	1,000 万円	1,120 万円	1,020 万円
期待成約棟数 (2011 年度比)	1,485 棟 (1.6 倍)	1,800 棟 (1.9 倍)	*965 棟	1,023 棟 (1.1 倍)
期首一拠点当 たり成約棟数	29.7 棟	36.0 棟	34.5 棟	27.6 棟
営業一人当たり 期待成約棟数	5.9 棟	7.2 棟	11.7 棟	7.9 棟
期待売上高	149 億円	180 億円	98 億円	102 億円

注: 新規来訪組数は 3.3 万組の前提。

*過去ピークは倉庫向け小型ログハウスを含むベース。別荘・住宅向けのみでは、成約棟数 878 棟、一拠点当たり成約棟数 31.4 棟。

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

むしろ利益面での達成のハードルの方が低い

むしろ、利益面での目標の方がハードルは低いかもしれない。前段で詳述した通り、販社部門のセグメント利益は2012年度で31%もあり、中期計画に沿ってこの部門が大きく伸長すれば、営業利益率で1~2%ptの改善は決して難しくないと考えるためである。2012年度の全社営業利益率は6.7%と、前年比では0.3%ptの悪化となったが、これは直営の藤沢展示場開設に伴って、一時費用や減価償却費が嵩んだため。新規来場者3.3万組(あるいはそれ以上)達成のために広告宣伝費は今後も高水準を継続しようが、藤沢の稼働が定常状態となってくれば、これらが損益の重石になることはない予想する。

究極のところ、中期経営計画は達成のカギは、いかに売上を確保するか、つまり、偏に新規来場者3.3万組の確保と営業効率(成約率)の改善、延いては練度の高い営業員を今後どれだけ用意できるか、にかかっていると判断できよう。なお、(アールシーコアが直接の投資負担を負わない)販社経由の拡大方針や安定した財務状況を見る限り、アールシーコアがファイナンスに迫られる可能性も現時点では小さい。現在の株価では、役職員の持つストックオプションが行使される可能性があり、それが株式の希薄化(最大20%)を産む可能性はあるものの、利益水準が目標達成となれば、ROEの目標もそれに伴って達成されることとなる。

売上目標達成には、新規来場者数、成約率、営業員数(の質)のいずれかの領域で何がしかのブレイクスルーが求められよう

改めて、成約率シナリオ別期待成約棟数、および売上見通しをまとめてみる。会社前提をそのまま採用すれば、次の表の通り、中期経営計画の目標である売上180億円を達成するには、成約率を5.5%まで上昇させたいうえで、(倍増後ベースの)営業員一人あたりの成約棟数で2012年度並みの水準を維持する必要がある。しかし、上記で考察した通り、成約率の引上げ、営業員数の増加には課題が多く散見されるようにも思われる。逆に、これらのハードルを下げるとすれば、新規来場者数を3.3万組からさらに増やすことで対応するしかない。売上目標達成には、2016年度までの今後4年間で、いずれかの領域で何がしかのブレイクスルーが求められると考えられよう。ここが当面の最大の注目点になる。

代官山に続く新直営展示場は地区販社に向けてのロールモデルも目指す

もちろん、アールシーコアはノウハウの移植・譲渡を通して地区販社をバックアップすることになる。そこでは、新たにオープンした直営の藤沢展示場の役割が注目されよう。なぜなら、同社は藤沢展示場を中期計画実現のロールモデルに設定したいと考えているため。他に直営では代官山展示場があるものの、ここは埼玉、千葉、東京、神奈川と守備範囲が広すぎるうえ、来場者数もあまりに多く、かつ多様である。それゆえに、戦略的ではあるものの、実践的とは言い難い一面があった。しかし、藤沢では守備範囲が地区販社と同程度に絞られてくることで、地区販社と同じスケールや目線で営業展開が可能である。首都圏という激戦区で実際に成約率を画期的に高めることができれば、地区販社にとってそれ以上に心強いロールモデルはあるまい。それは同時に、地区販社に対するアールシーコアの求心力がさらに増すことにも繋がることとなる。そして、代官山展示場の機能はより「ブランド発信」にシフトするという役割分担を可能にすると考え

KEYWORDS 4 : リノベーション事業

リノベーションはBESSブランドの一角として参入



住宅需要の一層の掘り起こしが狙い。「いまの家が BESS になる」

潜在顧客層の拡大、稼働率の改善に期待

同時に、従来型ハウスメーカーの手法にも一歩踏み出すことには若干の懸念も

なお、今回の中期計画で新規参入となったリノベーション事業は、「NEWIT(ニューイト)」という商品名でスタートしたものの、6シリーズある BESS ブランド商品の7番目の商材との位置づけにあり、①感性に訴え、②保証制度(10年の中古瑕疵保証、5年の設備保証)を加え、③カタログ販売方式によって定価を提示し、価格システムを透明化させる、という BESS の特色をそのまま移植させている。ただし、現時点ではまだ本格的な販売には至っておらず、目線は数年後、あるいは中期計画のその後、を睨んでの布石という位置づけになる(前段で示した中期計画のシナリオ分析・試算にはこの NEWIT の効果・寄与は一切織り込んでいない。この事業が伸長すれば、当然、その分目標達成へのハードルが下がることになる)。

これは、かつての別荘販売中心であった時代から、需要の中心が住宅にシフトしてきたことに対応したものの、都心部における住宅の潜在需要者というのは、土地を持たない一次取得者層が最も多いものの、次いで多いのが「住宅は既に持っている」層となる。同社の調べでは、持家があっても BESS の展示場に足を運ぶ来訪者は全体の30%にも及ぶとしている。これらは、持家の老朽化や現在の生活様式とマッチしなくなった間取りや機能などから、現在の住宅を建て直したい、あるいは作り直したい(リノベーションしたい)と考えている層でもある。このうち、新しい住宅へのニーズはある一方、経済的な問題や土地の制約などから、リノベーションで対応したいというニーズは決して少なくないと考えられる。NEWITは、そういった顧客を対象に、現住宅を BESS に作り替えようという提案を行うものである。NEWIT のコンセプトは「いまの家が BESS になる」。NEWIT を担当するのは BESS 事業。開示セグメントでは、直営の場合はスクエア部門に、販社が手掛ける場合は販社部門に計上され、通常の BESS 商品と同じ扱いとなる見通しである。

一見、商品ラインナップが一つ増えただけのようにはあるが、これは同社にとって大きな変化をもたらす可能性がある。それは、第一に、これまで獲得できなかった潜在顧客層を一気に広げることができる、第二に、それにとまって施工・工事、キットの製造といった分野で稼働率の改善(=単位当たり固定費の低減)が期待でき、それはコスト低減、価格競争力の強化に繋がる可能性がある、第三に、個別案件に一步軸足を移したアプローチとなる、ため。第一と第二の視点については説明を要すまい。これまで取りこぼしていた市場の取り込みは、もう成長ピッチをもう一段加速させるカタリストになり得るものと判断する。ただし、現在の中期計画の目玉とも言える施策だが、売上に繋がるまでにはまだ時間を要する見通し。真価が問われるのは、むしろ中期計画のその先となる。

問題は第三の視点。第一、第二の視点がかかなりポジティブであるのに対し、これはややリスク要因となる懸念がある。すなわち、やや杞憂かもしれないが、個別案件への踏み出しは、同社が一線を画す従来型ハウスメーカーのアプローチへ

一歩近づくことになりかねない、ためである。同社はこれまでむしろ「全体的な雰囲気」を提供できるように、商品をキット形式で供給してきた。しかし、リノベーションではどうしても各戸別にある程度企画をオーダーメイド対応しなければならなくなるはず。そして、既存のハウスメーカーのアプローチである「細部主義」は、こういった個別対応の一つの究極形にある。もちろん、ただちに同社が従来型ハウスメーカーのような方式に変化し、かつ彼らと同じ土俵で競合し始めるとは予想しない。しかし、地域単位の販売戦略は(同社とは対等のパートナーである)地区販社が独自に担っている以上、域内の競争が激化してくれば、少しずつ「細部主義」を充足させることで顧客を獲得していこうとする動きが出てこないとも限らない。これまでは新築のみであったために、他の住宅との差別化は比較的容易であったと推定するが、リノベーションでは個別要求への融通性も求められる公算は大きい。そうなれば、業界ではメリハリの効いた「異端」という立ち位置が徐々に曖昧になってしまうリスクが生じてこよう。

アールシーコアでは特色を維持し、バランスを保つための歯止めは用意済

当然ながら、これまでの全体感を活かしつつ、顧客のニーズに合致した「細部」を提供することは決して悪いことではない。重要なのはそのバランスであろう。ややもすれば前線でそういったバランスを崩しかねないよう、アールシーコアとしてはきちんと歯止めをかけておく必要がある。カタログ販売方式の実施や「NEWITはBESSの一商品」との位置付けを強調するのは、あくまでBESSのブランドが主であることを意識したものであり、その歯止め効果を想定してのものと推察する。そして、その歯止めが効いている限り、潜在需要層の拡大、操業度の改善といったメリットは同社の収益を強力に下支えするものと予想する。現中期計画においては着々と地歩を固め、ポスト中期計画においては、このNEWITが大きな役割を担うことになる公算は大きいと考える。

中期的な売上規模で年 17 億円程度がメドに

ちなみに、2012年度のBESS商品1シリーズ当たり平均売上高はおおよそ17億円(102億円を6シリーズで除した値)。現時点で会社側はNEWITの目標売上高を明らかにしていないが、7番目のBESS商材との位置づけにある以上、この平均売上高をある程度意識した水準を中期的なターゲットに据えるものと予想される。換言すれば、この水準に如何に速く到達するかが、リノベーション事業の成否を左右するポイントになってくると考える。

経営の特色と展開力

特色を支えてきた2つの鍵は…

自身で「異端」を標榜する通り、アールシーコアの特徴は、なんといっても特色溢れる自然派個性住宅のラインナップと既成概念に風穴を開ける斬新な経営手法にある。個性の強い商品を擁している以上、世間一般の多数派の形成は容易ではないものの、感性に訴えることで根強いファン層を開拓。急成長を実現してきた。この背景には、供給する商品に対する創業者のコンセプトが明快であったことに加え、創業者に住宅産業のバックグラウンドが全くなかったこと、そして明解な「ブランド戦略」が大きく影響していると考えられる。ここにこそ、同社の明確な経営戦略とその展開力をうかがうことができる。

…一つは明解な「楽しむ」コンセプト

そもそも、創業者のコンセプトは「楽しむ」ということで一貫しており、明解である。「楽しむ」というのは理性ではなく、むしろ感覚的なもの。「相対的優位性」で商品を理性によって訴えるのではなく「絶対的嗜好性」で感覚的に満足してもらい、というスタンスである。一般に市場が飽和してくると、高機能化あるいは低価格化、という形で企業は差別化戦略を図ることが多い。住宅業界も既に新規着工が長期的な漸減基調にある中、多くのハウスメーカーでは機能や細部に拘る動きを加速させる、あるいは低価格指向のパワービルダーが伸長するといった動きが顕在化してきている。アールシーコアは戦略的にこれらの流れとは一線を画し、「好き」になってもらう感性に訴える手法を徹底している。

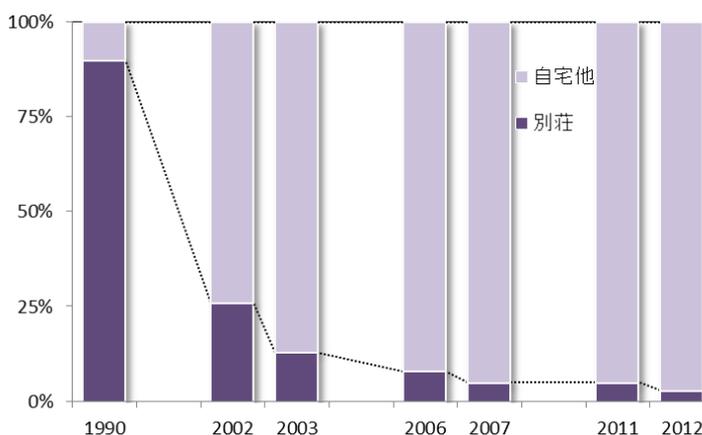
時代の流れが追いついてきた

これは、明らかに時代の流れに沿ったものでもある。「少々の不便は我慢してもとにかく持家を持つことが重要」であった時代は遠い過去のものとなった。現在は利便性や快適性を追求するために、生涯賃貸といった身軽なライフスタイルも既に珍しくない。加えて、バブル以降の地価下落が住宅取得のインセンティブ喪失に拍車をかけている。そういった中、敢えて住宅を取得する層にとっては、多額のお金を投じてよいかと判断できるだけの絶対的な価値判断（つまり、究極的には感覚的に好きか嫌い）が意思決定の最重要事項になってきている。これはまさに同社の目指しているところ。実際、この時勢においても、同社の販売棟数が長期的な増加トレンドにあることはまさにその証左ともいえよう。

では、なぜ逸早くそういったコンセプトを戦略的に打ち出すことができたのか。これは、BESS事業の開始当初、ログハウス需要は主として別荘向けであったことが大きいと考える。もちろん、創業者・経営陣が「楽しむ」ことを十二分に意識していたのは当然ながら、別荘向け需要ということで、そもそも「楽しむ」ことを積極的に謳う必要性と必然性があったためである。この経験が現在においてもノウハウの大きな蓄積となっているといえよう。その後、「楽しむ」という消費者の志向が別荘から通常の住宅へとシフトし始める。これに合わせ、同社の領域も別荘から住宅へ、ログハウスからエポックス(非ログハウス)へと拡大してきたと位置づけられる。敢えて大仰な言い方をすれば、時代の流れがアールシーコアに追いついてきた、とすることができるのである。

例えば、同社商品の用途別推移では、BESS事業参入直後の1990年はほとんどが別荘向けであったのに対し、その割合は徐々に低下。現在はすっかり逆転し、自宅(住居)向けがほとんどという状態となっている。「楽しむ」を求める消費者傾向が別荘から住居にシフトしていることがよくわかる。

図表 28: BESS事業の用途別内訳推移(1990~2012年度)



出所: 会社資料、会社取材よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

異端の立ち位置だが、その分、 呼応する需要層は絞り込みやすい

一方、最初から住宅を供給してきた他社からすれば、そういった顧客ニーズの変化に合わせて自社の商品ラインナップを随時変えていく必要に迫られることとなる。しかし、多分に概念的、感覚的な「楽しむ」というコンセプトへの舵の切り替えは容易ではない。むしろこれまでの強みを活かす方向へ舵を切り、高機能化や細部にこだわることで顧客のニーズに応える展開を選択する傾向にある。当然ながら、依然としてそれを「良し」とする需要層が圧倒的であるのもまた事実である。ただし、その分、アールシーコアは「楽しむ」というコンセプトに呼応する需要層を絞り込みやすくもなっており、それが高い成約率にもつながっている。個性における差別化がよい回転を産むシステムが確立されてきているといえよう。

もう一つは経営陣のバックグラウンド

また、創業者に住宅事業のバックグラウンドがなかったことの影響も大きい。通常、ビジネスの世界において経験のなさは、弱みにはなっても強みにはならない。まして、住宅という「何十年も使用し、かつ非常に高価」な商品において、である。安全信用問題も含め、参入当初は苦戦があったろうことは想像に難くない。

消費者視点に徹底できたことで 経験の無さを相殺

しかし、バックグラウンドがないからこそ、しつらみや慣行などを排除し、より率直なユーザー視線で業務に取り組むこともできる。先にも触れたが、価格はその典型例。消費者が住宅を購入する際には、どうしても当初見積もりから価格が大きく異なってしまうというケースが多く、しかも消費者は「安全」や「確実な施工・工事」を求めるがゆえに、そういった価格変動に対して強硬には異を唱え難いというのが現実であった。アールシーコアは、業界経験がなかったからこそ、既得権益にこだわらず純粋に消費者目線で見ることが可能となり、顧客への情報開示の観点から企画型モデルでのカタログ販売方式を導入することができたとも言えよう。また、カタログ販売方式以外でも、完成保証制度の導入(共済会方式である

ため、アールシーコアと会計は別建て。したがって、アールシーコアの経営状況にかかわらず、保証は確立している)、販社とのフランチャイズ方式など、業界のこれまでの常識からは一線を画したアプローチを展開。経験の無さを、しがらみのない斬新なアイデアと消費者視点で相殺させることに成功している。

ここでも、参入当初は別荘向けが主体であったことが奏功している。ログハウスのような自然派別荘では、求められる機能や建物寿命・機能などに対する期待値が一般の住居とは異なっているため、「楽しさ」次第で新規参入者であっても認められる余地が比較的大きかったものと推定される。ここで実績・経験を得たところで住宅向けにも展開を開始している。おそらく、最初から住宅では相当の苦戦になったのであろうが、別荘向けログハウスの実績がキャッチアップの時間を相当に短縮させたことは間違いないと思われよう。

「知る人ぞ知る」という立ち位置に こだわるブランドイメージ戦略も 秀逸

そして、より重要な経営展開として「ブランドイメージ戦略」がある。そもそも優れたブランドイメージの構築は、会社の内容や特性を多くの消費者に訴求するには最も効率的であり、競合他社との差別化を端的に図るには最も効果的な手段となる。同社は、全社従業員が200人に満たない所帯ながら、それに特化する事業本部を設置するなど非常に重要視している姿勢がうかがえる。

ただし、同社はTVコマーシャルなどで社名を幅広い層にアピールする方式は採らず、ファッション系などハイセンスな雑誌類を中心に写真などによるイメージ広告を展開。「知る人ぞ知る」という立ち位置にこだわる姿勢を追求し、その切り口に反応する消費者層の発掘に注力している。明らかに「知名度の引き上げ」よりも「ブランド化」に焦点を当てており、その結果として、消費者が「個性住宅 BESS のファン」とプライドを持って云える雰囲気醸成に大きく貢献している。実際、そういったブランドイメージの構築により、BESSの雰囲気を自宅でも再現したいと考えるユーザー層は着実に増加している模様である。

同社の年間広告宣伝費はおよそ4億円。これとは別に地区販社も自身で広告宣伝を手掛けているため、事実上の広告宣伝費はもっと大きな額となる。TVコマーシャルを多用する企業との比較では、決して極端に多額の費用というわけではないが、広告主体にコストのかかるTVコマーシャルが含まれていないことを考えれば、効率的な露出がなされているとも位置づけられる。

BESS商品のイメージ広告例



写真提供:アールシーコア

今後の課題と注目点

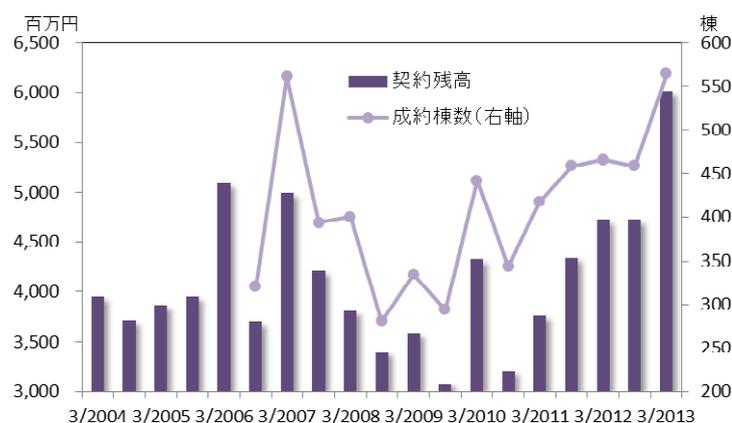
今後の経営課題は4点

ただし、将来的な経営課題も徐々に浮彫りとなってきている。特にここでは、①施工工事、②サービスラインナップ、③感性マーケティング、④ポスト中期計画、の4点を挙げる。

喫緊の課題は施工工事。契約残高の急増で工事が追い付かないリスク

施工工事は、喫緊の経営課題と言えよう。BESS 商品契約残高の推移をみると、2013年3月末時点での繰越契約残高は60億円。これまで最高であった2006年3月末の51億円を大きく超える規模となっている。これは成約棟数の急拡大があったため。当然ながら、契約残が増えることは喜ばしいことである。しかし、あまりに契約残高が膨らんでくると、順番待ちとなった施工工事はどんどん後ろ倒しとなってしまい、顧客は納期の遅れを懸念することになりかねない。契約と施工・完成に相当のタイムラグが生じることとなれば、将来はそれを待てない顧客からの成約を逸してしまう可能性もあろう。うれしい悲鳴とも言える状況ながら、これへの対応はかなり急を要するものと思われる。

図表 29: BESS 商品の成約出荷バランスの推移(2003~2012 年度)



出所: 会社資料

しかし、建設従事者の需給タイトは続く。対応を急ぐ必要はあるものの、コスト急上昇を招かないための慎重な采配もまた求められる

しかも、施工工事量を急拡大させることには困難が伴う。それは、東日本大震災の復興需要もあり、建設従事者の需給がかなりタイトな状態となっているため。少なくともこの傾向は、復興需要、および消費税引き上げ前の駆け込み需要が一巡するまでは大きく緩和しないと考えられる。一気に人を集めて施工量を増やすにはかなりのコストアップを覚悟する必要がある。対応を急ぐ必要はあるものの、コスト急上昇を招かないための慎重な采配もまた求められることとなる。この問題を解決する特效薬はないが、既に同社では、①販社間での施工人材・工事の融通、②部材をプレ加工したキット化の促進、③多能工化の推奨・活用、を推進。対応策を打ちつつある。さらに、これらに加えて例えば「BESS マイスター」のような資格を設定し、施工においても人材を確保するといった対応策は検討に値すると考える。

契約残高急増は、2007年度と同様の事態を招きかねないことも要注意

なお、契約残高の急増が考えられる悪影響は、単に顧客の不満が予想されることに留まらない。過去を振り返ると、2006～2007年度に50億円超もの契約残を抱えた後、業績は大きく失速している。これは前段でも触れた通り、販社での広告宣伝が抑制された結果ではあったが、そもそも宣伝費抑制となった背景には、十分過ぎる手持ち契約があったことによる安心感と、実際にこれ以上の契約は受け難いという判断もあったものと推定される。「十分過ぎる」契約残の状態が継続すれば、今回も2007年度と同様の事態を招きかねないリスクがある。まさにこれは喫緊の課題であると位置付けられよう。

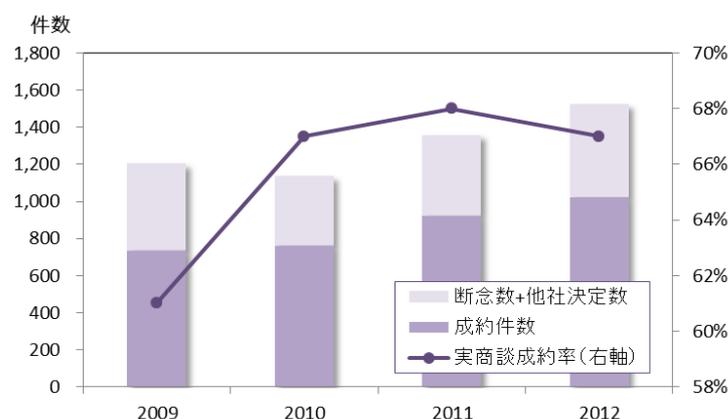
短期的な課題はサービスラインナップの拡充。

サービスラインナップは、短期的な経営課題と位置づける。そもそも、同社がビジネスを拡大させるための方策は、展示場への新規来場者数を増やし、かつ成約率を上昇させる、という2点に尽きる。来場者数拡大は拠点数増などである程度は能動的な対応が可能だが、成約率はタイミングや顧客の資金状況などもあり、どうしても受動的とならざるを得ない部分が多い。そのため、前段でも触れた通り、営業効率の改善を進めるとしても、成約率の引き上げのハードルはかなり高いのが現実となっている。このことは、営業員の増加・質の向上以外にも、成約率上昇に向けて何等かの対応策を考える必要があることを示している。ここではその具体的な対応例として、サービスラインナップを挙げる。

営業員増強は商談に漕ぎ着ける件数の増加を狙ったもの。とすれば、商談開始後の成約率引上げを狙う追加的な対応策があってもおかしくない

アールシーコア自身の調査によると、成約数を商談に入った総件数で除した実商談成約率はおよそ67%（2012年度見込み）。これは業界平均で見るとかなり高い水準にあると思われる。過去3年間、ほぼこの水準を維持していることを考えれば、如何に同社の商品競争力が高く、顧客も「好き」になっているかがうかがえる。このことは感性マーケティングがうまく機能していることの証左でもあろう。しかし、換言すれば、30%の商談は断念、もしくは他社に流れたということでもある。ここに工夫の余地はないか。営業員増強が商談に漕ぎ着ける件数の増加を狙ったものだとすれば、商談開始後の成約率引上げを狙う追加的な対応策があってもおかしくはあるまい。ここに焦点を当てたサービスの拡充はこれまでほとんど手つかずの状態にある。

図表 30: BESS 事業の総商談件数と成約率の推移(2009～2012年度)



出所: 会社資料、会社取材よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

計画断念の主因は資金計画と土地の確保

アールシーコアによると、商談未成立となった30%の内訳は、他社に決定した比率が10%pt以下、残りの20%pt超は計画そのものの断念であるとしている。計画断念の理由は様々ではあるものの、資金的な問題、土地確保の問題、の2つが主たるものと想像される。これらは致し方ないことではあるものの、この断念理由を緩和させるサービスを提供できれば、実商談比率を一段と改善させる可能性があるのではないかと考えるのである。例えば、この計画断念分のうち、25%を拾い上げることができれば、年間受注棟数は7%上乘せられることになる。

営業員のスキルに任されていた分野に積極的に関与する方法はないか

もちろん、アールシーコアが独自で土地や資金の問題を解決できるものではない。しかし、不動産会社との提携や住宅ローンサポートなど、これまでは営業員のスキルに任されていた分野に積極的に関与することは可能だろう。土地確保に関しては、既に地区販社などで地元不動産会社と独自に提携している例もあると思われるが、その規模を拡大することで顧客にメリットのある新たな切り口も提示できる可能性は増すと考える。住宅ローンに関して、ローンの返済シミュレーションの提示などにとどまらず、ローン審査などへのより具体的なアドバイスやサポートへの需要は大きいと思われる。そういったサービスラインナップの拡充は、事業拡大は展示場次第、営業員次第といった現状に（商品競争力は既にある）、もう一枚の能動的なカードを加えることに繋がると位置づける。

既存シリーズのテコ入れ、あるいは中古市場の確立も一手のはず

また、そもそもはより魅力的な個性住宅の提供が、ビジネス拡大への重要なサービスラインナップであることも明らか。既に個性的な6シリーズを擁してはいるものの、見込みと実際の売れ筋とに乖離がある場合、それらシリーズの統廃合、あるいはモデルチェンジ、などが顧客訴求度向上に向けての一手となってくる可能性もまた十分高いと思われよう。同時に、これは対象物件が少ないために短期では対応できないものの、BESS商品の中古流通市場確立もサービスラインナップ拡充に貢献すると思われる。通常、住宅は経年劣化するものながら、ログを基本としたBESSでは経年によって生じる味わいがむしろ評価される傾向がある。これは資産価格が保持されやすいということ。中古市場において実際に価値の減耗が大きいことの事例を示すことができれば、高い買い物へのふんぎりがつく顧客層は確かにあると思われよう。

中期的な課題は感性マーケティングそのもの

感性マーケティングは、やや中期的な経営課題と位置づけられよう。感性マーケティングは同社の最大の特徴でもあり、前述の通り、圧倒的な強みでもある。しかし、だからこそその歯車が噛み合わなくなった際には同社の最大のリスクになりかねない。具体的には、BESS商品が消費者に「好き」と感じられなくなれば、その求心力を失いかねないというリスクである。機能や価格を訴求ポイントとしていれば、競争力の低下に対する打開策は（それが戦略的に最適かどうかは別として）少なくとも見通すことができる。しかし、感性を訴求ポイントにしていると、それが消費者の嗜好と乖離した場合、有効で具体的な打開策が打ち出せなくなってしまう可能性は否定できまい。もちろん、リピーターの数が増加している現在にそういった兆しはないが、このリスクは常について回るもの。落とし穴がどこに潜むかわからない以上、経営陣はその対処策を先手先手で打っていく必要がある。前述の既存シリーズのテコ入れは、その一環としても位置づけられる。

同社の感性と消費者の感性の同期を如何に担保できるか、がポイント

問題は、同社の打ち出す感性と消費者の感性との同期性をシステムとして如何に担保するか、である。現在は、「時代に先んじた感性」を「しがらみのない消費者視点」で提供することに成功しているものの、いつまでも時代の先端でいられる保証はない。むしろ、その神通力はどこかで減衰すると考えるのが自然であろう。また、当初は確かに徒手空拳からのスタートであり、しがらみのない手法を採ることができたものの、社員の多くが最初から住宅事業に携わっている「業界人」へとシフトするにしたがい、新鮮な視点を失い、徐々にしがらみを抱え始めてしまう危険もある。これは、極めて個性的であった急成長企業の多くが辿ったことのある「大きくなるに連れて、『普通』の会社になっていく」というリスクに他ならない。

解を導くための十分条件は既に準備されている

この疑問に対し、経営陣は「ブランドの価値は『独創的であり』『高品質であり』『時代に合わせて変わっていく』ことが必要」とし、「アールシーコアは施工・工事部門を持たないからこそ、そういった柔軟な対応が可能である」と回答している。ブランディングを主軸に置き、販社とのフランチャイズ契約によって自らは施工・工事をしないという方式は（直営でも施工・工事は外注委託）、こういった考えに基づくもの。実際、製造部門は好調な時は利益拡大に大きく貢献するが、不調時には抜本的な事業転換や製品変更の大きな妨げとなった例は歴史的にも枚挙に暇がない。敢えて製造者の視点を持たず、一步離れた視点を維持することで「いつでも抜本的に変えることのできる」より柔軟なシステムを確立させているのである。

同時に、時代の流れを汲みとるためにも、従前より商品デザインやライフスタイルの提案については社外のデザイナーなどを起用。感性に訴えることのできる体制、またそれへのチェックや軌道修正を随時できる体制を構築している。今後は外部デザイナーの活用をさらに加速させる選択肢も視野に入れている。一方、「（個性を維持するためにも）闇雲に規模を追うことはない」ともコメントしている。経営陣のこのスタンスには高い説得力がある。

ただし、これらは十分条件であって、必要条件ではない。他社を見渡しても、現実には十分条件をシステムとして構築できていても、それがうまく機能しなかったケースもまた少なくないのが現実である。これら懸念への絶対的な解は存在しないが、「異端でメジャー」であり続けるためには、まさにこの「同社の打ち出す感性と消費者の感性との同期性担保」が常に問われることとなろう。

「ポスト中期計画」は長期的な課題。どこまでの事業規模を目指すのかという問題が今後は試される

同時に、これはアールシーコアが長期的にどこまでの企業規模を目指すのか、という疑問を投げかけるものでもある。これこそが「ポスト中期計画」の経営課題であると位置づける。そもそも、積極的に「好き」と思ってもらおうということは、「好きではない」という層の存在を許容しなければならない。また、「好き」になってもらうことで潜在需要層を絞り込めるという利点はまた、それはターゲット層自体に広がりがないということの裏返しでもある。中期計画における展示場の拡大路線は、まだまだ掘り起こし切れていない需要層の発掘との位置づけながら、これが進展すればするほど、どこかの段階でターゲット層の上限に直面する可能性は否めない。年間30万戸超ある木造戸建住宅の着工数からすれば、現状1,000棟規模の成約数では極めてわずかであり、ターゲット層の上限には程遠いと思われる

るが、「感性」に共鳴する消費者層がどれだけあるのかが測定不可能である以上、上記の懸念は常に抱えておくべきものと考ええる。

ポイントはそれを是として、成長の矛先を別の「感性」に求めるのか、あるいは標榜する「異端」の色彩を若干緩めてやや保守的な、しかしボリュームの見込まれる需要層の取り込みに動くのか、であろう。もちろん、後者の選択肢であっても、既存の大手ハウスメーカーとは競合しない程度に「異端」であり続けるのであろうが、このハンドリングは決して簡単ではない。まして、従業員が増え、最初から「業界人」なる人材が増えてくれば猶更である。しかし、事業規模を大きくすればするほど、ボリュームゾーンの取り込みは避けられなくなってくるのも、現実である。今後、会社の規模が大きくなっていくにしたいが、どこをターゲットとするのか、という問題は折に触れて同社の方向性を問うことになるかと予想している。

別ブランドによる展開も選択肢の一つでは？

なお、その解を求めるための具体的な一つの案としては、「別ブランド」による展開のシナリオが考えられよう。BESSブランドは既に確立してきているが故に、将来、あまり冒険もできなくなってくる可能性は否めない。感性の同期化を常に模索する意味で、また、住宅に拘らない「楽しさ」を追求するユニットとして、実験的な別ブランドを設置し、そこで将来の布石を育成していくという流れである。かつて別荘向けでの経験が現在の住宅市場獲得につながっていったように、である。BESSの一環ではあるが、リノベーションのNEWITは明らかにその一つであると考える。当然、これは創業者スピリッツを持った人材の養成にも繋がるはず。現時点で別ブランド展開の具体的な動きは皆無だが、遠くない将来には、こういった「感性の同期化」を検証するツールの設置が求められると予想する。

また、既に同社ではアクションを起こしつつあるが、BESSのモデルハウスで使用しているいくつかの家具（前段で触れた薪ストーブはその典型例）、小物や家具の販売も一つの突破口となるかもしれない。経営陣によると、BESSのファンには、住宅そのものに加え、モデルハウスの雰囲気や「丸ごと」自宅にしたいというニーズは少なくない。これらは住宅事業とは異なるものの、ライフスタイルの提供という視点では違和感のないビジネスとなる。BESSの商品力を活かしつつ、住宅とはまた別の新たなビジネスチャンネルを同社に吹き込む可能性がある。

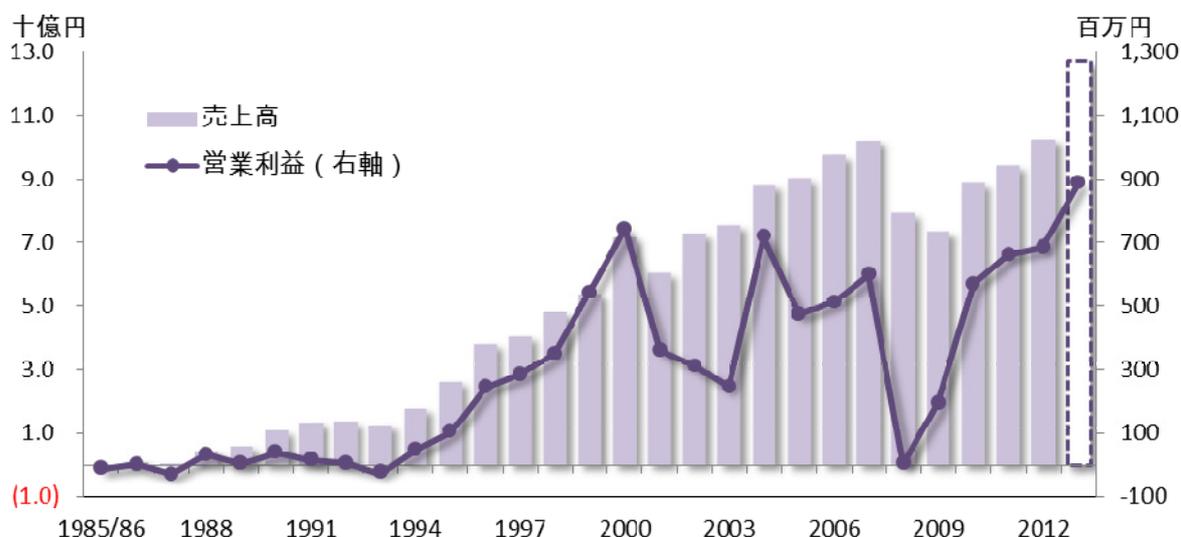
ただし、現状の同期性を維持しつつも、これまでの特色を希薄にさせてしまうリスクには要注意である。前段で指摘したリノベーションを手掛けるNEWITは特にそのハンドリングが注目される。リノベーションで潜在顧客層を広めることは非常に重要かつ効果的なアプローチではあるものの、同時に個別案件へと踏み出すことで、従来型ハウスメーカーのアプローチへ一歩近づくことにもなり得る。もちろん、アールシーコアはそのバランスを崩さないように予め様々な歯止めをかけており、それが特色を希薄化させるものにはならないような仕組みをつくっている。しかし、ターゲットとする市場を拡大させていく過程においては、同様の事態は今後多く発生してくるはず。NEWITでは、新規に開拓する新たな顧客のニーズへの対応と同社の特色をうまくバランスさせていく手腕が求められるが、その経験はBESSブランドのさらなる強化・拡大への強力な武器になるものと期待されよう。

業績動向

長期の業績トレンド

同社の長期業績トレンドは下図の通り。総じて売上は増加傾向を辿っており、事業拡大が順調に進んでいることが確認できる。創業来、減収となった局面は3回しかなく、それらはいずれも、バブル景気の崩壊(1993年度)、ITバブルの崩壊(2001年度)、リーマンショック(2008～2009年度)を背景とする事業環境の悪化に起因するもの。リーマンショック時には販社の広告抑制といった要因の影響も確かにあるが、概して減収局面はいずれも基本的にマクロ要因に呑み込まれたものと位置づけることができる。マクロ要因が一巡してくれば、巡航軌道に回帰していることを見ると、ミクロ的には同社商品の魅力やその販売戦略はうまく奏功していることが確認できよう。会社側は2013年度で、売上が2期連続で過去最高を更新するとの計画にある。

図表 31: アールシーコアの長期業績トレンド



2013年度は会社予想

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

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

利益を決めるポイントは、売上、 販管費の動向と・・・

営業利益面でも高水準を維持。2004年度以降、概ね5～7億円のレンジでの推移となっており(2008～2009年度のリーマンショック時の低迷局面は除く)、2012年度は過去最高であった2000年度の7.4億円に肉薄する6.9億円にまで達している。ただし、売上動向に比べて変化が激しいのは、同時にコストも増加傾向にあるため。業容拡大に伴う人件費の上昇や新商品開発などを含めての広告宣伝・販売促進費用の拡大は恒常的に発生しており、売上拡大ピッチ次第ではこれが利益を圧迫してしまう構造となっている。リーマンショック後には緊急回避的に大幅な販管費の削減がなされているが、ファンダメンタルズの回復、攻めの事業展開に伴って増加基調に回帰している。当然、これらは事業拡大のためには避けられない「投資」である一方、野放図な拡大は許されないことも確

か。拡大戦略の中で如何に経費を抑制し、費用対効果を引き上げていくかの手腕は、かつて以上に重要性を増してきている。

図表 32:アールシーコアの販管費推移(2003~2014年度)



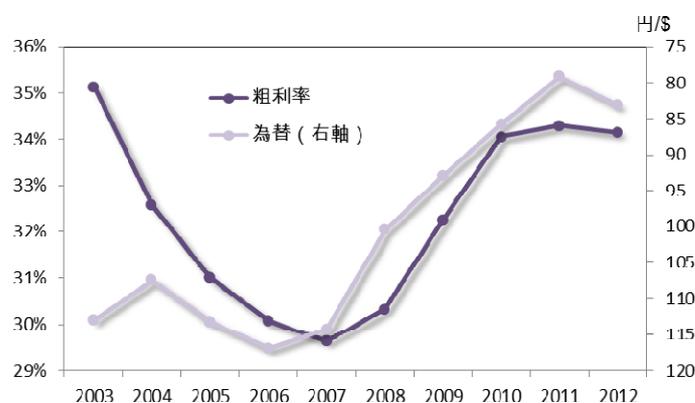
E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティング予想

出所:会社資料、エヌ・ジー・アイ・コンサルティング

・・・為替の展開も無視はできない

また、実は為替も大きく影響している。これは、ログハウスなどは輸入材料を使っている部分が多いことに拠る。円安局面では輸入価格(売上原価)の上昇に、円高ではその逆に作用するためである。実際、粗利益率(売上総利益率)は、為替動向と高い相関性をもって推移していることが確認できよう。会社側も年間1円の円高(対米ドル、ユーロ、加ドル)で概ね1,000万円程度の利益増加影響があることを明らかにしている。ただし、近年はより保守的な為替予約などでそういった急な為替変動リスクを抑制。さらに、かつてに比べると輸入材料の使用比率が低下していることもあり、この傾向は将来徐々に薄れていくものと思われる。

図表 33:アールシーコアの粗利率推移(2003~2012年度)



出所:会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

2012年度決算概要:売上は過去最高を更新。コスト増も急ながら、販社の好調で吸収

2012年度の決算は、売上が前年比7.8億円(8.3%)増の102億円、営業利益は0.3億円(3.8%)増の6.9億円となった。増益を牽引したのは、2期連続で過去最高となった成約高(11%増)をテコとした増収効果。円安によるコストアップはあったものの、数量増による効率改善もあり、粗利率は0.3%ptの上昇を確保できた。これにより、粗利益は3.0億円(9.2%)増の35.4億円を達成。粗利ベースでは2001年度以降での最高を連続更新している。ただし、同時に販売管理費も上昇。従業員数の増加などから人件費負担が拡大したうえ、エスクロー制度の管理費用や藤沢展示場の償却負担が発生したため、営業利益は0.3億円の小幅増加にとどまった。営業利益率は販管費増が響き、再び7%を割り込むこととなっている。なお、当期利益は33%増の4.0億円。こちらは一早く過去最高利益の更新となった。配当は業績拡大を受けて40%増の年28円とする予定。

セグメント別には、販社部門が20.4億円の営業利益を計上。前年比では2.8億円の増益となり、全社ベースでの営業増益の牽引役となった。また、BP部門も黒字転換となり、この部門でも0.5億円の営業増益を達成している。一方、スクエア部門は、キット販売の減少などから売上が微減となったうえ、藤沢展示場開設の初期費用や償却増が重石となり、0.9億円の減益。人件費やエスクロー制度費用が嵩んだ全社費用も増加し、販社やBP部門の増益分を大きく減殺させる結果となった。総じて、コスト増を販社の好調が吸収する構図となっている。

2013年度決算見通し:史上最高益を更新へ。ただし、消費税引き上げ前の駆け込み需要は攪乱要因

2013年度については、売上で20億円(19%)増の122億円、営業利益は1.6億円(24%)増の8.5億円を予想。史上最高益の更新となる見通し。成約棟数前提は12%増の1,150棟と置いた。大幅増収となるのは、多額の受注残が順次消化されてくるのに加え、藤沢展示場効果が通年でフル寄与する、消費税引き上げ前の駆け込み需要がある、と予想されるため。特に、完工のタイミングを問わず消費税が据え置かれる上期にはかなりの受注が集中するものと想定する。セグメント別には、スクエア、販社、ともに10億円の増収を見込む。

一方、損益的には販管費の上昇が継続。円安による仕入れ原価の上昇もあり、売上が20億円膨らむのに対し、営業増益額は1.6億円と、やや小幅なものにとどまる見通し。販管費は、藤沢展示場要員をはじめ、業容拡大に併せた人員増がコスト負担となるうえ、減価償却費、広告宣伝費、新商品開発費なども引き続き増加。3.0億円程度の利益圧迫要因になると予想する。予想営業利益率は7.4%。なお、粗利率は32.8%と想定している。円安の影響を受け、前年比では1.8%pt悪化するとの前提を置いた。配当に関して会社側は、一株あたり40円に増配を予定している。

セグメント別には、主力の販社部門で2.1億円の営業増益を予想。スクエア部門も藤沢効果のフル寄与から1.5億円の営業増益を見込んだ。BP部門、北米部門もテコ入れ強化から0.6億円改善し、共に黒字計上を想定している。一方、販管費など全社部門の共通経費は人件費、減価償却費を中心に2.7億円のコストアップを予想。上記各セグメントの増益分を大幅に減殺すると想定する。

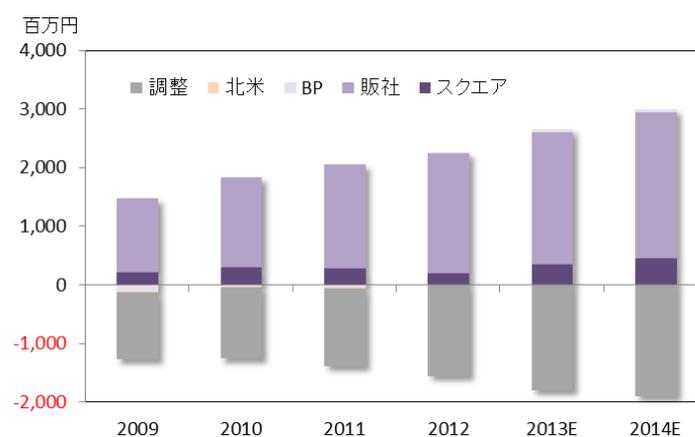
ちなみに、会社側の見通しは売上が127億円、営業利益は8.9億円。成約棟数は1,200棟としている。この見通しに対して、上記見通しはやや保守的な見方となるが、これは、多額の契約残による施工の遅れを慎重に見たことが主因。また、円安進行による原価の上昇、消費税前の駆け込み需要についても、下期には一旦その反動減があるとのスタンスを採ったこともその一因である。消費税引き上げ前後の顧客の行動は現時点では全く合理的な予想は不可能ながら、現時点では保守的なスタンスを採るべきと判断した。

2014年度見通し:最高益を連続更新し、営業利益は創業来の10億円を突破へ。営業利益率も中期計画目標に肉薄しよう

2014年度については、売上で18億円(15%)増の140億円、営業利益は2.5億円(29%)増の11億円を予想する。成約棟数前提は13%増の1,300棟とした。駆け込み需要という特殊要因のある2013年度と比較して、同程度の増収幅ピッチの予想するのは、その先にもう一段の消費税増税が控えているため。2013年度下期には一旦駆け込みの反動を想定するが、2014年度には早くも次の増税を見越しての駆け込みが始まるとした。同時に、2013年度中にスタートが予定されている4展示場が通期でフル寄与することも、増収ピッチ維持の主たる要因となろう。

損益的にはこの増収効果をテコに大幅増益を予想。営業利益は創業来初の10億円台を突破しよう。人件費や広告宣伝費など販管費の上昇はまだ続こうが、増収効果で吸収する見通し。営業利益率は7.9%と、中期目標のターゲットに肉薄するものと予想している。セグメント別では、引き続き、スクエアと販社が増益の牽引役を担おう。特に、拠点の増える販社部門で大きい貢献を想定した。なお、配当は、過去10年間の平均配当性向(30%)を前提に、10円増の年50円を予想する(自己資本配当比率では約4.7%に相当)。

図表 34:アールシーコアの各セグメント利益推移(2009~2014年度)



E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティング予想
出所:会社資料、エヌ・ジー・アイ・コンサルティング

主たるリスクは4点

主たるリスク要因としては、外的要因として、消費税の影響をまず挙げる。特に、2段階の税率引き上げとなる今回は、税率引き上げ前の駆け込みの動向やその後の反動のインパクトについて、過去の経験が参考となる部分は大きくない。これらに合理的な予測ができない点は大きなリスクであることに異論はあるまい。

それに加え、アールシーコアの内的要因リスクとしては、①広告宣伝費などの先行投資に伴う販管費の増大をどこまで抑制できるか、②増加する営業人員のスキルをきちんと維持できるかどうか、③大きく積み上がった契約残高の順調な消化を実現できるか、といった点を挙げる。直近までの受注そのものは順調であるため、これらのハンドリング如何にかかわらず、当面の業績は堅調を維持できる可能性は大きい。しかし、ここでの対応次第では、2007～2008年度にあった業績低迷を繰り返してしまうことにも繋がりがねない点は要注意であろう。

収益モデル

損益計算書(百万円)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
売上高	9,756	10,229	7,930	7,347	8,898	9,446	10,230	12,200	14,000
売上原価	6,823	7,198	5,525	4,978	5,868	6,207	6,692	8,200	9,600
売上総利益	2,933	3,032	2,405	2,370	3,030	3,239	3,538	4,000	4,400
売上総利益率	30.1%	29.6%	30.3%	32.3%	34.1%	34.3%	34.6%	32.8%	31.4%
販売管理費	2,419	2,431	2,399	2,173	2,457	2,576	2,850	3,150	3,300
営業利益	515	600	6	197	573	663	688	850	1,100
営業利益率	5.3%	5.9%	0.1%	2.7%	6.4%	7.0%	6.7%	7.0%	7.9%
営業外収入	82	85	76	51	59	44	58	50	50
営業外費用	37	87	48	64	55	60	69	50	50
経常利益	559	599	34	184	576	647	677	850	1,100
特別利益	7	0	0	6	7	10	0	0	0
特別損失	57	33	176	18	44	35	4	0	0
税前利益	509	566	-141	171	540	621	672	850	1,100
法人税等	215	274	22	96	150	323	276	350	430
実効税率	42.2%	48.4%	-15.2%	56.4%	27.9%	52.0%	41.1%	41.2%	39.1%
当期利益	294	292	-163	75	389	298	396	500	670
当期利益率	3.0%	2.9%	-2.1%	1.0%	4.4%	3.2%	3.9%	4.1%	4.8%
減価償却費	129	114	174	134	114	116	137	180	180
EBITDA	644	714	180	331	687	779	825	1,030	1,280
EBITDA マージン	6.6%	7.0%	2.3%	4.5%	7.7%	8.2%	8.1%	8.4%	9.1%

E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティグ予想

アールシーコア [7837]

CORPORATE RESEARCH

貸借対照表(百万円)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
流動資産	3,211	2,979	3,039	3,482	3,637	4,712	3,845	4,163	4,716
現金及び同等物	1,494	1,342	1,140	1,938	2,522	3,582	2,371	2,473	2,828
売上債権	406	359	362	363	294	405	630	752	863
棚卸資産	1,064	1,062	1,213	857	534	506	491	585	671
その他流動資産	247	216	324	324	287	219	353	353	353
固定資産	4,071	4,246	4,141	4,242	4,190	4,181	4,666	4,686	4,706
総資産	7,282	7,226	7,180	7,724	7,827	8,893	8,512	8,849	9,422
流動負債	3,281	3,373	3,793	2,892	2,976	3,968	3,091	2,731	2,940
買入債務	854	877	677	585	669	728	829	989	1,135
短期借入金	262	455	1,550	396	531	1,047	1,024	350	250
その他流動負債	2,165	2,041	1,566	1,911	1,776	2,193	1,238	1,391	1,555
固定負債	1,197	988	1,062	2,166	2,005	1,893	1,895	2,257	2,157
長期借入金	930	674	695	1,742	1,525	1,404	1,376	1,750	1,650
その他固定負債	268	314	367	424	480	489	519	507	507
純資産	2,804	2,865	2,325	2,666	2,846	3,033	3,526	3,861	4,324
負債及び純資産	7,282	7,226	7,180	7,724	7,827	8,893	8,512	8,849	9,422
有利子負債合計	1,192	1,130	2,244	2,138	2,056	2,451	2,400	2,100	1,900
純負債	-303	-212	1,105	200	-466	-1,131	-29	-373	-928
ROE	11.0%	10.3%	-6.3%	3.0%	14.1%	10.1%	12.1%	13.5%	16.4%

E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティング予想

アールシーコア [7837]

CORPORATE RESEARCH

キャッシュフロー計算書(百万円)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
営業キャッシュフロー	413	338	-819	814	853	951	-520	877	1,100
税金等調整前当期純利益	509	566	-141	171	540	621	672	850	1,100
減価償却費	129	114	174	134	114	116	137	180	180
運転資本増減	-225	-342	-852	509	199	214	-1,329	-153	-180
投資キャッシュフロー	-88	-300	-148	-11	-85	-178	-555	-250	-243
設備投資	-179	-255	-83	-39	-76	-201	-527	-200	-200
その他	91	-45	-64	28	-9	23	-29	-50	-43
フリーキャッシュフロー	325	38	-966	803	767	773	-1,075	627	857
財務キャッシュフロー	-470	-180	989	-120	-153	309	-175	-525	-502
借入金増減	-362	-62	1,115	-105	-182	397	-19	-260	-200
配当金支払	-108	-118	-125	-56	-50	-67	-108	-165	-207
その他	0	0	-0	41	78	-21	-49	-100	-95
現金及び現金同等物の期末残高	1,494	1,342	1,140	1,938	2,522	3,582	2,371	2,473	2,828

E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティング予想

セグメント情報(百万円)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
売上高									
直販				2,516	2,660	2,483	2,327	3,400	4,250
販社				4,476	5,518	5,998	6,520	7,450	8,350
BP				296	671	918	1,326	1,300	1,300
北米				59	49	46	57	50	100
合計				7,348	8,898	9,446	10,230	12,200	14,000
主要前提									
契約棟数	881	793	615	736	762	925	1,023	1,150	1,130
セグメント利益									
直販				208	306	290	202	350	450
販社				1,267	1,528	1,761	2,040	2,250	2,500
BP				-105	-26	-50	2	50	50
北米				-17	-13	-10	-11	0	0
調整				-1,153	-1,222	-1,327	-1,545	-1,800	-1,900
合計				197	573	663	688	850	1,100

E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティング予想

株価パフォーマンスとイベント



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

主要財務指標

(単位:百万円)

		2010/3	2011/3	2012/3	2013/3	2014/3(予想)	
株価推移	株価(年間高値) (円)	400	565	546	1,060		
	株価(年間安値) (円)	194	260	260	475		
	月刊平均出来高 (百株)	1,568	6,360	5,174	3,857		
	時価総額(年間高値)	1,652	2,334	2,255	4,379		
	時価総額(年間安値)	801	1,074	1,074	1,962		
業績推移	売上高	7,347	8,898	9,446	10,230	12,200	
	営業利益	196	573	662	688	850	
	経常利益	183	576	646	676	850	
	当期純利益	74	389	298	396	500	
	EBITDA	330	686	778	825	1,030	
	減価償却費	134	113	116	137	180	
	設備投資額	39	75	201	527	200	
	EPS (円)	2,212.95	10,502.89	7,455.90	95.90	121.04	
	営業利益率 (%)	2.7	6.4	7.01	6.73	6.97	
	売上高 EBITDA 比率 (%)	4.5	7.7	8.2	8.1	8.4	
	ROE (%)	3.0	14.1	10.1	12.1	13.5	
	貸借対照表 主要項目	流動資産合計	3,481	3,637	4,711	3,845	4,163
		固定資産合計	4,242	4,189	4,181	4,666	4,686
資産合計		7,724	7,827	8,893	8,511	8,849	
流動負債合計		2,892	2,975	3,967	3,090	2,731	
固定負債合計		2,165	2,005	1,892	1,894	2,257	
負債合計		5,058	4,980	5,860	4,985	4,988	
有利子負債		2,147	2,102	2,467	2,360	2,100	
純有利子負債		208	△420	△1,115	△11	△373	
株主資本合計		2,467	2,807	3,039	3,328	3,862	
純資産合計		2,666	2,846	3,032	3,526	3,862	
流動比率 (%)		1.20	1.22	1.19	1.24	1.52	
自己資本比率 (%)		34.5	36.4	34.1	41.4	43.6	
売上高総資本回転率		0.95	1.14	1.06	1.20	1.38	
売上高棚卸資産回転率		8.61	16.66	18.67	20.85	20.85	
キャッシュフロー計算書 主要項目		営業活動による CF	813	852	951	△519	877
	投資活動による CF	△10	△85	△178	△555	△250	
	財務活動による CF	△119	△153	309	△174	△525	
	現金及び現金同等物の 期末残高	1,938	2,522	3,582	2,371	2,473	

EBITDA=営業利益+減価償却費

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

ディスクレーマー(免責条項)

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社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株式会社エヌ・ジー・アイ・コンサルティング(以下「エヌ・ジー・アイ・コンサルティング」という)の分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコおよびエヌ・ジー・アイ・コンサルティングに帰属し、事前にフィスコおよびエヌ・ジー・アイ・コンサルティングへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ

本レポートに関するお問い合わせ

株式会社フィスコ

Mail: support@fisco.co.jp

〒107-0062 東京都港区南青山五丁目4番30号

CoSTUME NATIONAL Aoyama Complex 2F
