

3228 三栄建築設計

～都心型3階建て木造住宅で業界トップ、攻めの局面に入る～

2015年5月12日

東証1部

ポイント

・2015年8月期は2年ぶりにピーク利益を更新するものと予想する。上期は経常利益で前年同期比-31%減となったが、仕込みはできているので、通期では会社計画通りに進捗しよう。前年度は不祥事の影響もあり販売を優先したので、土地の仕入れが遅れ気味となった。その影響が上期に出たが、課題も前期で総て落着しており、今期からはフル回転で攻めに向かっている。

・2013年5月に、金融庁の証券取引等監視委員会の調査が始まったが、小池社長に対する相場操縦などの嫌疑は、結果として問題とされなかった。ただし、その過程で社長の名義貸しが発覚し、これが法令違反に問われた。すべてに対して真摯に対応したので、課徴金の支払いで事態は収まった。社外取締役を2名入れてガバナンス体制を強化し、2015年8月期より小池社長も経営に専念できるようになった。

・当社は、東京23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1400棟を供給する実績を作り、仲介業者からも評価されるブランド力を付けてきた。

・売上高1000億円に向けて、次なる戦略も打ち始めた。本体とは別の発想で、事業ポートフォリオを広げている。郊外エリアに2階建ての戸建て住宅を建てていくために、子会社「三建アーキテクト」が活動を広げている。2×4(ツーバイフォー)工法で、年収350～400万円の若い世代に3000万円程度の戸建分譲住宅を提供しようというものである。また、関西への進出を図る拠点作りとして、京都のシード平和(コード1739、ジャスダック上場)に資本参加し、子会社化した。ここも黒字化してきたので、いい方向にある。

・中期的には売上高1000億円、経常利益100億円を目指しているが、その方向に向かって進むことができよう。課題は、当社の個性をニッチな市場戦略にうまく活かすことができるか。この戦略作りが注目される。当面の業績は好調でROEも17%と高い。会社のサステナビリティが認知されれば、株式市場での評価は大きく好転しよう。

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 東京 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が向上
3. 課題 証券取引等監査委員会への対応～2014 年 8 月期で落着
4. 中期経営方針 三建アーキテクトとシード平和の展開に注目
5. 当面の業績 2 年ぶりにピーク利益を更新へ
6. 企業評価 個性の差別化をいかに追求するか

企業レーティング B

株価 (15 年 5 月 12 日) 926 円 時価総額 196 億円 (21.22 百万株)
PBR 0.90 倍 ROE 17.1% PER 5.3 倍 配当利回り 2.1%

(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
2009.8	29114	2220	1992	1043	49.2	5.0
2010.8	30123	4734	4468	2312	109.0	7.5
2011.8	37784	5143	4813	2703	127.4	15.0
2012.8	48634	5318	4895	2725	128.4	22.5
2013.8	51151	6027	5651	3340	157.5	19.5
2014.8	52927	4603	4452	2549	120.2	19.5
2015.8 (予)	65700	6100	5850	3710	174.9	19.5
2016.8 (予)	77000	7500	7250	4600	216.8	25.0

(15.2 ベース)

総資産 43617 百万円 純資産 21755 百万円 自己資本比率 49.1%

BPS 1025.4 円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。2012.8 期までは単体決算、2013.8 期からは連結決算。2010 年 3 月に 1:200、2011 年 2 月で 1:2、2011 年 11 月に 1:2 の株式分割を実施。2012.8 期の配当は、1 部上場記念配 5 円分を含む。2012 年 8 月に 2.3 百万株のファイナンスを実施(10.8%の希薄化)。2012.8 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 東京 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 22 年前の 1993 年に三栄建築設計を創業し、現在 45 歳である。3 人で立ち上げた会社は、従業員が 370 人（グループ会社全体で 440 人）と着実に増えている。

当社は、1) 不動産販売事業（建売分譲住宅及びマンション）、2) 不動産請負事業（住宅の請負）、3) 賃貸収入事業（マンション・アパート・事務所ビルの賃貸）、という 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他、マンションを手掛ける。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。現在、個人からの注文建築の比率は 2 割程度である。

賃貸収入は、マンション等を 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。

創業以来の主力は住宅の不動産販売事業（建売分譲事業）である。この不動産販売事業で、「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。首都圏の木造 3 階建て 1.2 万件中、当社は 1000 件で、シェアは 8% である。

事業内容

(億円)

	2014.8期		事業内容	事業主体
	売上高	利益		
不動産販売事業	414	42	戸建分譲の開発、個人向け住宅の建売マンションの販売 首都圏エリア、名古屋圏、京都・滋賀・大阪	三栄建築設計(戸建、マンション) 三建アーキテクト(戸建) シード平和(戸建、マンション)
不動産請負事業	93	3	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、京都・滋賀・大阪	三栄建築設計(請負、注文) シード平和(請負、注文)
賃貸収入事業	20	8	事業用、住居用マンション不動産の賃貸 全国主要都市	三栄建築設計 シード平和
合計	529	54		

(注) 利益はセグメント利益

東京 23 区をメインのテリトリーとし、ここでの売上げが 6~7 割を占める。土地は狭い

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。

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4000万円台で販売する。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て住宅が持てるというのが購入のしやすさにつながっている。①家賃で家が買える、②敷地が狭くても、自社の設計・施工管理で建てるので、広い居住スペースや間取りが確保されている、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。

当社の住宅販売戸数の推移

	2007.8	2008.8	2010	2010.8	2012	2012.8	2013.8	2014.8
総販売戸数	484	633	784	888	1023	1435	1511	1445
戸建分譲	484	633	732	604	775	971	1049	1007
マンション分譲	—	—	—	—	—	40	57	74
請負	—	—	52	284	248	424	405	364

小池社長の思い

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である。

当社グループの主要企業

会社名	本社所在地	従業員 (人)	主要事業
三栄建築設計	東京都杉並区	365	不動産販売、請負、賃貸
三建アーキテクト	埼玉県川口市	20	不動産販売
シード平和	京都府京都市	50	不動産請負

請負でも高評価

住宅の請負（不動産請負事業）は、この事業に参入して7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た。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った建売の場合、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

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。

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。

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一定以上確保できそうなものに限って購入している。利回りが多少低くても、積極的に案件をとっていくという姿勢ではない。現在 2100 室を保有している。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。

2015 年 2 月末の総資産は連結で 436 億円、純資産は 217 億円で、自己資本比率は 49.1% 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。

支店の拡大とともに、エリア深耕を図る

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。

当社はそ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。事業は着実に拡大し、木造 3 階建てでは既に業界のリーディングカンパニーとなっている。当社の住宅への認知度は支店の拡大と伴に向上し、経常利益は 10~20 億円というゾーンから、40~50 億円というレベルに上がったのである。

業績の推移

(百万円、%)

	2009.8	2010.8	2011.8	2012.8	2013.8	2014.8
売上高	29114	30124	37784	48634	51151	52927
粗利益	4007 [13.8]	6863 [22.8]	7759 [20.5]	8553 [17.6]	9714 [19.0]	8482 [16.0]
営業利益	2221 [7.6]	4734 [15.7]	5143 [13.6]	5318 [10.9]	6027 [11.8]	4603 [8.7]
経常利益	1992 [6.8]	4468 [14.8]	4813 [12.7]	4895 [10.1]	5651 [11.0]	4452 [8.4]

(注)カッコ内は対売上比の利益率

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。

2012年8月に東証1部、名証1部へ上場指定替えとなった。当社のビジネスの主戦場は東京、首都圏であるから、東証1部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ている。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。

マンション分譲に参入、ブランドはメルディア

2012年8月期から、不動産販売事業においてマンション分譲に参入した。マンションについては、かつて手掛けたことがあり、経験はあった。マンションのブランドは、「メルディア」とした。イタリア語の栄光(メダリア)からイメージし、家を持つことに栄光を感じる住宅という意味を込めた。

分譲マンションについても、企画、デザインを自社で行い、とりわけ外観、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。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向である。

マンションと戸建て分譲は土地情報、土地の仕入れという点でシナジー(相乗効果)がある。やや広めの土地が購入できそうな場合、そこを区割りして戸建分譲にするか、マンションを建てるかという選択ができ、現地のニーズも勘案してビジネスを展開することができる。

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が向上

大手建売分譲戸建業者の中での存在感

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階建てと当社の得意とする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。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点で、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、土地の有効利用とい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ところは少ない。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。

飯田グループホールディングス(コード 3291)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。グループの^{はじめ}一建設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

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。

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。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、土地所有者からの注文で請け負っているため、競合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ので、地価が高い都心部では、第一次取得者はターゲットとしていない。また、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構法であるので、狭小地の設計でのハードルが高く、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。

しかし、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。一方で、当社も都心周辺へ進出しようとしている。双方において、当社にとっての強みをより発揮していくことが求められる。

セグメント別の販売

(件、億円)

	2013.8		2014.8	
	件数	売上高	件数	売上高
不動産販売				
戸建	1049	413	1007	395
マンション	57	18	74	19
不動産請負	405	63	364	93
賃貸収入	2121	16	2118	21

(注) 賃貸収入は保有件数

コスト競争力は高まった

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。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、恵比寿や渋谷で他社では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年を経て、コストの引き下げに成功してきた。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1400棟の住宅建築を手掛けているが、1000棟が分譲であるのに対して、請負が400棟前後である。請負の大半が同業の住宅会社からであり、狭い土地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。

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。

セグメント別の粗利益率(2015.8期2Qの実績)

(百万円、件、百万円/件、%)

	売上高	件数	平均単価	粗利益	粗利益率	平均粗利
不動産販売(シード平和を除く)	16669	422	39.5	2598	15.6	6.2
戸建 三栄建築設計	15306	381	40.2	2423	15.8	6.4
三建アーキテクト	1362	41	33.3	175	12.9	4.2
マンション	0	0	0	0	0	0
不動産請負(シード平和を除く)	2592	163	15.9	352	13.6	2.2
賃貸収入(シード平和を除く)	753			442	58.8	
シード平和	3517			303	8.6	
合計	23533			3697	15.7	

(注)平均単価、平均粗利は1件当たり。粗利率は売上高粗利益率。シード平和は別建て。

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を利用する。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。このうち、アサカワホームを2015年に子会社化したオープンハウス(コード3288)は、競合相手として台頭している、

大手パワービルダーとの違い

建売住宅について、当社とパワービルダーの違いを比較してみる。1) 価格が他社 3000万円台に対して、当社は4000万円台と高い。広さはほぼ同じであるから、高くても当社の付加価値が認知されている。2) 他社の家はパターン化されているのに対して、当社は個性を打ち出している。多彩なデザインでオンリーワンを追求している。3) 他社は郊外で2階建てを主力とし、当社は都内3階建てを得意とする。

葛飾や松戸市など2階建てと3階建てが混在する地域もあるが住み分けはされている。青戸での例をみると、当社の分譲と他の2社の分譲が近くにある地域がある。駅から同じ距離で、坪100~110万円と地価も同じである。他社は2階建てで、当社は3階建て、延べ床面積は当社の方がやや広い。そこでの価格は他社が3600~3800万円に対して、当社は4400万円である。それでも売れている。土地が狭くても、建物は広い、家に個性があるので、高くても売れるのである。

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、分譲の粗利益率に比べれば、請負の粗利益率は低い。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1800万円のもの、当社では1400万円のできる。しかも、内容がよいというので、評価が高まった。

賃貸事業は、2100件を有しており、利回りは高い。粗利率も58%で、毎月安定したキャ

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。

キャッシュ・フローが入ってくるのが魅力である。

キャッシュ・フロー計算書

(百万円)

	2010.8	2011.8	2012.8	2013.8	2014.8
営業キャッシュ・フロー	-406	-57	3714	4106	3001
税引後利益	2985	2352	2783	4004	1472
棚卸資産増減	-5666	-3730	944	-1461	2512
仕入れ債務増減	1699	1089	350	905	-1548
長期未収入金増減	0	0	-623	0	0
投資キャッシュ・フロー	-1845	-1846	-3125	-216	434
有形固定資産取得	-1418	-2133	-2219	-229	-211
無形固定資産取得	-20	-359	-698	-357	-9
財務キャッシュ・フロー	4673	1898	1656	-1289	-5088
短期借入金(ネット増)	4911	321	-1028	-1123	-2997
長期借入金(ネット増減)	-407	1630	1094	-529	-1255
株式発行による収入	0	0	1607	0	0
社債の発行による収入	263	97	0	840	-678
現金・同等物期末残高	6148	6137	8382	10999	9350

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、不動産販売の効率を上げており、その結果として、回転率が上がっている。現在は5カ月で対応できるようになった。つまり、土地の仕入れから販売までの期間を短縮することで、資本効率が上がり、しかも内部資金で賄える範囲が増えてきている。結果として有利子負債比率は下がり、自己資本比率は上がってきている。

バランスシートの状況

(百万円、%)

	2009.8	2010.8	2011.8	2012.8	2013.8	2014.8
流動資産	11453	19842	23488	24972	29356	25244
現預金	3745	6157	6146	8392	11241	9511
販売用不動産	1983	1603	2692	4925	4876	4622
仕掛り販売用不動産	4851	10914	12696	9477	11238	8675
固定資産	5435	6926	8761	12290	14398	13810
有形固定資産	4776	5840	7260	9318	10647	10407
建物	2740	2851	3643	4386	6482	6549
土地	2432	3471	4239	5689	5329	5295
資産合計	16888	26769	32250	37262	43755	39055
流動負債	8200	15693	17021	17198	18957	13448
短期借入金	4145	9057	9369	8341	7497	4499
長期借入金(1年以内)	725	495	795	1308	1247	701
社債(1年以内)	292	224	244	404	678	904
固定負債	2131	2338	3949	4718	6218	4625
社債	981	1327	1414	1529	2231	1326
長期借入金	811	634	1966	2549	2551	1831
純資産	6556	8738	11279	15345	18578	20981
有利子負債	6955	11740	13791	14133	14206	9264
有利子負債比率	41.2	43.9	42.8	37.9	32.4	23.7

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。

家づくりプロジェクトによるチーム制～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、魅力ある建売分譲住宅が可能かなどを吟味する。

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が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。

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。

個別の家によればするほど、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。年間約1400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。

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

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。

住宅に保証がついている。

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。

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本格化させた。

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、当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。

前期末では本体の正社員370人中、設計工事に200人が属している。当社に入ると若い時から家づくりに具体的に关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。

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. 課題 証券取引等監査委員会への対応～2014年8月期で落着

2014年8月期で対応は完了

2015年8月期から小池社長はビジネスに専念できている。金融庁からの調査が全て完了して、当初の嫌疑については特に問題なしとなり、その過程で明らかになった名義貸しについても、全て修正し課徴金を支払った。そして、代表取締役社長として仕事を継続できることになった。

今回の事案は、当初のルール違反について放っておいたことが、大きな疑念にまで至ったという内容である。疑念について特に問題はなかったが、当初のルール違反が罰せられることになった。

決着までの1年半、本業に専念できなかったことは、少なからず事業に影響した。社会的信用についても懸念がもたれたので、会社としてのサステナビリティにも厳しい事態となった。それを乗り切ったので、今後は正々堂々とビジネスを進めることができるようになった。

ガバナンスの改革という点では、2014年11月の株主総会で2名の社外取締役を入れた。船山氏は公認会計士で、金融機関での実務経験もある。湯谷氏はダイヤモンド社の編集長を務めた経験を有し、経済分野に詳しい。

監査法人については、トーマツから優成監査法人に変更した。一連の不祥事が一巡したところでの交替なので、何か問題を残しているわけではない。因みに、子会社のシード平和の監査法人は京都の清友監査法人である。

金融庁の証券取引等監視委員会による課徴金納付命令の勧告は、当社に対して7896万円であった。この支払いは2014年8月に完了している。また、小池社長個人に対する課徴金は41万円であった。東京証券取引所からの上場契約違約金は1000万円であったが、これも2014年8月までに支払っている。これらの会社としての損害については、小池社長より相当分が会社に支払われた。

これまでの経緯

2013年5月の報道から始まった嫌疑は、当初小池社長が関与した相場操作ではいかとみられたが、そうではなかった。次に何らかの偽計による法令違反ではないかとみられたが、それも問題とはされなかった。2014年3月に、証券取引等監視委員会による犯則嫌疑は調査終了となった。この時点で違反はないとはっきりした。

しかし、小池社長の所有株に関する名義貸し(実質は自分の所有なのに、他人名義で所有すること)が法令違反となった。全所有株(67%)の約3%が3名の他人名義になっており、その一部が本人の意思とは全く関係なく一部売買された。

上場来7年間の有価証券報告書に、所有株数に関する虚偽記載があったので、これが法

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。

令違反となった。小池社長への社内処分は役員報酬 30%減額 6 カ月と、これまでに支払った罰則金や弁護士費用などをすべて個人で負担し、会社に支払うこととした。こうした一連の手続きと有報の修正は 2014 年 8 月期をベースにして、全て完了した。

2014 年 11 月の株主総会では、社内のコンプライアンス体制の強化と共に、社外取締役によるガバナンス体制を強化した。上場会社の社長がオーナーである場合、ルール違反がみつけにくいことが多い、悪意があろうがなかろうが、ルールを十分知らずに放っておいたとしても、ルール違反は厳しく問われる。

小池社長は事態を真摯に受け止め、会社は調査に全面的に従い、適切な対応を示した。これによって、社長として経営に専念できる継続性が確保できた。創業者には一代で一定の規模まで育った後、2つの面で躓くことがありうる。1つは、本業の土俵で競争に負けてしまうことである。もう 1 つは、土俵のルール違反で退場を迫られることである。小池社長の場合は、真摯な反省のもとで、オーナー兼経営者として事業継続の責任を担うことができることとなった。次は、本業の土俵でさらなる成長を目指すことである。これまでの 1 年半は、本業に専念できない苦しみもあったが、これからは、再び、本領が発揮されよう。

前期までの 2 年間の事業環境は厳しかった。社長の法令違反が厳しいものになれば、事業の継続に不安が出てくる。関係するステークホルダーには様子をみるどころも出ていた。それでも会社は問題なくマネジメントされていたので、一定の成果を上げることはできた。しかし、本来の攻めはできず、慎重な守りの体制をとっていた面もあった。2015 年 8 月期からは、そういった守りの動きが一扫され、様子をみていたステークホルダーも全て元に戻ってきた。

4. 中期経営方針 三建アーキテクトとシード平和の展開に注目

住宅総合生産企業「ハウジング デベコン」～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ナンスを実施する。

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

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。

ていくという意味で、ハウジングデベコンという。

中期的な経営の方向

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が、これは十分達成可能であろう。

都心23区内の3階建てについては、年間1000棟供給していく体制ができています。ビジネスを5カ月で回転していくことができるようになったので、借入金なしで回っていく体制ができてきた。今後、少子化で住宅需要が減ってくるとしても、都区内の3階建てについては安定した需要が見込めそうである。

会社全体としては、それ以外の分野で成長を図っていく。三建アーキテクトについては、2店目の営業拠点を出した。16号線沿いに拠点を作っていく予定で、会社側では10店は出せるとみている。

マンションメルディアは土地次第である。建築費は上がっているが、すでにいくつかは仕込んである。名古屋については、市の中心部で木造3階建てを強化していく。

シード平和については、6年間赤字であったが、当社の傘下に入って、前年度は黒字化した。この後、成長させていく自信はあると小池社長は強調する。

アセット収入（賃貸住宅）については、すでに100億円を超える資産を有している。いずれ流動化事業も具体化させていく方向にある。インベスト事業の木造3階建てアパートは、資産運用を考えるサラリーマン層にも売れる。商品を出せば売れる状況にあり。利益率も高い。請負事業は業者からが中心であるが、個人からの注文も拡大していく。海外については、いいものがあれば経験を積んでいく。

全体として、1000億円企業の達成は十分射程にあるといえよう。その次をどうするのか。その長期ビジョンを現在は練っているところである。

新たなアパート分譲を開発

アパート分譲事業をスタートさせた。木造3階建て6室の小さなアパートで、価格は1棟5000万円以下、利回りで7%の確保を目指す。実際、土地建物（1棟6室）を4200万円で購入して、賃料利回りが7.5%は優れものである、もし、他社が作れば、5000万円以上かかるので競争にならないとみられる。

もともとは現場のアイディアから生まれた。都心の狭い土地に戸建てよりもアパート（3階建て、6室）を作って、4000万円台で販売する。6室を貸して賃料を得るのは効率がよい、アパートも少し洒落ている。1室5~6万円で貸すので、都心が部屋を借りたい人にとっては便利である。当社は、3階建てに独自のノウハウと強みを持っており、これをアパート仕立てにした、他社には全く真似ができない。

アパート分譲については、ワンルームマンションの所有者を取り込むことができる。2500

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。

～3000万円のワンルームが資産運用用に売れている。同じ層を取り込むことで、今後とも伸ばすことができよう。

このタイプの収益不動産は23区内にはない。オリックスからはアパートローンもつく。順調なスタートをきれたので、このビジネスを専門に行うインベスト事業課を設置した。2015年8月期で31件の実績を予定している。価格は4200万円で粗利18%は確保でき、利回りも7.5%となる。アパート分譲は2Qまでで、8件、3.4億円の売上げがあったが、これは戸建ての件数には入れていない。

アパート分譲は60㎡の土地、80㎡の土地など、土地に合わせてすでに6パターンのアパート設計を有している。収益不動産に合う土地があれば、インベスト課がそれをビジネスにしていく。

地価が上がり始めており、建設資材も上昇している。都心の木造3階建てといっても、4000万円台での供給が難しくなるのではないかと、という見方もありうる。5000万円以下をベースとしながら工夫していく方針である。アパート分譲については7000～8000万円でも成り立つが、それに合う立地物件は今のところ少ない。

アパート分譲は収益不動産事業なので、投資家のニーズを見ながら引く時には引けるように臨機応変に対応していく考えである。この数年はいけると小池社長は判断している。

地域密着型の開発営業を展開

三栄建築本体は、不動産販売で7拠点を有する。溝の口と足立の営業所がいずれも支店に格上げになった。不動産請負では3拠点をもち、三建アーキテクトは川口本店のほか、昨年12月に津田沼支店を開設した。シード平和は京都の他に、豊中、滋賀（東近江）に拠点を有する。

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年に千葉県の子西市に出した。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。

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で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

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ったが、支店となった。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。

当社は、戸建て住宅の施工で工務店任せにしない。マンションの施工でもゼネコン任せにしない。これは創業からの方針で、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ことが欠かせないからである。

当社グループの営業体制

三栄建築設計	
首都圏営業本部	東京支店、横浜支店、溝の口支店、浦和支店、市川支店、足立支店 (3階建て戸建住宅販売)
名古屋営業本部	名古屋支店 (3階建て戸建住宅販売)
住宅営業部	城東営業所、城南営業所 (3階建て戸建住宅請負)
アセット事業課	(賃貸住宅、マンション販売)
インベスト事業課	(3階建て木造アパート販売)
ロサンゼルス営業所	
三建アーキテクト	川口本社、津田沼支店
シード平和	京都本社、滋賀支店、大阪支店

三建アーキテクトは2×4工法で攻める

郊外型の三建アーキテクトは3期目に入り、活動領域を増やしている。飯田グループと競合しているが、今後も拠点を増やしていく。郊外型ビジネスは競合があるとしても、商品内容、価格に違いがあるので十分やっていける。三建アーキテクトは、川口の本社に次いで、千葉県津田沼に支店を作った。

三建アーキテクトは、2012年10月に設立された。埼玉県の川口市に本社をおき、2×4(ツーバイフォー)のローコスト、高品質住宅で勝負するが、郊外の2階建てはライバルも多いので、競争は激しい。その中で需要は十分あるので、当社の特色をどこまで訴求できるかがポイントである。

木造2階建ての家を2×4(ツーバイフォー)工法で作る。3000万円台の家をローコストで提供しようというものだ。この分野の市場を開拓して、将来は今の本体並みの規模に育てようという意気込みである。

三建アーキテクトを設立した理由は、1000億円企業を目指す中で、主力の3階建て住宅とは別に、郊外の良質の土地を利用して、ローコストの住宅を提供することで市場開拓が

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。

見込めると判断した。20～30代で、年収350～400万円の層に住宅を提供したいと考えた。

少子高齢化の中で、都心に家を持てる人は限られるかもしれない。その時に備えて、事業ポートフォリオを分散させておくという考えでもある。全社で手掛けているコストダウンは、三建アーキテクトにも波及するので、シナジー効果は出せる。

三建アーキテクトは、建物原価からみて収益性は十分確保できるとみている。しかし、パワービルダーとの競合という点では、三建アーキテクトが展開する郊外型2階建てはぶつかる可能性がある。今のところ粗利益率は都心型よりもやや低い。飯田グループは従来工法であるが、当社は2×4工法で攻める。どこまで差別化しながら戦っていくか。店舗拡大に向けた人材育成と生産体制の強化が課題であろう。

デザイン研究開発室を設置

デザイン研究開発室を設置した。これは当社の個性を発揮する家づくりを一段と強化することを目的とする。狙いは、真似されないデザイン力の強化である。オープンハウス（コード3288）が、当社と同じ都心戸建てで伸びている。家づくりでは、デザイン面で追いつけられている。また、製販一体の強みもみせている。そこで当社としては、より差別化を図る体制を強化することにした。

三栄クラフターを設立

今年1月に三栄クラフターという大工職人を育成する会社を設立した。人手不足の中で、住宅施工に必要な人材を自前で育成し4～5年先に備えようという考えである。OJTを行いながら人材を育てる。4年で一人前にして、年収1000～1500万円を稼げる人材を輩出する方針である。

飯田グループ、オープンハウスとの差別化に向けて

競合という点では、郊外型では、飯田グループの一建設が在庫を整理するという動きがあったので、建売住宅の価格が軟化している。一方で建設コストは上がっているのが、好採算の確保がやや苦しくなっている面はある。都心型では、オープンハウス（コード3288）との競合である。東証1部に2013年に上場した。ここは都心で当社と同じようなビジネスモデルを有する。アサカワホームを子会社として攻めに入ってきた。郊外の一建設、都心のアサカワホームに対して、どのようなポジショニングをしていくか。次の戦略を立てていく必要がある。

シード平和への資本参加で関西市場開拓の拠点とする

シード平和（コード1739、時価総額13億円）は2013年に当社が資本参加し、子会社化した。社長は、小池信三社長が兼務している。ビジネスの都合上100%子会社にはせず、上

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。

場を継続している。京都、滋賀を市場とし、工法も異なるので自立を促す。また人材の採用と育成という点で関西企業として上場していた方がやりやすいと考えている。2015年3月に三栄建築設計に対して第三者割当増資を行い、親会社の持ち株比率は56.4%になった。

このシード平和は、建築請負からディベロップメント事業の領域を広げている。土地を購入してマンションを建てるほか、戸建ての供給にも入っていく方向である。

シード平和のマネジメントに当たって、小池社長自ら京都に週2日は常駐して経営を指揮している。シード平和は上場企業として、地元での信用に活かす。三栄建築設計の子会社といっても、京都、大阪では十分な認知度が十分得られないと判断したことによる。若手の採用という点でも、地元の上場企業という利点を活かす。

もうしばらくは小池社長が兼務し、経営を強化する。これによって、関西の拠点企業としてグループへの貢献度も高まってこよう。そうなれば、小池社長が兼務する必要もなくなるだろう。

シード平和は2014年7月に経営統合した後、決算期を変更した。2015年6月期は15カ月の変則決算となる。そして、2016年6月期からは平常の12ヶ月となる。当社は8月決算であるから、2カ月のラグをおいて連結していく。シードは現在年商60~70億円であるが、これを年商100億円、経常利益5億円程度に持っていくことが当面のターゲットであろう。

シードは、民事再生となった平和建設（平和奥田（平和建設と奥田組が合併））を買収していた。子会社となっていた平和建設を2014年7月にシードに吸収合併し、その時に社名をシード平和と変えた。シード平和は2013年3月期まで5期連続赤字、買収した2014年3月期は売上高51億円、経常利益0.8億円。これに対して今2015年6月期（15カ月）は売上高80億円、経常利益1.3億円を計画している。一気に黒字化体質にもっていくことに力を入れている。

シードの経営を立て直すと同時に、当社の得意とする3階建て売住宅を新規事業として打ち出し、ここで市場を作っていく。名古屋には支店を出してスタートしたが、京都、大阪を攻めるにはすでに基盤のある会社を利用した方が早い。

シードはもともと大和ハウス工業で働いたこともある兼近氏が創業して、土地活用型の賃貸アパートやマンション事業を主力としてきた。京都は大学の街なので、学生のニーズもあり、土地所有のオーナーにアパート経営を展開し、その開発を担当した。しかし、上場後すぐに兼近氏が亡くなり、娘婿の宮本氏が後を継いだ。経営は次第に厳しくなった。そこで、当社の傘下に入ることとなった。

この会社の従来ビジネスは活かしながら、当社の得意とする分野を新規ビジネスとして立ち上げ、関西進出の拠点として利用していくことになる。

ロサンゼルス

米国ロサンゼルスに営業所を開設した。収益不動産のビジネスを展開しようとしている。

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。

ロスの営業所は、日本からの社員を2人置いて、すでに6物件を購入し、一部は販売した。米国での建設、不動産事業の実態を知って、経験値を積んでいこうという作戦である。

ロスに営業所を作った。収益不動産事業を手掛けながら米国のビジネスを研究し、学ぼうという拠点である。まだ、事業を拡大するという方向ではない。

3. 当面の業績 2年ぶりにピーク利益を更新へ

2015年8月期の上期は減益ながら心配はいらない

前2014年8月期は上場来初の減益決算となった。消費税増税の駆け込みの反動もあり、不動産販売事業が伸び悩み、主力の都心型3階建てが減少したことが響いた。連結決算はこの2014年8月期からスタートした。それまでは単体の決算であった。

今2015年8月期の2Q累計(上半期)は、売上高23533百万円(前年同期比-11.6%)、営業利益1833百万円(同-30.1%)、経常利益1765百万円(同-30.6%)、当期純利益1100百万円(同-26.5%)となった。

2015.8期2Q累計(上期)のセグメント業績

		(百万円、%)		
		2014.8(2Q)	2015.8(2Q)	伸び率
不動産販売(分譲)	売上高	21190	17712	-16.4
	利益	2376	1608	-32.3
	同率	11.2	9.1	
不動産請負(請負)	売上高	4368	4770	9.2
	利益	189	186	-0.7
	同率	4.3	3.9	
賃貸収入(賃貸)	売上高	1047	1049	0.3
	利益	436	454	4.1
	同率	41.7	43.3	
調整額(一般管理費)		-378.0	-415.0	
売上高合計		26606.0	23533.0	-11.6
営業利益		2622.0	1833.0	-30.1
		9.9	7.8	

(注)利益はセグメント利益

土地の仕入れが全般的に遅れたために、完成が間に合わず、販売に至らなかったことによる。しかし、今期の計画に見合う在庫はすでに持っており、期末までの販売には間に合うとみられるので、通期での増益は十分達成できよう。

セグメント別にみると、不動産販売では三栄建築設計や三建アーキテクトの土地の購入が遅れたことが影響した。請負では、シード平和のRC共同住宅が入っており、これは利益率が低い。賃貸では、100億円の資産が入りその収入があるが、シード平和は単に管理して

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。

いるだけなので、その分だけ利益率が低い。この影響もでていいる。しかし、シード平和の業績は底を打ってきたので、この後の利益率は改善方向に向かおう。

P/Lでは、販管費比率は7.9%でほぼ計画通りであった。ここもシードの固定費の重さが影響している。三栄建築設計の事業回転期間は短縮化が進み、目標の5カ月で回るようになってきた。これによって、金利費用は計画をやや下回った。

上期は減収減益となったが、これは前年の上期が不祥事の影響もあった。財務バランスの健全性に保つ必要があり、販売の平準化を図ったためである。その比較において、今上期が減益となったという面もある。

B/Sでは、棚卸資産が増えている。今下期の販売用もあるが、今は来期のものを仕入れている。親会社の資金繰りには自己資金で十分回るので全く問題ないが、シードには運転資金面でサポートが必要である。

セグメント別業績予想

(百万円、%)

	2010.8	2011.8	2012.8	2013.8	2014.8	2015.8(予)	2016.8(予)
不動産販売							
売上高	25213	33350	41261	43135	41481	53300	62800
セグメント利益	4025	4933	4652	5436	4260	5700	6900
同率	16.0	14.8	11.3	12.6	10.3	10.7	11.0
不動産請負							
売上高	4200	3578	6206	6383	9347	10300	12000
セグメント利益	687	369	590	508	335	500	700
同率	16.4	10.3	9.5	8.0	3.6	4.9	5.8
賃貸収入							
売上高	711	857	1166	1633	2097	2100	2200
セグメント利益	341	435	664	871	868	800	900
同率	48.0	50.8	56.9	53.4	41.4	38.1	40.9
全社費用	-319	-594	-588	-788	-859	-900	-1000
合計							
売上高	30125	37785	48634	52927	52927	65700	77000
営業利益	4734	5144	5318	6027	4603	6100	7500
同率	15.7	13.6	10.9	8.8	8.7	9.3	9.7

(注) 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

2013.8期より連結決算、三建アーキテクトを含み、2014.8期よりシード平和が入る

通期ではピーク利益の更新へ

2015年8月期については、会社公表通りの売上高65702百万円（前年度比+24.1%）、営業利益6109百万円（同+32.7%）、経常利益5857百万円（同+31.6%）、当期純利益3712百万円（同+45.6%）がほぼ達成できよう。2015年8月期は、3Q、4Qに売上、利益が増えてくる。いつものパターンであるが、1Q、2Qが低調だったので、その差が大きく出てくる。

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。

シード平和との内部取引はないので、決算上は単純合算してもよい状況にある。分譲マンションも好調で、メルディア桜木町は順調に販売できた。マンションの建築費はまだ上がっているが、木造については建築コストの上昇はやや落ち着いてきた。

2015年8月期はピーク利益を更新しよう。三栄建築本体は順調であり、三建アーキテクトも3年目で拡大が続く。シード平和も黒字化した後、収益はさらに上向いている。粗利率は上期よりも下期の方がアップしよう。マンションの粗利は20%を確保している。請負はシード平和の粗利が7%と低いが、これも底を打っている。賃貸も三栄建築設計の粗利58%に対して、シード平和が7%というレベルである。アパート分譲については、上期は8件、3.4億円であったが、2015年8月期は6億円、2016年8月期は20億円が見込めよう。

セグメント別の粗利益率(2015.8期会社計画)

	売上高	件数	平均単価	粗利益	粗利益率	平均粗利
不動産販売(シード平和を除く)	50892	1342	37.9	8293	16.2	6.2
戸建 三栄建築設計	43705	1117	39.1	7169	16.4	6.4
三建アーキテクト	5102	175	29.2	695	13.6	4.0
マンション	2084	50	42	428	20.6	8.6
不動産請負(シード平和を除く)	6325	419	15.1	961	15.2	2.3
賃貸収入(シード平和を除く)	1509			860	57.0	
シード平和	6975			498	7.1	
合計	65702			10115	15.4	

(注)平均単価、平均粗利は1件当たり。粗利率は売上高粗利益率。シード平和は別建て。

2016年8月期も2桁増益を予想

2017年4月の次の消費税上げの前までは、都心の土地はすぐ売れるという状況が続こう。その意味では事業環境はよいが、土地の仕入れという点では注意を要する。但し、当社は回転が早いので、さほど心配はいらない。

2016年8月期については、引き続き拡大傾向が見込めよう。売上高で750~800億円がターゲットにあり、770億円は達成できよう。本体では営業力の強化が効いてくる。三建アーキテクトも拡大余地が大きい。マンションは大阪で展開できるかどうか注目される。シード平和も事業のてこ入れが効果を上げてこよう。経常利益では7250百万円(前年度比+23.9%)が見込めよう。業績の拡大につれて増配も期待できよう

5. 企業評価 個性の差別化をいかに追求するか

首都圏周辺市場での差別化に挑戦

小池社長は、今後の成長プロセスを一気に固めたいと考えている。そこで、内部留保を

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。

優先して、積極的に投資していく方針である。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。しかし、住宅市場の成熟の中で競合は激しくなるのも避けられない。

コスト競争力とブランド力を武器に、東京都心で一定の市場を確保することは十分できよう。それに加えて、首都圏周辺にも事業を広げ、中部、関西への進出にも手を打っている。シード平和の再生と関西への拠点作りという点で、うまくマネージできるかどうか。今後の展開が注目される。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である。それには管理職層のマネジメント力の向上と組織力の強化が求められる。周辺事業で、どこまで個性を出せるか。他社も数多く手かけている2階建て戸建分譲で、三建アーキテクトがどこまで差別化できていくか。関西市場への展開も含めて、挑戦が始まった。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)

実績と共に見直されよう

5月12日時点の株価をベースにすると、PBRが0.90倍、ROEが17.1%、PERが5.3倍、配当利回りが2.1%である。当面の業績の好調さが実績で示されれば、高いROEに対する信頼も改善してこよう。また、同業大手に対する差別化戦略がさらにはっきりしてくれば、低PBRも見直されることになるろう。

配当については、安定配当をベースに増配を考えていく姿勢である。今期は19.5円配当を予定している。配当性向が10%台にあることを考えると、今後の増配余地は大きいといえよう。鍵を握るのは、シード平和の再建である。ここがもう少し収益力を高めてくれば、増配という考えもクリアに出てこよう。

株主優待については見直した。現在、株主は9211人である。2月末の株主に対して、一律100株以上に5kgから変更し100株以上の株主に米2kg、1000株以上に同8kgという内容とし、優待を含めた株主にとっての配当利回りがあまり高くないように調整したのである。

今の収益力の持続性や今後の成長性については、まだ十分認識されていない。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。