

## 3228 三栄建築設計

2012年4月24日

東証2部 名証2部

### ポイント

・2012年8月期の2Q累計(上半期)は、経常利益2030百万円(前年同期比-9.1%)と減益になった。大震災の復興需要による影響に伴う分譲住宅の工期の遅れと粗利益率の低下が原因である。リーマンショック後の着工棟数増加及び震災後の着工の回復によって、業界における在庫調整の影響も想定されるが、通期ベースでは取り戻すことができよう。2012年8月期は、経常利益ベースで会社計画の60億円は下回るものの54億円(前年度比+12.2%)は十分達成できよう。

・リーマンショック後に地価が下がったところを上手く仕入れたプラス効果は前期まで一巡し、当社の粗利益率は下がっている。これは通常ベースに戻っているという見方ができ、当社のビジネスモデルに変化が出てきたというわけではない。当社は、2011年8月に東証2部、名証2部に上場した。名証セントレックスから移ったことで、認知度はかなり高まった。2011年8月期は大震災の影響があったにもかかわらず、18期連続で増収増益となり、ピーク利益を更新した。今期も引き続き最高の業績を達成しよう。

・当社は、都心23区内に建てる3階建て木造住宅企業として、業界トップである。15~20坪の狭い土地を有効活用して、家賃並みの費用で、都心に近く便利な戸建て住宅を4000万円台で提供するビジネスモデルである。しかも、1戸1戸の家づくりを考え抜いて、オンリーワンの分譲住宅づくりを実践している。このニッチ戦略が功を奏して、年間1000棟を供給するという実績を作り、販売を委託している先である仲介業者から評価されるブランド力を付けてきた。土地取得で競合する同業他社(仲介業者が行う戸建て住宅事業等)からも、戸建て住宅の建築を依頼されるという戸建て住宅の建築請負ビジネスも伸びている。

・首都圏では年間1万棟の3階建て木造住宅の需要があり、市場開拓の余地は大きい。コスト競争力とブランド力がついてきたので、十分拡大できよう。さらに、名古屋圏、大阪圏の都市中心への進出を狙い、まずは昨年10月に名古屋に支店を設立し、活動をスタートさせた。立ち上がりは順調である。今回策定した中期3カ年計画では、2014年8月期に売上高700億円、経常利益80億円を目標にしており、達成可能な勢いを見せている。長期的には売上高1000億円、経常利益100~150億円を目指すことになる。ニッチな市場戦略が業績の向上に結びつくにつれ、株式市場での評価も高まって行こう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 目次

1. 特色 都心 23 区内の 3 階建て木造住宅で業界 No. 1
2. 強み コスト競争力と都市型ビルダーとしてのブランド力が一段と向上
3. 当面の業績 ピーク利益の更新が続く
4. 中期経営計画 住宅総合生産企業「ハウジング デベコン」を推進
5. 企業評価 差別化戦略で名阪の市場開拓に挑戦

## 企業レーティング B

株価 (12 年 4 月 23 日) 870 円 時価総額 165 億円 (18.92 百万株)  
PBR 1.36 倍 ROE 24.7% PER 5.5 倍 配当利回り 2.0%

(百万円、円)

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS	配当
2006.8	15322	1717	1496	801	48.5	0.0
2007.8	20400	2300	1864	1009	5.36	4.5
2008.8	27741	2304	1872	1023	54.1	4.4
2009.8	29114	2220	1992	1043	55.2	5.0
2010.8	30123	4734	4468	2312	122.3	7.5
2011.8	37784	5143	4813	2703	142.9	15.0
2012.8(予)	53300	5850	5400	3000	158.6	17.5

(12.2 ベース)

総資産 34494 百万円 純資産 12134 百万円 自己資本比率 35.2%

BPS 641.5 円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。

2010 年 3 月 1 日で 1 : 200 の株式分割、2011 年 2 月 2 日で 1 : 2 の株式分割を実施。

2011 年 11 月 28 日で 1 : 2 の株式分割を実施。

2011.8 期以前の EPS、配当は各期末修正ベース。

担当アナリスト 鈴木行生

(日本ベル投資研究所 主席アナリスト)

企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力・持続力、③業績下方修正の可能性、という点から定性評価している。A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D：極めて厳しい局面にある、という 4 段階で示す。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 1. 特色 都心 23 区内の 3 階建て木造住宅で業界 No. 1

### オンリーワンの家づくりを実践

当社の経営理念は、家族の生活空間と公共の芸術性をプロデュースする家づくりにある。小池社長は 19 年前の 1993 年に三栄建築設計を創業し、現在 43 歳である。3 人で立ち上げた会社は、今期予想で従業員が 348 人（前期 257 人）と着実に増えている。

当社は建売分譲住宅、住宅の請負、マンション・アパート・事務所ビルの賃貸と 3 つの事業を手掛けている。建売分譲事業は、当社が土地を仕入し、企画し、住宅を建て、アフターメンテナンスを行う。販売はエリアの仲介業者が顧客に販売する。住宅の請負は住宅の建築を個々の顧客から注文を受け、住宅を建てて引き渡す。建築を他から請け負うのである。他からという場合、同業の住宅請負建築の場合もあれば、個人の注文建築の場合もある。賃貸収入は、マンションを 1 棟まとめて購入し、その部屋を個別に貸し出して、賃料収入を得るというものである。

### 東京都3階建て戸建住宅販売ランキング

順位	社名	3階建て持家・分譲の合計 (棟)
1	三栄建築設計	388
2	一建設	250
3	オープンハウスディベロップメント	240
4	旭化成ホームズ	235
5	積水ハウス	145
6	住友林業	135
7	東京組	120
8	ミサワホーム	115
9	住友不動産	115
10	邑建築設計事務所	105

(注) 住宅産業研究所調べ、三栄建築設計作成  
2010年8月期のデータ、100棟以上の上位10社

創業以来の主力は住宅の建売分譲事業（不動産販売事業）である。この建売分譲事業で、「オンリーワンの家づくり」を実践している。土地を購入し、その立地に合った住宅のコンセプトを案件ごとに立案し、外装、内装も含めて1戸、1戸違ったものを作る。他社に見られるような同じ家をまとめて作るというような方法はとらない。

とりわけ、都市型立地の 3 階建てを得意とし、この分野では業界 No. 1 である。東京 23 区をメインのテリトリーとし、ここでの売上げが 7~8 割を占める。土地は狭いが建物を 3 階建てにすることで、広い居住スペースや使い勝手のよい動線が考慮された住宅を 4000 万円前後で商品を販売する。年収 500~600 万円の 30 代層が、戸建て住宅を都心に近いところにほしい、というニーズにターゲットを絞っている。月 13~14 万円の家賃見合いの支払いで戸建住宅が持てるというのが購入のし易さにつながっている。①家賃で家が買える、

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

- ②敷地が狭くても、無駄なく建てるので、思ったより広い居住スペースが確保されている、  
③1戸1戸が別々で個性がある、というのがポイントである。

### 当社のエリア別販売実績

2011.8期	販売棟数	構成比	(棟、%)	
			3階建て 戸数	3階建て 比率
東京23区内	495	63.9	391	79.0
23区外	6	0.7	1	16.7
埼玉県	147	18.8	104	70.7
神奈川県	107	13.8	84	78.5
千葉県	20	2.6	17	85.0
合計	775	100.0	597	77.0

(注)土地15～20坪、都心の利便性の高いエリアに4000万円台で戸建住宅を提供。  
23区では江戸川区、足立区、葛飾区、世田谷区、江東区が多い。埼玉ではさいたま市、神奈川では川崎市、横浜市、千葉では市川市が多い。

### 請負には4年前に参入

住宅の請負（不動産請負事業）は、この事業に参入して5期目である。木造3階建て住宅では、業界トップである。狭い土地でありながら、広い居住スペースが工夫され、個性あるデザインで建てる。しかも、コストが同業より安いということで、同業他社から注文がくるようになってきている。土地購入で競争した同業他社が、その土地に家を建てて売るという建売の場合、工務店などに頼むよりも当社に注文したくなるのである。個人の顧客からの注文住宅も手掛けているが、同業からの請負のほうが、件数では圧倒的に多いのも請負事業の特色である。請負では発注者の要望を実現しながらも、自社の分譲と同じようにアイデアを提案し、よりよいものを設計・施工をしていく。

### 事業内容と売上内訳

	2009.8			2010.8			2011.8			事業内容
	売上高	構成比	件数	売上高	構成比	件数	売上高	構成比	件数	
不動産販売事業	277	95.3	732	252	83.7	604	333	88.3	775	戸建分譲の開発、個人向け住宅の建売 首都圏エリア
不動産請負事業	7	2.4	52	42	13.9	284	36	9.5	248	注文住宅の設計施工の請負 住宅販売会社、個人より受注、首都圏エリア
賃貸収入事業	7	2.3	758	7	2.4	826	9	2.2	905	事業用、住居用マンション不動産の賃貸 全国主要都市
合計	291	100.0		301	100.0		378	100.0		

(注)件数は、販売件数、請負件数は戸数、賃貸の件数は保有室数

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

賃貸収入事業は、日本各地で物件を購入し事業を展開している。マンション等の賃貸物件を自社購入し、さまざまな費用を除いたネットの利回りで10%以上確保できそうなものに限り購入している。2011年8月末46棟、905室を保有し、満室になった時の年間収入は10.8億円になる予定のものである。現在の稼働率は90%で目標に達している。賃貸マンションについては、全国から情報が入ってくる。収益重視が基本で、安定的に現金収入が入ってくるのがポイントである。よって、利回りが多少低くても、積極的に条件をとっていくという姿勢ではない。

2011年8月末の総資産は323億円、純資産は113億円で、自己資本比率は35.0%である。当社の資金の流れは、土地の購入に当たっては、それを担保に金融機関から資金を借りて、土地に住宅を建て、売ればその借入金を金融機関に返済するというパターンである。

### リーマンショックを乗り越え、収益力が一気に向上

日本の木造建築は2階建てが基本であったが、1988年に準防火地域における3階建てが建築基準法の改正で認められた。その後、2005年の姉歯事件でマンションやRCなど構造計算の不正による強度不足が社会問題になった。

当社はこの頃上場を目指して会社の士気を高めていた。いよいよ上場の準備が出来てきた時に、この姉歯問題で業界への信用が一時的に低下した。その時に上場を延期するという手もあったが、小池社長は、まず上場を認めてくれる市場に上場しようということで、名古屋セントレックスに、2006年9月に上場した。

上場以来、業績は順調である。社会的信用も高まった。ただ、東京をベースにビジネスを展開しながら、市場が名古屋セントレックスということで地味な存在であった。それがリーマンショックを経て、当社の住宅への認知度が向上し、業績水準が一気に切り上がった。経常利益で15~20億円というゾーンから、45~50億円というレベルに上がったのである。

### 部門別粗利益率

(百万円、%)

	2009.8	2010.8	2011.8	
不動産販売(分譲)	売上高	27749	25213	33349
	粗利益	3434	5586	6659
	同率	12.4	22.2	20.0
請負工事(請負)	売上高	700	4200	3577
	粗利益	139	867	563
	同率	19.9	20.6	15.7
賃貸収入(賃貸)	売上高	665	711	856
	粗利益	433	409	537
	同率	65.1	57.5	62.7

(注)同率は売上高粗利益率

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 東証2部、名証2部へ上場

2011年8月4日に東証2部、名証2部へ上場した。当社のビジネスの主戦場は東京、首都圏であるから、東証上場は投資家をはじめ、さまざまなステークホルダーの認知度を上げるのに効果を発揮しよう。また、2012年8月期からは名古屋市内で、東京都心で培ったノウハウを活かし、3階建て戸建分譲住宅をスタートさせた。その点でも、信用力の向上にうまく結びつくものと思われる。東証2部の次は東証1部を目指す。今後の業績の拡大を鑑みると、その実現は十分期待できよう。

## マンション分譲に参入

2012年8月期より、マンション分譲に参入する。マンションについては、かつて手掛けたことがあり、経験はある。マンションについては、賃貸マンションを担当している部署がアセット事業課としてマンションの企画推進に当たっている。当社は企画、デザインを自社で行い、取り分け、外観、資材にこだわる。マンションでもオンリーワンを打ち出そうとしている。当面、マンションの工事は外部に依頼するが、いずれは自社で設計・施工部門をもって、完全に自社で展開する方針である。

## 2. 強み コスト競争力と都市型ビルダーとしてのブランド力が一段と向上

### 既存の大手建築業者とのバッティングは少ない

土地が15~20坪の敷地であっても、3階建てにすることで、90㎡前後の床面積を実現する。一般的に多い2階建てと3階建てでは、構造計算の提出や確認検査機関の申請・受理の手続きが全く異なるわけだが、設計段階において梁や柱をどのように設定し、構造計算をして基準を満たしていくというのは経験やノウハウが蓄積されている。2階建てよりも3階建ての方が、一般にコストは高い、しっかりした構造を確保する必要があるからである。但し、土地の有効利用と言う点では効果があり、立地が都心にあるというメリットは大きい。

木造3階建て住宅のうち、都市型3階建てで当社に対抗できる場所は少ない。この競争力を東京はもちろん、大阪、名古屋にも活かそうである。飯田グループは首都圏を中心とする建売分譲の大手(パワービルダー)であるが、同社とバッティングすることは少ない。当社は環状8号線の内側をマーケットとし、飯田グループは国道16号線の前後をターゲットとする。業界のリーダーである一建設(コード3268)とは一部バッティングする。一建設は首都圏で業界トップであるが、都心の23区内に入ると、当社のほうが優位に立っている。一建設も3階建ても手掛けているが、23区よりも、国道16号を中心としたエリアの2階建てが主力である。年間8000棟の建売分譲住宅を全国で供給し、資金効率を重視

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

して在庫回転を高めようとしている。都心でオンリーワンの家作りという点では経営のスタンスがかなり異なる。

旭化成も3階建ての住宅という点では大手であるが、2世帯住宅などを注文で請け負っているため、競争が強いわけではない。大手プレハブメーカーは、都心部にあっても30坪以上の土地を必要とする。通常は2階建てが多いので40~50坪の土地に、工場生産化した資材により住宅をつくるので、設計する上での成約要因のハードルが高く、建築に係る価格も高く、決まった企画となってしまう。したがって、当社が手掛けるような狭隘な土地にスペースの広い家を作るノウハウはなく、ビジネスの対象にしていない。

ただ、23区内の市場を攻めようという業界の動きは高まっているので、当社にとっては強みをより発揮していくことが求められる。

### 分譲と請負の比較

(棟、億円、万円/棟、%)

2011.8期	不動産分譲	不動産請負
棟数	775	248
売上高	333	36
1棟当たり平均販売価格	4303	1442
売上原価	267	30
土地購入費	170	0
1棟当たり平均原価	3444	1216
1棟当たり平均土地購入費	2195	0
1棟当たり(土地抜き)平均原価	1249	1216
1棟当たり粗利益	859	226
1棟当たり粗利益率	20.0	15.7

### コスト競争力が高まる

当社の強みは、利便性の良いところにサラリーマンが買える商品を提供する、という点にある。創業の頃からそういう考えであったが、かつては土地がまだ高く、4000万円台の家はなかなか作れなかった。当初は、目黒や世田谷で他社では1億円くらいする住宅に対して、6000万円台の物件を提供して攻めていった。当時、木造3階建ては高くついた。当社は年100棟も建築していなかったため、コスト面では今とはかなり違っていた。

木造3階建てを工夫しながら作り続けて10年、ようやく今のコストに下げた。現在では、技術力、コスト競争力で業界トップという水準に至った。競争力が強い証としては、年間1000棟を超える住宅建築を手掛けているが、700~800棟が分譲であるのに対して、請負が200~300棟まで増えてきている。請負の大半が同業の住宅会社からであり、狭い土地

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

を活用して家を建てるなら三栄建築設計に頼んだほうが、顧客が喜ぶ売れる家を安いコストで作れるということを知っているからである。請負であっても、家づくりという点では分譲と全く同じ方針で取り組んでいる。

当社に請負を依頼してくる業者は、中小が多い。土地を購入して、家を建てて、それを売るのであるが、建てるに当っては外注している。その外注先には、小さな工務店の他に、イトピアホーム、東京組、アサカワホームなどがあり、このような先が競合となっている。

### 収益力と財務体質のバランスにも目配り

利益率については、分譲の粗利率に比べれば、請負の粗利率は低い。分譲の場合は土地から仕入れ、この土地に住宅を建てて、付加価値を付けて販売する。土地付きの住宅商品としての総合的な価値が入ってくるので、その分利益の額は大きくなる。仲介業者が個人の顧客を紹介してくれると3%の仲介手数料を支払う。他社で建てると1700万円のもの、当社では1300万円で行える。しかも、内容がよいというので、評価が高まりつつある。営業利益率で見れば、請負も分譲に比べて遜色はない

賃貸事業は、905室(2011年8月末)を有しており、利回りは10%である。満室になると12%は確保できる。年間8億円の収入で粗利率は68%である。毎月安定したキャッシュフローが入ってくるのが魅力である。

資金繰りについてみると、土地購入に当っては、銀行から資金を借りる。短期借入金は、売れたら返す。建物についてのファイナンスは、自力で対応する。完成後、85日後の支払いである。販売は季節性もあり6~8月の契約が多い。当社は8月期決算なので、下期の引き渡しが増える。財務バランスでは、有利子負債比率は70%以内に抑えることを目標としている。賃貸については、会社全体の税引き利益の範囲内での投資に抑えるという枠を設定している。賃貸マンションへの投資によって、借入が一定以上にならないための歯止めである。

### 家づくりの特長はプロジェクトによるチーム制

#### (1) 土地の仕入れ担当者も最後まで責任を持つ

当社の土地を仕入れる担当者は営業に属する。さまざまな土地情報が入ってくる中で、当社の企画、事業計画に合うかどうかを検討する。条件の1つは、土地の利便性である。23区内にあるか、狭い土地でも十分な延べ床面積がとれるか、他社が土地を3分割しかできないところを当社では4分割して3階建て住宅が4軒建つかどうかを精査し、エリアの家賃動向や、同業他社の商品や価格を調査した上で、事業計画が立案され、結果として十分な利益がとれるかなどが吟味される。

2つ目は他社が買わない土地であっても対象にする。他社が買わないということは家が

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

立てにくい立地である。こうしたところは土地が安い、そこに工夫して良い家を建てることのできれば付加価値は高まる。

3つ目は法的規制にきちんと合致するかどうかである。東京都は建築基準や条件が厳しい。類似の土地であっても場所によって法的な規制が異なる場合があり、そこはよくつめて、理解し確認しておく必要がある。

これらを検討して事業化できそうであれば、社内の会議にかけ、トップの決定を仰ぐ。当社の1つ1つの事業案件はプロジェクト(PJ)と称して、設計担当者、工事担当者、営業の販売担当者、営業の土地仕入れ担当者の4人で構成される。土地仕入れを担当した本人は、必ずそのPJのメンバーとなり、販売が終わるまで責任を持つ。

## (2) 設計では家の個性を追求

まずPJチーム全員が現地を見る。そのうえで、世界に1つしかない家を作るとの思いを新たにし、企画を練ってつめていく。南の陽が当たるところの前面に大きな家があれば、リビングの位置は工夫して最も陽が入るように配置するなど、アイデアを出し合う。

個別の家にするほど、コストが高くなっていくのが普通である。間取りは個別、外壁も個別、しかし、統一化できるところも多い。木材・工法の仕様(スペック)は統一されている。年間1000棟の家を作るにあたって、工法は統一されているので構造材などを統一できればこのコストは安くなる。キッチン、風呂、トイレ、などの住設機器も数種類に決め、棟数拡大のメリットをコストに活かしている。

## (3) 工事では施工をマネジメント

工事(施工)は、工務店に任せるのではない。当社の工事担当者が基礎、大工、左官、塗装など、必要な業者を選定して全体を具体的にマネジメントしていく。品質管理、工程管理、安全管理などをきちんと見ていく。当社はPJごとに家作りが異なる。よって、自社でマネージしていく必要があり、工事に責任を持つことによって、コストも安くなり、付加価値のある家作りができる。現場で間取りなどの設計変更も必要に応じて行っていく。

また、建物に対する保証から、第三者機関による工程ごとのチェックが行われ、全ての住宅に保証がついている。

## (4) 販売では仲介業者をサポート

建築確認がとれたところで、仲介業者への営業活動に入る。広告も自社で作る。具体的な顧客への営業は仲介業者に任せる。この仲介業者向けのマーケティングに当たって、既存の広告媒体(マイソクなど)だけでは当社の商品のよさが十分アピールできないので、仲介業者に直接メールで資料を送って説明するというも行っている。

## 請負にも実績とブランドが活きる

請負に参入して急速に実績をあげているのは、3階建てで業界 No.1 になり、いいものを作って売るといふブランドが同業他社に認知されてきたことによる。都心の狭い土地にボリュームのある家を作るといふことが、さほど一般的でなかった。

業者からの注文であろうが、個人の顧客からの注文であろうが、注文を受けて作るという意味で請負である。この注文による住宅作りは創業の頃にはやっていたが、建売分譲住宅に注力するために止めていた。その後、建売分譲住宅の基盤の確保が達成できてきたので、本格的に請負による住宅作りを4年前にスタートしたのである。

もともと、いずれ請負事業をやろうと考えていたが、リーマンショックで銀行から資金を借りられなくなり、土地の仕入を計画通りすすめることが厳しくなったため、将来の生産体制の確保のために、つながりのある施工業者を確保する必要があった。そこで、請負に参入したのである。やってみたら、引き合いが次々ときた。当社の家作りは同業他社に評価されていたのである。プランやノウハウが流出するのではないかという懸念もあったが、とにかく仕事を確保したかった。参入してみて、ノウハウの流出がさほどでもないことや、同社の建築コストでは他社が作れないことがより明確になった。

## 独自のサンファースト工法

これは当社のネーミングである。木造の在来工法とツーバイフォー(2×4)工法の良いところをミックスした工法である。ポイントはカワダ式羽子板(はごいた)ボルトを使っていることである。木と木を組んで止める時に普通のボルトではなく、ばね付きボルトを使う。業界では、神戸の震災(阪神淡路大震災)の時に木材の接合部分が外れてしまうということが起きた。ふつうのボルトだと、木は生き物なので、伸縮する可能性がある。これをばね式のボルトでゆがみが出ないようにする。3階建て住宅ではこのボルトは300個程度使用する。このカワダ式羽子板ボルトは1個200~250円と通常の5倍以上する。コストが高くなっても地震に強い強度を保つとして利用している。

前期末では正社員257人中、設計工事に136人が属している。今年の新卒は20人ほど入り、うち15名が建築関係である。当社に入ると若い時から家づくりに具体的に関われるので仕事が面白いうえ、仕事を任せられるので、人材が早く育つ。

## 3. 当面の業績 ピーク利益の更新が続く

### 前2011年8月期は震災の影響を克服し、過去最高の業績を達成

リーマンショックの後の2年は、業界が厳しくなる中で、当社は有利な土地の仕入れ、建築コストで事業を展開することができ、従来水準を大きく上回る収益力を実現し、過去

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

最高の業績を上げた。

### 業績の推移

(百万円、%)

	2009.8	2010.8	2011.8
売上高	29114	30124	37784
粗利益	4007 [13.8]	6863 [22.8]	7759 [20.5]
営業利益	2221 [7.6]	4734 [15.7]	5143 [13.6]
経常利益	1992 [6.8]	4468 [14.8]	4813 [12.7]

(注)カッコ内は対売上比の利益率

前期は、売上高 378 億円 (同+25%)、営業利益 51 億円 (同+9%) 経常利益 48 億円 (同+8%)、当期純利益 27 億円 (同+17%) となった。建売は 775 件、333 億円を売上げ、そのうち 3 階建は 559 棟と全体の 7 割を占めた。請負は 432 件を受注と好調であったが、引き渡しは 248 件 (前期 284 件) に留まった。工事のずれ込みが影響している。賃貸マンションは 6 棟 79 戸を購入し、順調である。23 区内の件数が増えているので、建築単価はアップしてきている。

### バランスシートの状況

(百万円、%)

	2009.8	2010.8	2011.8
流動資産	11453	19842	23488
現預金	3745	6157	6146
販売用不動産	1983	1603	2692
仕掛り販売用不動産	4851	10914	12696
固定資産	5435	6926	8761
有形固定資産	4776	5840	7260
建物	2740	2851	3643
土地	2432	3471	4239
資産合計	16888	26769	32250
流動負債	8200	15693	17021
短期借入金	4145	9057	9369
長期借入金(1年以内)	725	495	795
社債(1年以内)	292	224	244
固定負債	2131	2338	3949
社債	981	1327	1414
長期借入金	811	634	1966
純資産	6556	8738	11279
有利子負債	6955	11740	13791
有利子負債比率	41.2	43.9	42.8

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

バランスシートでは、総資産が32250百万円で前年度比+5482百万円となったが、この内訳では、棚卸資産が+3729百万円となり、これに対応して負債が+2939百万円となった。自己資本比率35.0%（同32.6%）と改善した。

キャッシュ・フロー（CF）をみると、営業CFはマイナスとなっているが、これは土地の仕入れに伴うものである。投資CFの増加（-1846百万円）は賃貸マンションの購入による。

### キャッシュ・フロー計算書

	(百万円)	
	2010.8	2011.8
営業キャッシュ・フロー	-406	-57
税引後利益	2985	2352
棚卸資産増減	-5666	-3730
仕入れ債務増減	1699	1089
投資キャッシュ・フロー	-1845	-1846
有形固定資産取得	-1418	-2133
財務キャッシュ・フロー	4676	1898
短期借入金（ネット増）	4912	321
長期借入金（ネット増減）	-407	1630
現金・同等物期末残高	6148	6137

### 今2012年8月期の2Q累計は減益となる

前期は、下期に大震災の影響が出たが、今期も工期の遅れや資材のコストアップが響いている。復興需要の増加に伴い東北地域に人手がとられており、その影響が今期にも多少波及している。

2012年8月期の2Q累計（上期）は、売上高は前年同期比で+24.3%と伸びたものの、営業利益は同-7.1%、経常利益は同-9.1%と減少した。これは主力の不動産販売（建売分譲住宅）の粗利が前々期の23.6%、前期の21.1%に比べて、今上期は17.0%に低下したことによる。

今上期は事業のコアである分譲が造成工事（整地）の遅れや震災復興に伴う職人の不足などによって完成に遅れが生じ、販売にも影響がでた。一方、請負は伸びており、その中の注文住宅も好調である。賃貸も高利回りが確保できる物件が取得できており、順調である。

顧客の行動には変化がみられる。建売住宅は顧客のニーズを見込んで会社側が建てる。それを販売するので、企画力の差がユーザーへの訴求力となって現れる。これまで、当社の顧客は住宅が完成して分譲される前に早々に契約を決めてしまう人がほとんどであったが、震災後はできた住宅をみてから購入を決めたいという層が増えてきた。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

分譲の粗利率の17%台は当初の予算レベルは確保しているが、前年同期に比べると低下している。当社の住宅への人気は高いが、競争面では従来に比して値引き幅がやや高まっている。セグメント別にみると、不動産販売は396棟（前年同期比+19.6%）で、1棟当たりの粗利益は716百万円（同929百万円）であった。不動産請負の販売は217棟（同+110.6%）と大幅に増えており、1棟当たりの粗利益は220百万円（同250百万円）であった。1棟当たりの粗利益は、同業者からの受注が増加しているため減少している。不動産の賃貸収入事業は4棟増えて、戸数が1115戸（同869戸）となり、粗利益率も65.9%（同64.2%）へ向上した。

### 2Q累計のセグメント別業績

(百万円、%)

	2010.8(2Q)	2011.8(2Q)
<b>不動産販売(分譲)</b>		
売上高	14552	16707
粗利益	3074	2835
同率	21.1	17.0
営業利益	2275	1897
同率	15.6	11.3
<b>不動産請負</b>		
売上高	1481	3170
粗利益	263	480
同率	17.8	15.1
営業利益	183	301
同率	12.3	9.4
<b>賃貸収入</b>		
売上高	391	539
粗利益	251	355
同率	64.2	65.9
営業利益	185	305
同率	47.4	56.6
<b>全社費用</b>	-270	-298
<b>合計</b>		
売上高	16424	20417
粗利益	3587	3670
同率	21.8	18.0
営業利益	2374	2206
同率	14.4	10.8

(注)同率は売上高粗利益率、売上高営業利益率

不動産販売の価格、コストをみると、1棟当たりの平均販価は4219万円（前年同期比-177万円）、1棟当たりの平均原価は3500万円（同+30万円）であった。1棟あたりの粗利は716万円（同-213万円）であるから、プロダクトミックスの変化はあるにせよ、この上期でみると、コストアップのマイナス分よりは価格値下がりの影響の方が大きかった。1棟当

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

りの土地販価は2260万円(同+20万円)、1棟当りの建物原価は1210万円(-10万円)であった。原価の中で材料費はアップしているが、経費その他のところで吸収できた。

不動産請負の方は、1棟当りの受注価格が1460万円(同+23万円)に対して、建物原価が1240万円(同+60万円)となり、1棟当りの粗利は220万円(同-30万円)となった。これは、追加工事売上の増加に伴う建物原価がアップした影響が出ている。

販管費は、対売上比でみて十分コントロールされている。売上高販売比率は7.2%(同7.4%)とやや低下している。人員は305人で1年前に比べ76人ほど増えているが、これは将来への人材確保である。

### 1棟当たり粗利益の状況

(万円/棟)

	2010.8(2Q)	2011.8(2Q)	2012.8(2Q)
<b>不動産販売(分譲建売)</b>			
販売戸数	247	331	396
1棟当たり平均販売価格	4010	4396	4219
1棟当たり平均販売原価	3060	3470	3500
土地原価	1880	2240	2260
建物原価	1170	1220	1210
1棟当たり平均粗利益	948	929	716
<b>不動産請負(請負注文)</b>			
引渡戸数	119	103	217
1棟当たり平均受注価格	1482	1437	1460
1棟当たり平均建物原価	1160	1180	1240
1棟当たり平均粗利益	320	250	220

(注)分譲と請負の1棟当たり平均建物原価はほぼ同水準  
粗利益の差は土地原価に由来

後半に取り戻すとしても、2012年8月期の会社計画達成はやや厳しい

今期の会社側予算は、粗利率を17.5%にしている。リーマンショック前は17%台で推移しており、それがリーマンショックで12%台に落ちた。ここで、土地が値下がりしたので、安く仕入れることが出来た。その効果もあって、前期までの2年間は20%を超える粗利率が確保できた。それが、今期から平常ベースに戻るという見方である。

工期が順調に進めば、当初の売上げは達成できよう。会社側では、多少の遅れがあっても当初計画を達成すべく取り組んでいるが、下期の業績については会社計画をやや下回る可能性がある。

遅れについては、スケジュールがしっかり組んであるので、最初の造成が遅れると、そのズレが次の工程にも影響する。ゆとりのある時ならよいが、人材確保がタイトであるため、ズレ込みがトータルで工事の遅れとなってしまう。

工期の遅れについては、最初の造成がなかなか読めなかった。それが終われば通常通り4カ月で完成できる。遅れについては、震災の影響で今年の3月以降しばらくストップした

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

影響が出ており、現在は施工業者・職人の人手不足も生じている。しかし、スケジュールは次第に読めるようになってきたので、今夏以降についてはさほど心配はない。

売れ行きについては、前年同期よりはマーケットに供給過剰感はあるが、早期販売はできているので不安はない。ただし、一部に販促や値引きもあるので、かつてのような高採算を確保するのは難しい。マンションは3月に完成したので、4~5月で販売する。名古屋については、今期に20~30棟は販売できよう。土地の仕入れも順調に進んでいる。通期の粗利益率も17%台はキープできよう。

### セグメント別業績予想

(百万円、%)

	2010.8	2011.8	2012.8(計画)	2012.8(予)
<b>不動産販売(分譲)</b>				
売上高	25213	33350	45700	44000
営業利益	4025	4933	6200	5300
同率	16.0	14.8	13.6	12.0
マンション販売売上	0	0	1700	1700
<b>不動産請負</b>				
売上高	4200	3578	5200	6500
営業利益	687	369	520	650
同率	16.4	10.3	10.0	10.0
<b>賃貸収入</b>				
売上高	711	857	1000	1100
営業利益	341	435	480	650
同率	48.0	50.8	48.6	59.9
<b>全社費用</b>	-319	-594	-751	-750
<b>合計</b>				
売上高	30125	37785	53662	53300
営業利益	4734	5144	6449	5850
同率	15.7	13.6	12.0	11.0

(注)計画は会社計画、予はアナリスト予想。同率は売上高営業利益率  
マンション販売は2012.8期より開始

当社は完成したものは、4か月以内に完売する方針である。売れ残りそうならば値段を下げてでも売ってしまい在庫は長くもたない。今のところ大幅な値引きをして売らなければならないような物件はないので、概ね順調である。

マンションは1棟48戸で完売すれば売上高17億円程度となる。セグメントでは不動産販売事業に入る。価格は3600~4000万円程度である。もしここに戸建て住宅を建てるとすると、25棟で4500万円程度となる。土地の有効利用という点でどちらにも裁量できるので

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ある。マンションの粗利率は分譲に劣ることはないので、採算面では十分分譲に対応できよう。マンションについては拡大する方針なので、来期には2~3棟が実現されよう。アセット事業課には、マンション専用のスタッフも配置したので、拡大のスタートは切った。

分譲は予定通り完成してくるが、工期の遅れから、販売の都合上、やや来期にずれ込むことも考えられる。一方、請負は予想を上回って好調であり、この分は上乘せとなるので、分譲の遅れの分をカバーすることになろう。賃貸マンションも予定を上回っているので、やや上乘せとなろう。全体で見ると、今期の会社計画である売上高 536 億円、経常利益 60 億円にはやや届かないとしても、売上高で 533 億円、営業利益で 58.5 億円程度は十分確保でき、ピーク利益の更新を続けよう。

#### 4. 中期経営計画 住宅総合生産企業「ハウジング デベコン」を推進

##### 住宅総合生産企業「ハウジング デベコン」として、一貫したバリューチェーンを構築

当社は、住宅総合生産企業を目指す。これを「ハウジング デベコン」と名付けた。建売分譲住宅で培った強みは、自ら土地を仕入れ、自ら設計して、自ら工事監理をして、自らアフターメンテを実施する。オンリーワンの家作りには住宅供給の一連のプロセス（バリューチェーン）のすべてに直接関わり、自らコントロール（管理）することを基本とする。住宅について、そのプロセスのすべてに携わっている企業は少ない。何らかの分業、アウトソーシングをしているのが普通である。これに対して当社は、分譲、請負、戸建て、マンション、木造、賃貸など、その形態に関わらず、住宅の価値を創造するコアのプロセスは自ら関わっていくことを基本方針とする。住宅（ハウジング）と開発（デベロッパー）、建設（コンストラクション）をまとめて担っていくという意味で、ハウジングデベコンという。

都市型3階建てで、シェア10%をとっていく方針である。名古屋でも好スタートを切った。アセット事業（賃貸マンションと分譲マンション）では、今回、江戸川区でマンションを初めて販売したが、今後は分譲の供給エリアである東京、埼玉、千葉、神奈川で分譲マンションを手掛けていく。マンションにおいても、設計、施工はいずれ自社で行っていく方針である。賃貸マンションについては、キャッシュ・フローで10年以内に回収できること、実質利回りで12%を確保できることを条件に投資している。今回の4棟はいずれもその条件を満たしている。

今上期に、市川支店の管轄にあった足立営業所を支店に昇格させた。支店というのは年間200棟の販売ができる体制にあるということの意味する。現在は、本店、市川、浦和、足立、横浜、名古屋の6支店体制と1営業所（溝の口）である。また、住宅営業課は、今上期に住宅営業部に昇格し、1営業所（城東営業所）を新設した。

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

当社が戸建て住宅の施工で工務店任せにしない、あるいは今後拡大する予定であるマンションの施工でゼネコン任せにしないのは、創業からの方針に従っている。小池社長の考えるオンリーワンの家作りには、自らすべてに関わる事が欠かせないからである。

### 長期目標

(億円、戸)

	現在(2011.8)		将来(5年後)	
	売上高	戸数	売上高	戸数
不動産販売(分譲)				
首都圏	333	775	548	1320
中部・関西	0	0	105	300
不動産請負(注文)	36	248	150	500
アセット事業				
賃貸マンション	9	905	15	1500
マンション分譲	0	0	183	1000
合計	378		1000	

(注)分譲は戸数、賃貸は室数

将来は不動産販売65%、不動産請負15%、アセット事業25%  
の売上高構成比にもっていく方針

### 中期的な経営の方向

中期経営の進め方としては、1年先、2年先はかなり具体的に策定し、3年目は次の方向性を示すというパターンである。これを毎年ローリングしていく。小池社長の思いは、将来は売上で1000億円、経常利益で100億円の企業に成長させていくことにある。現在の2倍強の規模であるが、このレベルに持っていく道筋は十分可能である。

1つは、現在主力の事業である木造3階建ての建売分譲を着実に伸ばすことである。首都圏のマーケットはまだ相当ある。さらに名阪へ進出する。まず名古屋に拠点を作った。名古屋に木造3階建てはほとんどない。中心地に近いところで3000万円台(東京より1000万円ほど安い)の家が持てるという点では、一定のニーズがあると見ている。

2つは請負事業の拡大である。リーマンショック後はまず請負事業に本格的に進出し、同業他社からの受注が急増した。今後は個人からの注文住宅に力を入れていく。荒川区、江東区、葛飾区、などは、戦中の火災に遭わず、そのままの形で住宅街が数多く残っている。ここで建て替えたいというニーズはかなりあるはずである。こうした建て替えを提案できる会社は少ない。狭いところに上手く建て替えて、住宅を安いコストで建築するというノウハウやモデルがないからである。

東京都23区及び隣接するエリアでは、建売分譲事業と請負事業にはシナジー(相乗効果)が働く。土地情報の活かし方、客はどのように建て替えたいか、それを自分でやるのか業

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

者に任せるのか、分譲にするか、注文にするかなど、当社の人材のうまい活用、交流が可能である。小池社長は、このシナジーを活かしていけば、粗利率は十分上げていけると読んでいる。

3つ目は分譲マンションへの進出である。マンションでもオンリーワンを重視したマンション作りを狙っている。すでに1棟が完成した。今期より賃貸課から名称変更し、アセット事業課となっているが、ここで実績を作っていく。マンション内の間取りにさほど違いはないが、マンションの外装ではかなりデザイン性を追求していく。

### 事業分野を広げていく方針

当社のビジネスモデルは、建売分譲、注文請負、アセット事業（今期から賃貸をアセット事業に名称変更）の分野で特色を出している。建売、請負の木造3階建の戸建て住宅では、技術、設計、コスト面において他社の追随を許さない。構造計算をしっかりと行って、自由な設計で個性ある家を低コストで作っていく。アセット事業では、ネットで10%の利回りを確保できる賃貸物件に絞って投資をしている。

建売は完成してから1カ月以内に販売契約を結ぶものが70%と高い。しっかり企画して作り込むので、すぐに売れてしまう。23区内に15~20坪の敷地に3~4LDKの家を4000万円台で建てる。年収530万円ですぐの家がもてる。他社ではこのようなタイプの家はなかなか作れないからである。

これまでは、年間1000棟の家を供給しようというのを目標にしてきたが、前期（2011年8月期）で1023棟を達成した。次は、年商1000億円を目標にしようというのが、定量的な目標である。

長期計画では年商1000億円を目指す、3カ年計画ではまず700億円を目指す。年商1000億円の売上構成イメージは、首都圏での戸建て分譲が548億円、中部・関西の戸建て分譲で105億円、マンション分譲で183億円、請負で150億円、賃貸アセットで15億円という内訳である。

首都圏の戸建て分譲は、これまで培ってきた力を活かして、着実に伸ばしていく。新規としては、今期から進出する名古屋で、東京23区内と同じように中心地に近い立地で、木造3階建てに挑戦する。名古屋の次は大阪をターゲットにしようとしている。

請負は当社の評判を頼りに、3階木造の戸建てを建ててほしいという依頼と、個別の依頼からの注文住宅である。

マンション分譲は、今期から始まった。仕入れる土地によってはマンションに適した土地もある。まずは江戸川区平井で3800百万円程度のマンションを分譲した。さらに、第2弾を販売する予定である。外装を独自のタイル張りにして、個性的なマンションの象徴にする。オンリーワンのマンション作りとして、オリジナルなタイルを開発し、これを利用していく。窯元と個別に焼いていくので、同じものはない。

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

3カ年計画の売上高 530 億円、600 億円、700 億円というイメージは、実際にはこれより加速するので、年商 1000 億円という目標も 5 年もかからずに達成出来よう。

小池社長の考えでは、分譲は現状の 700 棟を 1300 棟にもっていく。6 支店体制及び 1 営業所で、1 支店 220 棟とすれば達成できる。本店、市川、浦和支店は、年間 200 棟をこなしている。横浜、足立、溝の口がどこまで底上げできるかにかかっている。注文は現在の 400 棟を 1000 棟にもっていく。年 100 棟ペースで請負を増やしていく方針である。マンションは 50 戸を 5 年後に 500 戸にもっていく。

名古屋、大阪では、300 棟、1 戸 3500 万円として、100 億円は達成したいと考えている。もし、名古屋、大阪でのビジネス拡大のピッチが多少思うようでなかったとしても、情報収集拠点として活用し、アセットビジネスに活用していく。名古屋に 3 階建ての木造住宅はほとんどないが、ここに新しい文化を作ればと考えている。

名古屋への展開は順調である。今期は 20~30 棟の販売を目標としているが、そのための仕込みは終えた。3 月の 2 棟から販売、引き渡しが始まっている。名古屋の中心地でも、東京と同じように 3 階建て木造戸建て住宅がほしいという顧客は十分いるということが確認できつつある。名古屋支店は現在 14 名（東京から 6 名転勤、8 名現地採用）だが、今後も現地採用を増やして強化していく。名古屋が上手くいったら、数年後に大阪に進出するという方針である。

#### 中期経営計画

(百万円、%)

	2011.8	2012.8(予)	2013.8(予)	2014.8(予)
売上高	37784	53662	60002	70000
営業利益	5143	6449	7302	8673
経常利益	4813	6005	6704	7951
同率	12.7	11.2	11.1	11.3
当期純利益	2703	3302	3687	4373

(注)同率は、売上高経常利益率

#### 新しいビジネスモデルに挑戦

マンションを手掛ける理由は、建売分譲住宅会社から脱皮したいと考えているからである。当社は、土地仕入から企画し、設計及び施工管理を行っている。こうした総合的に住宅建築に係る事業を行うビジネスモデルをもっている会社は日本にあまりない。デベロッパーは企画中心、ゼネコンは施工中心である。大和ハウス工業や三井不動産とも違う。実需に徹した住宅需要をとらえて、住宅商品として供給する会社として、全ての分野に自社で関わっていくという考えである。

工務店が大きくなったパワービルダーではない。競合企業という点では、一（はじめ）建設を意識しているが、新しいカテゴリーを作って、パワービルダーを否定し、新たなビジネスモデルを構築していくという想いを、小池社長は強く持っている。企画、生産、販

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

売の機能を持ち、オンリーワンの個性ある家を提供する。オーダーメイドを限りなく追求していく。実需が伴うアセットビジネスにも力を入れる。

新しいビジネスモデルを作るべく、社員研修に力をいれていく。学ぶべき企業は、ウォルト・ディズニーであると、小池社長はいう。ディズニーでは、夢をかたちに、笑顔とあいさつ、9割のキャスト（アルバイト）が本気で楽しく働いている。当社も質を追求し、提供した住宅を通して、顧客に幸せを提供するという会社になりたいという思いを強く持っている。

今期末で社員は348人（前期257人）、新卒20人をと中途採用で人材は増やしていく計画だ。社員にとってのモチベーションは“創造する喜び”である。そのために、自ら考えることができる人材にする。その仕掛け作りに社長は力を入れている。

小池社長は、幼いころから家の絵を描くことが大好きで、デザインには誰よりもこだわっている。しかし、社長自分が決めるのではなく、社員一人一人が、お客様に喜んでもらえる家を自分で提案し、一緒に作っていく喜びを味わってほしいと願っている。マンションも箱を作るのではなく、独自の住空間を提供するという考えだ。

### 成長の原動力は人財の育成

人材の強化については、2012年8月末で、中途採用70人、新卒20人を計画しているが、中途採用をもう少し増やす方向にある。東証2部に上場して、人材は採り易くなっている。設計中心の人材強化だが、2年後の戦力化を見込んで力を入れている。

最大の課題は社員教育である。ディズニーの社員のように、喜々としてオンリーワンの家作りに貢献できる人材（人財）を作っていく。人財が育っていけば長期計画は実現できると読んでいる。当社は、個性ある家づくりを目指しているので、1戸1戸に手間がかかる。ついでには人財が必要であり、その教育に力を入れている。新卒を採り始めて5年、独自の研修システムも作って、人が育っている。

当社の成長の原動力は、人が育ってきたことによる。千葉理恵取締役は、小池社長が当社を創業した時の3人のメンバーの1人で設計工事部長として、設計工事部門の責任者を務めている。小池専務は、小池社長とは同姓だが何の姻戚でもなく、本店営業部長として、営業を統括している。

小池社長の創業の精神、経営の考え方を理解し、実行できる支店長、部長クラスが増えてきた。オンデマンドの家づくりで成長を続けるには、朝まで平気で議論するような社員のモチベーションを大事にしていく考えである。広い間取りの工夫、より使い易い個性的な家づくりにもっとアイデアを出せ、あきらめるな、という心構えで取り組んでいる。

### 地域密着型の開発営業

当社は1993年に東京の西荻窪でスタートしたが、初めての支店は11年後の2004年に千

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

葉県の市川市に出した。本社からの営業だけではなく、地域密着型の営業を展開するには支店が必要である。

市川支店の宮本支店長は、新しい土地を仕入れて建売分譲住宅事業を展開する場合、そのプロジェクトの会議に何時間でも時間をかけて徹底的に議論をして、アイデアを詰めていく。こうしたプロジェクトの1つ1つの積み重ねが人を育てていくと、小池社長は認識している。

当社のモットーは、新しい土地に1つ1つ違った新しい家を作るという考えである。それを「家づくりの美学」としている。前例に流されて、土地の仕入れから販売までのビジネスプロセスが単に作業になってしまえば、社員は十分に考えなくなる。それではオンリーワンの家作りはできない。

不動産はエリア性（地域性）が強いので地元密着型の家づくり、マーケティングが必要である。その点では、支店網が重要な役割を果たす。市川に始まり、浦和、横浜と支店を作った。1支店、年間200棟を目途としており、それより販売が増えていく場合は次の支店を考える。足立営業所は市川支店の出先としてスタートし、現在は支店となっている。2011年6月に新設した溝の口営業所は横浜支店の出先である。支店は部で、営業所は課に相当する。営業所が大きくなってくれば支店に格上げになる。

2011年9月の組織改正で、さらなる請負事業の拡大を目指し、住宅営業課は住宅営業部となり、管掌として城東営業所を出店している。

### 都心の潜在市場はまだ大きい

首都圏の木造3階建て分譲マーケットは1万棟くらいある。1都3県の分譲住宅は6万棟弱、注文住宅は7万棟という状況である。当社はまだ年間1000棟である。しかも、分譲5万棟の内、家賃見合いで魅力ある戸建て住宅が買えるということに十分気づいていない顧客も多い。ここを掘り起こしていけば潜在マーケットはさらに増えよう。

家賃と同じレベルで家が買える、今住んでいる便利なところから離れたくない、という客は多い。マンション派と戸建て派で市場は少し異なる。マンションがいいと言う人もいれば、戸建てがいいと言う人もいるので、ここで競合というのはさほど強くない。年収500~600万円の35~40歳の層が自らの将来について展望を持てるかどうかがかぎである。

請負の同業というのは、300社くらいあるが、そこが当社に依頼してくるようになったのである。当社の同じレベルで競争できる同業他社は少ない。

### ヤマダ電機傘下のエス・バイ・エルとパネル工法で連携

エス・バイ・エルとの協業では、当社の工法とは別に、パネル工法が取り入れられないかを検討している。当社が目指す「ハウジング デベコン」という概念には、住宅を建築する新しい工法も必要であるとの認識で、引き続き研究を続けていく。

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

当社の木造軸組による工法は、狭い敷地や都心部のように住居が隣接しているエリアでは、自由な間取りや空間が設計できるので、当社の得意とする15坪前後の狭小地で快適な住宅を提供でき、大手の住宅メーカーと差別化されている。しかし、確認審査などに時間を要する。そこで、ヤマダ電機の傘下に入ったエス・バイ・エルと共同で狭小地の工法についての研究を続けている。今後は、都心型スマートハウスという住宅も考えられるかもしれない。

## 業績は一段と向上

土地の仕入れについて、現状では問題がない。資材についても輸入に頼らなくて大丈夫である。高い利益率が確保できる理由は、売上高粗利益率にある。リーマンショックで多くの建設業者は資金繰りが苦しくなった。銀行の貸出の態度も厳しくなり、2009年は厳しい業界環境となった。倒産も続出した。ひいては、土地が安くなり、購入しやすくなったのである。土地は18%前後下落した。中小の戸建業者も撤退を余儀なくされて、競争が弱まった。同業他社が淘汰される中、地価も同時に下落していたので、同社は、購買ニーズの高い価格の企画が可能であれば積極的に土地は仕入れる。地価が下がり、価格が下がった住宅への住宅購買層のニーズが増加し、2010年8月期には一気に効果をあげた。この間、当社の実力も大きく向上した。

2012年8月期以降は経常利益で60~80億円が見込めるので、目標の100億円に向けて展開を増している。当社の住宅の生産キャパシティは、現在当初引渡計画の1481棟はもちろん、潜在能力としては、2500棟までできる体制となっている。現在、481社の施工業者と契約しており、継続的に100社以上を使っている。

現状のビジネスの延長でも売上高700~800億円で経常利益90~100億円が射程にあるが、上記の新しい分野が加わってくると、売上高で1000億円、経常利益100~150億円も視野に入ってくる。

## 5. 企業評価 差別化戦略で名阪の市場開拓に挑戦

### 若手を活かす、差別化戦略の徹底に注目

当社は家づくりに関しては相当なこだわりをもっている。しかも徹底した差別化戦略をとっている。若手の人材を育てて、戦力化している。特定のセグメントでニーズを掘り起こし、競争優位に立っていく経営戦略は注目に値しよう。

コスト競争力とブランド力を武器に、東京都心で市場を開拓できる。それに加えて、大阪、名古屋への進出を狙っており、分譲マンションでもオンリーワンのマンション作りに挑戦しようとしている。当社のニッチ戦略がどこまで広がりを持ってくるかが成功のカギ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

である。それには管理職層のマネジメント力の強化が求められる。ポテンシャルは十分有しているが、その実現には一定の努力を要するので、企業評価はBとする。(企業評価については表紙を参照)

2011年8月4日に東証2部に上場したが、株価はしばらく落ち着いていた。その後、当社の連続増益、割安性、分割による流動性などが注目され、株価はかなり上昇した。しかし、1Qの決算(1月10日発表)が前年同期比で大幅な減益となったので、株価もそれに反応した。しかし、目先の乱降下に捉われることなく、もう一度当社のファンダメンタルズ(業績を支える仕組み)を確認する必要がある。

業績の基本的な見方は変わっていない。前年同期との比較では、かつての安く仕入れた土地の活用による分譲は一巡しているため、当社の粗利率は平常ベースに戻っている。リーマンショック時に地価が下がったところを上手く仕入れたプラス効果は前期までであった。今期からは平常ベースにもどるのであるが、それはほぼ予定通りであり、2Q累計が減益になったからといって、当社のビジネスモデルに変化が出たわけではない。

4月23日時点の株価をベースにすると、PBRが1.36倍、ROEが24.7%、PERが5.5倍、配当利回りが2.0%である。PERがかなり低い。今の収益力の持続性や、今後の成長性についてまだ十分認識されていない可能性がある。小池社長の持ち株比率は69.3%まで下げているが、流動性、配当の魅力という点でさらなる改善が望まれる。2011年11月末に1:2の株式分割を実施したので、流動性は改善されている。今後、経常利益100億円に向けての戦略が実効性を伴って見えてくれば、株式市場での当社の評価は大きく高まっていくものと期待される。

## 1 部上場を目指す

東証2部上場して、社員が変化した。昨年8月にはTVでかなり集中的にCMを放映し、知名度も上がった。ブランドの向上という点で、当社は今期からサッカーJリーグ横浜マリノスのスポンサーになった。事業を関東の首都圏から名古屋へ拡大しており、賃貸マンションは全国で手掛けている。三栄建築設計というブランドを全国的に知らしめる作戦として、サッカーのユニフォームに社名を載せることを決めた。

2月末の株主数は3163人まで増えた。1部上場基準を満たすには、オーナーの持株比率を65%未満(現在69%)まで下げる必要がある。業績が順調に拡大できるという自信を持ったタイミングで何らかの手が打たれることになろう。売り出しや公募増資などの手立てが考えられる。業績は拡大局面にあるので、4%分程度のファイナンスは十分吸収していけるので、少し長い時間でみれば、需給や希薄化(ダイリューション)の面からみて大きな問題ではない。いずれ1部上場が実現することになろう。