

## 三栄建築設計 (3228・東証1部)

2018年1月25日

## 首都圏の3階建て戸建住宅に強みをもつ建売住宅会社

## ベーシックレポート

(株) QUICK  
細貝 広孝

## 会社概要

所在地	東京都杉並区
代表者	小池信三
設立年月	1993/9
資本金	1,340百万円
(2016/8/31現在)	
上場日	2006/9/12
URL	<a href="http://www.san-a.com/">http://www.san-a.com/</a>
業種	不動産業

## 主要指標 2018/1/23現在

株価	2,335円
年初来高値	2,704円 (1/11)
年初来安値	1,462円 (4/14)
発行済株式数	21,217,600株
売買単位	100株
時価総額	49,543百万円
予想配当 (会社)	48円
予想EPS (アナリスト)	311.07円
実績PBR	1.54倍

## デザイン性の高い建売住宅を供給。海外物件開発にも展開

東京23区を中心とした都心部エリアに加え、首都圏の郊外エリア、名古屋・関西エリアなどで建売戸建住宅を展開。土地仕入れから設計、施工、アフターメンテナンスまでを一貫して行う。デザイン性に強みをもつ。特に都心部エリアは土地価格が高いため、狭小宅地に対してデザイン性の高い木造3階建て住宅を供給。また、将来的に国内の住宅需要の減衰が見込まれるなか、海外においてオフィスや住宅などの物件開発にも積極的に取り組んでいる。



特に都心部エリアは土地価格が高いため、狭小宅地に対してデザイン性の高い木造3階建て住宅を供給。また、将来的に国内の住宅需要の減衰が見込まれるなか、海外においてオフィスや住宅などの物件開発にも積極的に取り組んでいる。

## 18/8期1Qは季節要因で営業減益も、想定内

18/8期1Qの連結業績は、売上高が前年同期比31%増の159億円、営業利益が同31%減の5.7億円と、営業利益は前年同期を下回った。会社側は、同社主力の不動産販売事業では戸建住宅の引渡し下期に偏重する傾向があり、これに対して固定費は定常的に発生するため、特に売上高の進捗が低い1Qにおいては利益計上額が小さく、売上高の多寡やコストの発生タイミングによって利益の増減率が大きく変動するため、今期1Qにおける営業減益も想定内であり、2Q以降に改善する見込みであるとしている。

## 18/8期・19/8期ともに増益基調で、営業利益100億円達成へ

18/8期通期の連結業績に関して QUICK 企業価値研究所では、売上高1100億円(前期比9%増)、営業利益105億円(同11%増)、19/8期は売上高1210億円(同10%増)、営業利益115億円(同10%増)と増収増益基調を予想。17/8期ほどではないものの、首都圏における建売戸建住宅の堅調な伸びを見込むほか、東海・関西地区の拡大、マンション建築請負の増加などで、業績の堅調な伸びを予想。18/8期1Qは営業減益となったが、当研究所においても季節的な要因によるものとみており、通期では営業利益100億円台の達成は可能とみている。

業績動向	売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円	
2017/8 実績	100,572	38.5	9,496	31.0	9,120	29.1	6,040	43.1	284.70	
2018/8	会社予想 (2017年10月発表)	117,111	16.4	10,477	10.3	10,018	9.8	6,586	9.0	310.44
	アナリスト予想	110,000	9.4	10,500	10.6	10,000	9.6	6,600	9.3	311.07
2019/8	アナリスト予想	121,000	10.0	11,500	9.5	11,000	10.0	7,300	10.6	344.06

## 会社概要

## 会社概要

## ●会社概要

東京 23 区を中心とした都心部エリアに加え、首都圏の郊外エリア、名古屋・関西エリアなどで建売戸建住宅を展開。土地仕入れから設計、施工、アフターメンテナンスまでをすべて一貫して行う。「公共の芸術性」を追求した外観デザイン+「生活空間のプロデュース」を追求した内部空間デザインなど、デザイン力に強みをもつ。特に、都心部エリアは土地価格が高いため、狭小宅地に対して同社独自の「サンファースト工法」による木造 3 階建て住宅を供給。1 棟当たりの販売単価が 4000 万円前後と、35 歳前後で年収 500 万円前後の一般的なサラリーマンでも購入できる建売住宅を年間 1000 棟以上、販売。創業以来、木造 3 階建て住宅に強みをもつ。

また、相対的に土地価格の低い首都圏郊外エリアでは、「2×4（ツー・バイ・フォー）工法」による高品質・低価格の「木造 2 階建て」住宅も供給。さらに、名古屋・関西にもエリアを拡大し、建売住宅を展開している。

## 経営者

## ●経営者

代表取締役社長の小池信三氏は、大手不動産仲介会社に入社し、建売住宅のトップセールスマンとして表彰される。その後、「1 棟 1 棟個性があり、周辺の環境や地域性に合った、お客様を満足させられる、使い勝手のよい住宅を紹介したい」という思いのもと、起業。「オンリーワンの家をつくりたい、売りたい」と、自分の理想の家づくりを追求するために、同社の礎を築いた。

## 企業理念

## 「同じ家は、つくらない。」

「住宅（建物）とは、公共における最大の芸術であるとともに、建築主の人生における最大の夢のひとつだと私共は思っています。」これは、同社の掲げる企業理念の一文である。

土地は、その場所にしかないものだから、一般的な建売住宅のように規格化された間取の選択ではなく、その土地（環境）に相応しい住宅を建てるべきだというのが同社の理念である。その街並に馴染み、その土地環境を活かした住宅は公共の芸術となり、お客様の生活にも直結する。

このような家づくりをすれば、おのずと毎回異なる間取・デザインになるのは当然であり、俗にいう、建売住宅ではなく、同社理念に基づいた、「同じ家は、つくらない。」が実現されるのである。

## 会社概要

## 経営哲学

平均年齢 31.3 歳（17/8 期末）、平均勤続年数 4.2 年（同）と、若手社員や中途採用の社員が多いなか、プロジェクトチームを構成し、社員に権限を与えて挑戦させることが同社の組織運営の特徴。「失敗は次に生かせ。そこで多くのことを学べば、会社の大きな財産になる」「絶対にやれるという大きな自信を持つ」「慣習にとらわれない自由な発想をしろ」「お客様の目線で家をつくれ」「臆することなく、常に前を向いてチャレンジを続けろ」「ひとつの答えであきらめるな、考えろ」といった経営哲学のもと、「普通のサラリーマンの役に立つ会社」を目指す。

## グループ再編

## ●商品・店舗名称を「メルディア」に統一



同社グループは、グループ名称を以前の「三栄建築設計グループ」から「メルディアグループ」に変更。また、新名称とともに新たにグループメッセージ「Design Your Life」を設定。「デザイン」は「設計する」、「描く」という直接的な意味に加え、「人生設計」や「様々な形を形成する」という大きな意味を持つ。同社グループはデザイン性を追求してきた企業として、住宅やマンション、公共施設、不動産の提供を通じて人々の「暮らし」や「人生」をデザインする会社でありたいとの想いをグループメッセージとして表現したとしている。なお、「メルディア」とは「メダル」を意味する英語の「MEDAL（メダル）」とイタリア語の「MEDAGLIA（メダリア）」をあわせた造語。終の棲家を手に入れる喜びを栄光に輝くメダルを手に入れるような喜びに見立てた。「お客様にとって輝かしい人生を手に入れて頂くために、高いデザイン性と居住性を持つ住宅を提供したいという想い」を表現したとしている。

同社グループはすでに米国ロサンゼルスで不動産販売・賃貸事業を行っているほか、後述のようにプレサンスコーポレーション（以下、プレサンス：3254）との共同出資による会社を設立し、ASEAN 近隣諸国の不動産に関わる出資を計画するなど、海外戦略を積極的に進めている。会社側は、改称前の

「三栄建築設計グループ」では英語表記にした場合に社名が長くなるほか、現地において社名の浸透性に不安があることなどを踏まえ、グループ名称を変更したといった側面もあるとしている。日本国内の世帯数減少による住宅業界の縮小が懸念されるなか、海外展開などを視野に入れた長期的な経営戦略によるグループ名変更であることを踏まえ、QUICK 企業価値研究所ではその戦略を評価している。新グループ名の浸透には時間を要するが、積極的な広告戦略や、同社が筆頭株主およびオフィシャルクラブパートナーである湘南ベルマーレを通じた露出などによる、早期浸透に期待したい。

また、連結子会社の三建アーキテクトの事業を解消し、これまで三建アーキテクトとして展開していた営業店舗の名称を「メルディア」に統一した。これまでは首都圏郊外部において、大手ビルダーによる価格訴求物件との対抗上、あえて子会社を通じて2×4物件を手掛け、価格対抗してきたが、郊外物件においても大きな価格差がなければデザイン性の高さが受け入れられ、同社の物件が選ばれることに着目。あえて「廉価な物件」として展開していた三建アーキテクトのビジネスを解消し、メルディアグループのデザイン性の高い物件としての展開を強化。そのエリア、土地の大きさ、形状に適した物件を供給し、販売の幅も広がる。また三栄建築設計・三建アーキテクトといった枠組みも撤廃され、同一ブランドによる展開により社内全体としてのモチベーションも向上。経営効率、組織効率の向上とともに、さらなる競争力向上にもつながっているようだ。

## 沿革

1993年	9月	東京都杉並区において、住宅建築を主たる業務として、有限会社三栄コーポレーションを設立
1994年	8月	有限会社三栄建築設計に社名変更
1996年	12月	株式会社三栄建築設計に組織変更
2004年	4月	千葉県市川市に市川支店を設置
2005年	4月	さいたま市南区に浦和支店を設置
2006年	9月	名証セントレックスに上場
2007年	3月	横浜市鶴見区に横浜支店を設置
2009年	3月	不動産請負事業を開始
2011年	5月	川崎市高津区に横浜支店溝の口営業所（現溝の口支店）を設置
	8月	東証2部に上場、名証2部に指定
	10月	愛知県名古屋市千種区に名古屋支店を設置
2012年	8月	東証1部および名証1部に指定
2013年	5月	公開買付けおよび第三者割当増資により、シード（現シード平和）の株式を一部取得、連結子会社化
2014年	11月	アメリカ合衆国カリフォルニア州にロサンゼルス営業所を開設
2015年	1月	100%子会社の三栄クラフター（非連結子会社）設立
	6月	100%子会社の三栄リビングパートナー（連結子会社）設立
	9月	100%子会社のアンズ・デザイン・ワークス（非連結子会社）設立
2016年	1月	湘南ベルマーレの株式を取得、筆頭株主およびオフィシャルクラブパートナーとなる

## 会社概要

## 大株主

	株主	所有株式数 (千株)	所有比率 (%)
1	小池信三	10,392	48.98
2	日本トラスティ・サービス信託(信託口)	3,476	16.38
3	ビービーエイチ・フォー・フィデリティ・ロープライズド・ストック・ファンド	1,269	5.98
4	BBHフォー・フィデリティ・ピュリタン・フィデリティ・シリーズ・イントリンシック・オポチュニティズ・ファンド	660	3.11
5	BNPパリバ・セキュリティーズサービスズ・ルクセンブルグ・ジャスデックアカウント・ビービー2 エス ダブリンクライアント・エーアイエフエム	259	1.22
6	日本マスタートラスト信託(信託口)	231	1.09
7	ビービーエイチ・フォー・フィデリティグループ・トラストベネフィット	174	0.82
8	ザ・バンク・オブ・ニューヨーク メロンエス・エー・エヌ・ブイ 10	157	0.74
9	日本トラスティ・サービス信託(信託口5)	146	0.69
10	ノムラ・ピービー・ノミニーズ・テイケーワン・リミテッド	143	0.67

(2017年8月31日現在 有価証券報告書から当研究所作成)

## ビジネスモデル

家づくりの最初から最後まで、全て自社生産にこだわって、自社で材料(土地など)を仕入れ、自社の職人と直接打ち合わせをして1つ1つ造りあげていく。こうした「内製化」にこだわり、自社ですべてを生産することができる、住宅総合生産企業「ハウジングデベコン」として「責任ある家づくり」を行う。これは「ハウスメーカー」でもなく、「ビルダー」でもない。「デベロッパー」でもなく「ゼネコン」でも「設計事務所」でも「工務店」でもない、不動産・住宅業界では類を見ないビジネスモデルといえる。

狭小地における建売戸建住宅を扱っていることで、大手ビルダーと比較されることが多いが、大手ビルダーは土地価格が相対的に低い郊外立地・狭小区画において、画一的なデザイン・間取りにし、建材の大量生産、住宅設備の大量調達、工期短縮を進めて建設コストを大幅に圧縮。木造2階建てを中心に、1棟当たり平均単価2500万円から3000万円程度で戸建住宅を供給しており、一次取得者層に価格面で訴求している。これに対して同社は、都区部エリアを中心に、土地価格は高いが区画割りを大手ビルダーと同程度に小さくすることで土地価格を極力抑え、しかし土地は狭小でも都心に近くて通勤にも利便性が高く、3階建てにすることで居住空間は広く、使いやすいように間取りなどを工夫して、1棟当たり平均4000万円前後で供給。「同じ家は、つくらない。」のが大手ビルダーと大きく異なる。

都心部で仮に建物面積合計28坪(約92平方メートル)の2階建て戸建住宅を作る場合、敷地面積は約23坪が必要になる。仮に土地価格が1坪当たり200万円だとすると、土地価格だけで4600万円がかかる。さらに住宅の建築に1坪当たり50万円がかかるとすると、建物価格で1400万円、土地建物合計では6000万円となり、35歳前後の一般的なサラリーマンでは手が届きにくい価格設定となってしまふ。しかし、同じ建物面積28坪の戸建住宅であっても、14坪の土地に3階建てを建築すると、土地価格は2800万円にとどまる。さきほどの建物価格1400万円と合計で4200万円となり、一般的なサラリーマンでも購入可能な価格で住宅を提供できることになる。

創業以来、狭小地における木造3階建て住宅に取り組んできただけに、そのデザイン力には定評がある。隣地との距離が近いと、全く同じデザインの家が並ぶと違和感が出てしまふが、それぞれを同じような特徴をもたせながらも違うデザインで設計することで、全体として調和のとれた外観イメージとなる。また、同社が「空間プロデュース」というように、狭小地であっても快適に暮らせる、広く感じさせる工夫が各所のデザインに織り込まれている。例えば、土地の形状に合わせると平面の奥行きに余裕を持たせられないような場合、吹き抜けを用いることで、縦方向に展開し、開放感があり、余裕を感じさせる間取りに仕上がる。また、隣地との近さをストレスに感じさせないような構造、窓のデザインなども工夫されており、同社が培ってき

たデザインカの高さが十分に活かされた家づくりが進められている。

図1.同社物件外観(1)



(出所)会社資料より

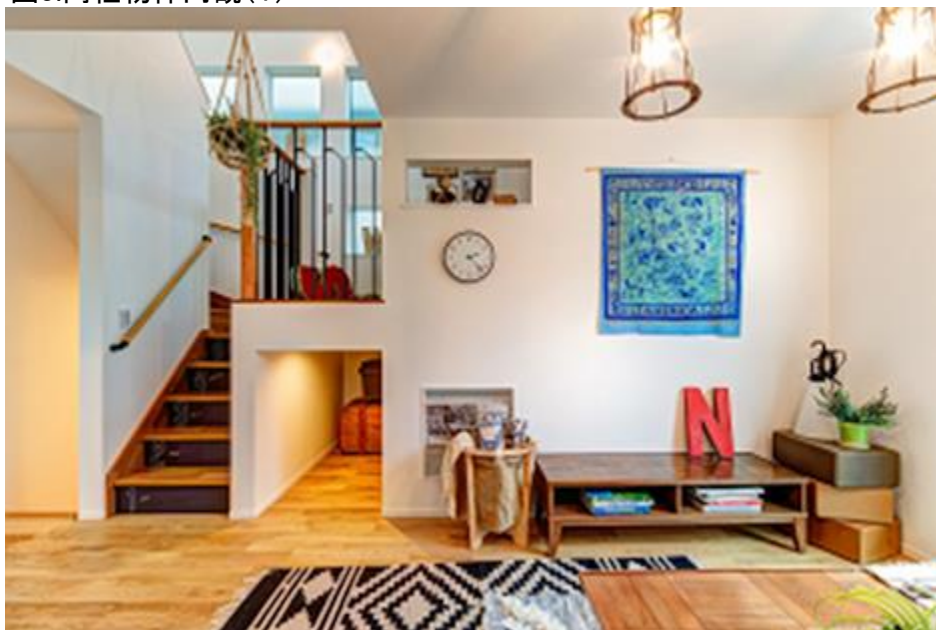
図2.同社物件外観(2)



(出所)会社資料より



図3.同社物件内観(1)



(出所)会社資料より

図4.同社物件内外観(1)

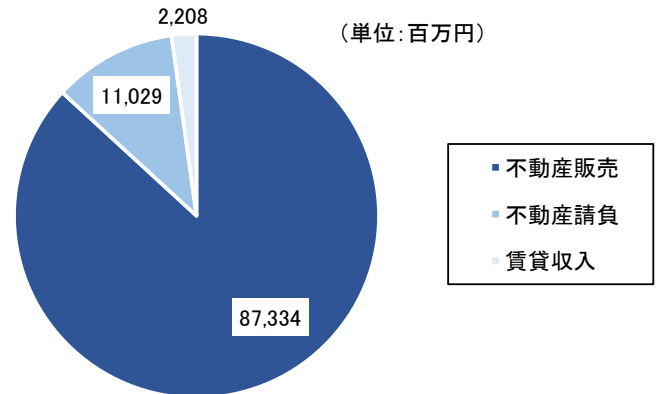


(出所)会社資料より

## 事業の内容

不動産販売事業、不動産請負事業、賃貸収入事業の3つの事業セグメントで展開。17/8期実績の事業別売上高構成比(外部売上高ベース)は不動産販売事業87%、不動産請負事業11%、賃貸収入事業2%。事業別の事業内容は以下の通り。

図5.事業別売上高構成



(出所) 短信より当研究所作成

## 部門別事業内容

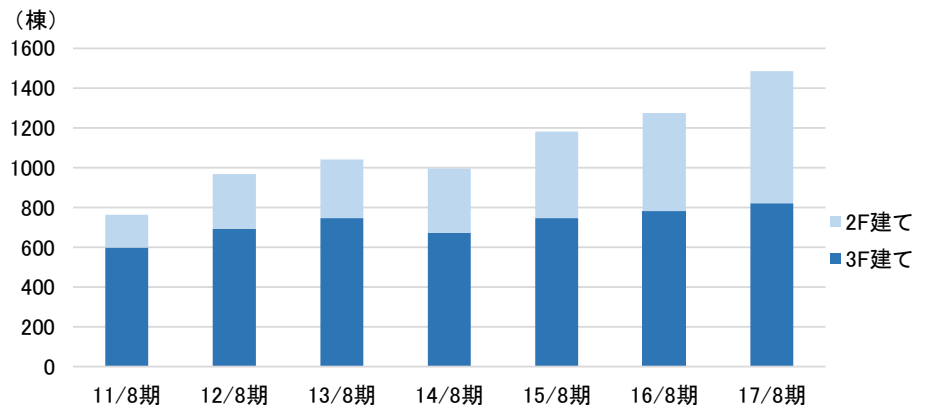
## (1) 不動産販売事業

不動産販売事業では、分譲戸建住宅および分譲マンションの開発業務を行う。

戸建分譲事業では、東京都23区およびその近郊（基本的に国道16号線の内側）において、在来工法に同社独自の技術を加えた（2×4工法のメリットなどをミックス）「サンファースト工法」による木造戸建住宅の分譲を行う。特に3階建て住宅に強み。都区部エリアは土地価格が高いため、狭小宅地への木造3階建て住宅を研究し、創業以来、居住性・デザイン性を追求し、1棟当たり4000万円前後で購入できる戸建住宅を実現した。「同じ家は、つくらない。」をメッセージに、規格化されていない分譲住宅の供給を行う。首都圏郊外エリアでは、都区部エリアに比べて土地価格が低いため、2×4工法による高品質・低価格な木造2階建て住宅を中心に分譲を行う。ただし、大手ビルダーの価格訴求型商品と比べてデザイン性の高い、より差別化を意識した商品提供を行っている。また、東海エリアでは、名古屋市内に木造3階建て住宅を供給し、郊外には木造2階建て住宅を供給するといったように、地域特性に合った住宅を供給し、エリアを拡大している。関西エリアでは、同社連結子会社のシード平和（1739）が大阪市内、京都市内の都心部で得意の木造3階建て、郊外には木造2階建てで、関西エリアでの地位確立を目指している。

分譲マンション事業では、自社で土地情報を得て、企画・マスタープランニングを行い、実施設計、施工、販売業務については、それぞれ設計事務所、ゼネコン、販売会社に委託する。なお、連結子会社のシード平和では外注せずに自社で設計・施工を行うこともある。

図6.戸建住宅販売棟数



\*12/8期まで単体。13/8期より三建アーキテクト、14/8期よりシード平和を連結  
(出所)会社資料より当研究所作成

## (2) 不動産請負事業

主に、エンドユーザーからの注文住宅受注、戸建分譲を行うが、自社では設計・施工部門を持たない業者からの戸建分譲住宅受注などを行う。エンドユーザーおよび業者からの受注をもとに、建物の設計、工事手配を行うことを基本とするが、場合によっては宅地造成や開発申請業務の受注、販売促進業務などを行う場合もある。事業エリアは不動産販売事業と同エリアで行い、不動産仲介業者から土地を持つエンドユーザー、戸建分譲業者の紹介を受けての受注、自社による営業、ホームページ等での直接受注を行っている。

また、連結子会社のシード平和では、主として京都市および滋賀県を事業基盤として、土地の有効利用を考える地主に対して、税金・資金問題・経営・管理等に関する不安を解消するための相談並びに賃貸マンション等の建設についての企画立案およびノウハウの提供を行い、設計・施工を一貫して請け負うとともに融資機関の紹介、入居者募集・管理運営についての管理会社等の斡旋を行っている。さらに、大阪市を中心に分譲マンション業者からのマンション建築請負の受注を行っている。

## (3) 賃貸収入事業

同社グループは、首都圏のほか、全国主要都市において事業用物件および居住用物件を購入し、賃貸および管理を行っている。また、仕入れた土地に自社でアパートなどの賃貸物件を設計・建築し、賃貸および管理を行う場合もある。なお、居住者・テナント募集については、不動産業者による賃貸取引仲介にて行っている。

## 業界動向

国土交通省が公表している新設住宅着工戸数は、14年4月の消費税増税（税率5%→8%）前の駆け込み需要の反動、増税後の需要低迷などで14年度は全体的に低迷したが、15年度以降は持家・貸家などを総合した総計が回復基調となった（図7参照）。ただ、こうした動きを牽引したのは貸家（集合住宅）だ。持家（戸建注文住宅）も堅調に推移したが、貸家の伸びが顕著となった。貸家は15年4月から17年3月までの24カ月間で前年同月を下回ったのはわずか2回。逆に22回は前年同月を上回り、さらに2桁の伸びをみせたのはそのうちの13回にのぼった。この背景には、土地所有者の相続税対策による堅調な事業意欲があった。相続税課税時の土地の評価額は建築物の有無によって異なり、更地として土地を保有し、これを相続するのに比べて、建築物がある方が相続税は低くなる。また、アパートローンなどの借入れによって賃貸住宅を建設し、ローン残高があるうちに相続すれば節税につながる。15年1月からの税制改正により、実質的に相続税が増税され、住宅メーカーも土地所有者に対する提案を積極化しており、着工戸数の増加につながった。ただ、こうした動きもほぼ一巡し、足元の貸家の着工は伸び悩んでいる。17年4月から11月までの8カ月間では、貸家の着工戸数が前年同月を上回ったのは2回にとどまった。前年同月のハードルが高いとはいえ、伸び悩みは顕著だ。持家に関しても前年同月比でマイナスが続く。分譲マンションに目を向けてみると、17年4月以降は着工が前年同月比プラスとなったのが8回中で5回。ただし、こちらは前年同月のハードルが低いといった側面もあり、本格的な回復局面入りとは言いがたい。

分譲マンション需要の戻りが鈍い要因として当研究所では、マンション販売価格の高騰にあるとみている。建築価格の上昇を転嫁するべく、マンション販売価格が上昇している状況下、東京オリンピック開催を控えて、今後はオフィスビルや商業施設などの建設がピークを迎え、労務費や建設資材価格の上昇などによりマンション建築費がさらに上昇する可能性は否めない。これは高価格帯マンション需要の足かせとなりかねず、引き続き、マンション市場は厳しい状況が見込まれる。

こうしたなか、相対的に堅調に推移しているのが同社の主力である分譲戸建だ（図8参照）。分譲戸建は消費税増税による落ち込みからの回復こそ遅れたものの、15年8月に前年同月比でプラスに転じて以降、ほぼプラスでの推移が続いている。都市部ではマンション価格が上昇し、高止まりしているのに対し、分譲戸建は狭小地で土地価格を抑えつつ、3階建て住宅にすることで、床面積・部屋数などを確保し、マンションに対して相対的に割安感があることで、需要が高まっているようだ。当研究所では、新築マンションの販売価格に割高感があるなか、分譲戸建にその代替需要が発生していると推測している。ただ、土地価格が上昇するなか、長期的にはマンションと

同様に分譲戸建の販売価格が上昇する可能性もあり、好調な需要を長期的に維持するのは難しい状況と考えている。また、足元は分譲戸建が堅調な住宅市場ではあるが、すでに国内では人口減少が始まり、15年から20年には世帯数もピークを迎え、その後は世帯数減少時代に突入する見通しであり（図9参照）、長期的には需要が減衰する可能性は否めない。同社においても、世帯数減少時代への備えが必要といえよう。

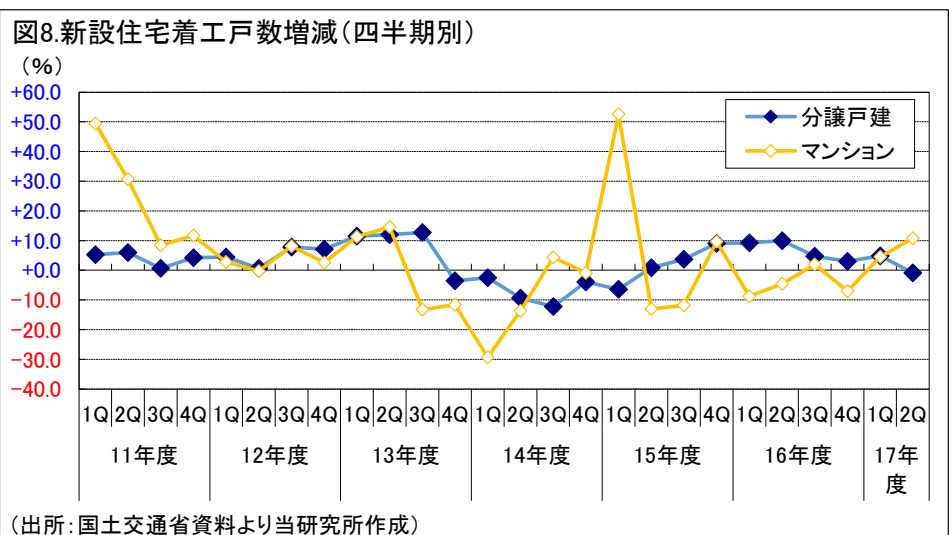
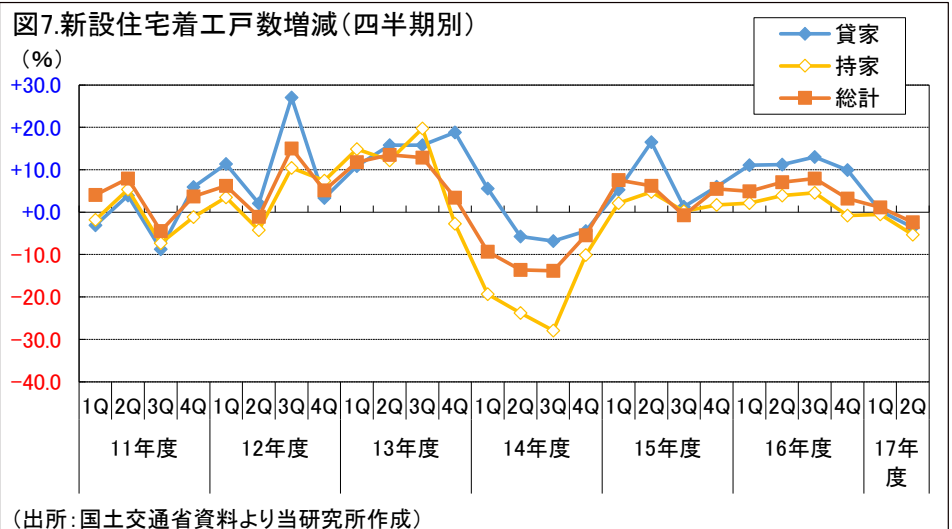
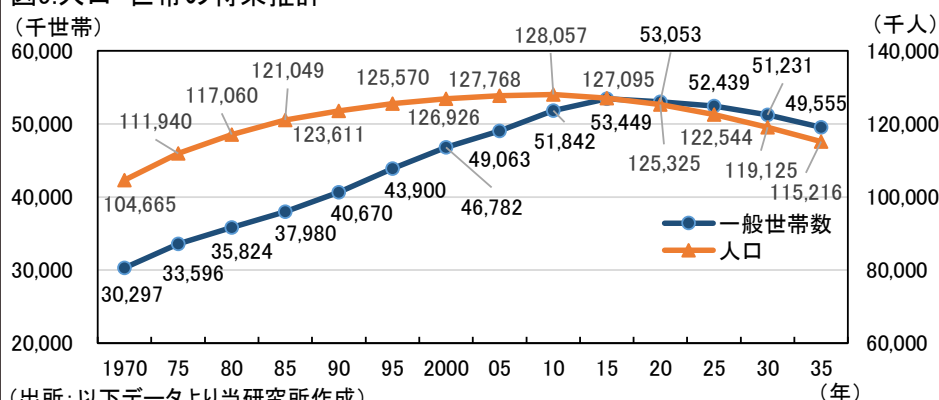


図9.人口・世帯の将来推計



(出所: 以下データより当研究所作成)

\* 15年までは実績値:「国勢調査」(総務省)

\* 20年以降は推計値:「日本の将来推計人口(2017年4月推計)」、「日本の世帯数の将来推計(全国推計)(2013年3月推計)」(ともに国立社会保障・人口問題研究所)

海外への積極展開  
を継続

前述のように、日本国内では住宅需要の減少が見込まれるなか同社は、2014年に米国ロサンゼルスに営業所を開設し、海外不動産の売買および不動産賃貸事業を行ってきたが、さらなる積極的な海外展開に向けて、プレサンスと共同出資で16年9月に新会社「プロスエーレ」を設立。ASEAN近隣諸国における不動産の開発プロジェクト等への出資を目的とし、中長期的にはトータル1000億円程度の不動産開発プロジェクト案件を随時、検討していく計画。会社側は現在、ベトナムのホーチミン市におけるホテル建設・大型分譲マンション開発・オフィス開発の大型複合開発事業に参画している。プロジェクト全体の予定売上高は約64億円で、プロジェクトの着工は18年7月。ベトナムではこのほかに、ホーチミン市で現地企業の株式を取得してホテル開発事業に参画し、現在建築中。19年4月にはホテル運営を開始し、運営開始から5年間累計の売上高は約18億円を見込む。またハノイ市では、現地企業と合弁会社を設立し、その100%子会社において政府都市計画エリア内にオフィスビルを建設中で、開発事業に参画している。今後もプロスエーレとしてだけでなく、同社グループ単独での投資も検討していくとしており、中長期的な業績寄与に期待したい。

17/8 期は連結売上高 1000 億円台を達成

17/8 期の連結業績は、売上高が前期比 38%増の 1006 億円、営業利益が同 31%増の 95 億円となり、営業利益は 100 億円台に届かなかったものの、売上高は始めて 1000 億円の大台にのせた。主力の不動産販売事業が同 48%増収・同 46%の営業増益となったことが全体を牽引した。

不動産販売事業では、戸建分譲販売棟数が前期の 1274 棟から 1486 棟に拡大。主力の 3 階建てが同 781 棟から 822 棟に増加したことに加え、2 階建ての販売棟数も同 493 棟から 664 棟に増加した。販売単価は、主力の 3 階建てがほぼ横ばいだったが、2 階建ては前期を上回った。土地取得原価の上昇などもあり、売上粗利益率は前期から 0.9 ポイント低下の 16.2%にとどまったが、増収により同事業の営業利益も大幅に伸びた。

不動産請負事業では、子会社のシード平和において工事進行基準適用の大型請負工事の一部で遅延が発生するなどして売上高は前期を下回った。ただ、原価管理および施工管理の徹底とコストダウン努力により、工事遅延によるコストアップを吸収して売上粗利益率が向上。同事業全体では減収ながら営業増益を確保した。

賃貸収入事業は小幅ながら減収減益だった。物件売却による賃料収入の減少などが響いた。テナント誘致、稼働率の向上努力を進め、賃貸用不動産全体の稼働率は引き続き高水準で推移。さらに短期保有目的の新規取得物件が高い利益率で稼働したことなどにより、粗利益率は前期から 0.2 ポイント改善したが、同事業全体では営業減益だった。

表1.事業別業績推移

(百万円)	16/8期 実績	17/8期	
		実績	前期比
売上高	72,626	100,572	+38.5%
不動産販売事業	58,886	87,334	+48.3%
不動産請負事業	11,506	11,029	-4.1%
賃貸収入事業	2,234	2,208	-1.2%
営業利益	7,249	9,496	+31.0%
不動産販売事業	6,553	9,595	+46.4%
不動産請負事業	1,024	1,118	+9.2%
賃貸収入事業	1,021	1,001	-2.0%
調整額	-1,349	-2,219	-

(出所) 短信より当研究所作成

18/8 期は戸建分譲の伸びなどで営業 1 割増益を計画

18/8 期通期の連結業績に関して会社側は、売上高 1171 億円（前期比 16%増）、営業利益 105 億円（同 10%増）を計画。主力の不動産販売事業で、単体の戸建分譲住宅棟数の拡大を見込んでいる。また、不動産請負事業においても子会社におけるマンション建築受注など、堅調な受注棟数拡大を予想している。

不動産販売事業では、戸建分譲棟数に関して具体的な計画棟数を明確にしていなが、前期の 1486 棟よりは拡大を目指している。都区部エリアにお

ける3階建てに加え、郊外エリアでデザイン性の高い2階建ての拡大を目指すほか、関西エリア、東海エリアでもデザイン性・居住性の高い戸建供給を拡大する方針。また、狭小地における3階建て戸建住宅を販売してきた設計技術・施工技術を生かして投資用アパートの分譲を行っており、今期も引き続き積極的に販売する。不動産請負事業では、子会社のシード平和において、関西大手マンションデベロッパーからのマンション建築工事の堅調な受注を見込んでいる。

表2.連結業績予想

(百万円)	17/8期 実績	18/8期				19/8期	
		計画	前期比	予想	前期比	予想	前期比
売上高	100,572	117,111	+16.4%	110,000	+9.4%	121,000	+10.0%
売上原価	83,799	-	-	91,800	+9.5%	10,120	-89.0%
売上総利益	16,772	-	-	18,200	+8.5%	19,800	+8.8%
販管費	7,276	-	-	7,700	+5.8%	8,300	+7.8%
営業利益	9,496	10,477	+10.3%	10,500	+10.6%	11,500	+9.5%
経常利益	9,120	10,018	+9.8%	10,000	+9.6%	11,000	+10.0%
純利益	6,040	6,586	+9.0%	6,600	+9.3%	7,300	+10.6%

(出所) 短信より当研究所作成 計画は会社、予想は当研究所

18/8期1Qは営業3割減益も、会社想定内の推移

こうしたなか、会社側が1月12日に公表した18/8期1Qの連結業績は、売上高が前年同期比31%増の159億円、営業利益が同31%減の5.7億円だった(表3参照)。なお、同社の主力事業である不動産販売事業は分譲戸建住宅の販売引渡が例年下期に偏重する傾向があり、これに対して費用面は定常的に発生することから、特に1Qにおいては利益額が小さく、売上高の多寡、費用の発生タイミング等によって利益の増減率は大きく変動する。通期の会社計画に対する1Q実績の進捗率は、売上高が13.5%(前年同期は12.1%)、営業利益が5.5%(同8.8%)。

1Q実績に関して会社側は、売上高の進捗は例年並みであることに加え、戸建分譲の契約状況は順調に推移しており、他セグメントにおいても受注等は好調に推移しているとしている。また利益面に関しては、営業利益が前年同期を下回ったが、利益率が相対的に低い個別性の高い大型収益不動産の売却があったほか、相対的に利益率が低いシード平和の売上構成比率が高くなったことにより粗利益率が低下。所有不動産およびファミリーマンションの広告宣伝費が先行していることに加え、大型収益不動産の売却等による仲介手数料の増加が発生したため、営業減益を余儀なくされたとしている。さらに、引き続き成長を見込んでいることによる、先行した人員確保などを行っていることによる費用増が響いたとしているが、利益率の低下は1Qにおける限定的な要因によるものであり、2Q以降の決算で改善する見込みであるとして、期初の通期計画は変えていない。



表3.1Q実績進捗状況

(百万円)	17/8期			18/8期				
	1Q実績	進捗率	通期実績	1Q実績	前年同期比	進捗率	通期計画	前期比
売上高	12,121	12.1%	100,572	15,861	+30.9%	13.5%	117,111	+16.4%
売上原価	9,998	11.9%	83,799	13,698	+37.0%	-	-	-
売上総利益	2,122	12.7%	16,772	2,162	+1.9%	-	-	-
販管費	1,290	17.7%	7,276	1,589	+23.2%	-	-	-
営業利益	832	8.8%	9,496	573	-31.1%	5.5%	10,477	+10.3%
経常利益	889	9.8%	9,120	471	-47.0%	4.7%	10,018	+9.9%
純利益	637	10.6%	6,040	331	-48.1%	5.0%	6,586	+9.0%

(出所) 短信より当研究所作成 計画は会社

18/8 期は連結営業利益 100 億円達成を見込む

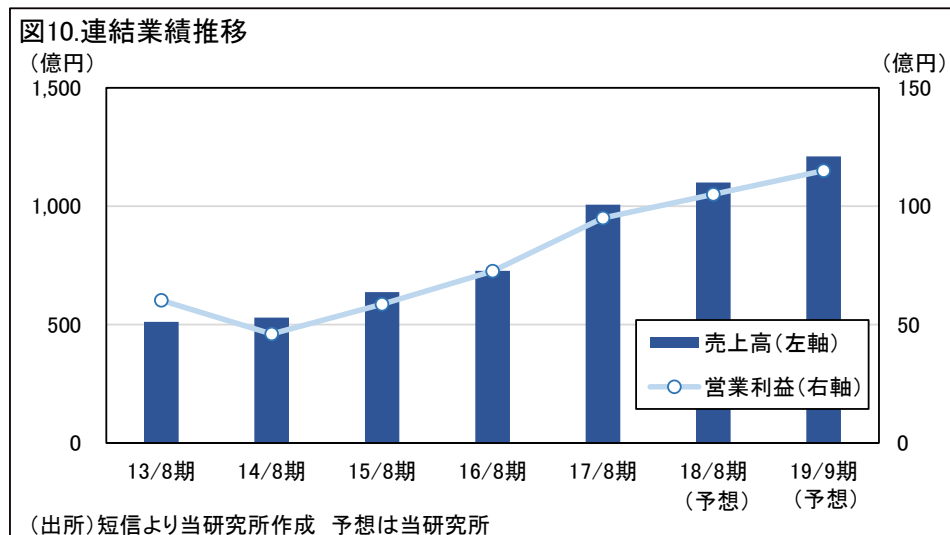
18/8 期通期の連結業績に関して当研究所では、売上高 1100 億円（前期比 9%増）、営業利益 105 億円（同 11%増）と、増収増益基調の継続を見込む。前述のように 1Q 実績は営業 3 割減益となったものの、当研究所でも同社の季節要因によるものとの見方から、2Q 以降、販売引渡の進捗に伴って利益率が改善し、会社計画並みの利益確保は可能とみている。

不動産販売事業では、戸建住宅の販売棟数の増加を見込む。消費税増税（現行の 8%から 10%へ）が 19 年 10 月に予定されているが、18/8 期においてはまだ駆け込み需要は発生しないとみている。逆に、消費税増税直前には駆け込み需要を見込んで優良物件が大量に供給される可能性もあり、当研究所では 18/8 期に関しては消費者の様子見姿勢がやや強まると予想している。その一方で、販売単価の高止まりが続く新築マンションの代替需要は根強いと考えるほか、会社側の新規店舗展開による販売強化などで戸建住宅の販売棟数自体は増加を見込んでいる。これらを考慮すると、17/8 期ほどの棟数の伸びは想定しづらく、売上高、営業利益ともに伸び率は 17/8 期に比べて鈍化するとみているが、堅調な伸びを見込むことなどにより、増収増益傾向は継続するとみている。事業回転期間の短縮、事業効率・収益性の向上努力により、利益率のさらなる改善は可能との見方から、連結営業利益 100 億円達成は可能と考えている。

続く 19/8 期の連結業績に関して当研究所では、売上高 1210 億円（前期比 10%増）、営業利益 115 億円（同 10%増）を予想する。19 年 10 月に予定されている消費税増税を前に、駆け込み需要が発生するとみている。その一方で、新築マンションにおいても増税前の駆け込み需要を想定した供給物件の増加が見込まれるなか、都市部においては物件間の販売競争が激化するとみている。同社においては、駆け込み需要が見込まれる一方で、競争激化による販売苦戦も想定され、結果的には 18/8 期をやや上回る程度の販売棟数の伸びにとどまるとみている。引き続き、不動産請負においては相対的に利益率が低い RC 造（鉄筋コンクリート造）物件の受注が増えることによる影響、建築資材価格の上昇によるコスト増を見込む一方で、分譲戸建における事業

## 業 績

回転期間の短縮、事業効率・収益性の向上努力により利益率の維持は可能との見方から、営業1割増益を予想している。





(出所) 株QUICK

上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。  
 上記チャート図に過誤等がある場合でも株QUICK 社及び東京証券取引所は一切責任を負いません。  
 上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2015/8	2016/8	2017/8	2018/8 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	1,588	1,571	2,079	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	838	996	1,060	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	5,867.16	6,469.75	11,733.42	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	63,709	72,626	100,572	110,000
	営 業 利 益	百万円	5,851	7,249	9,496	10,500
	経 常 利 益	百万円	5,677	7,065	9,120	10,000
	当 期 純 利 益	百万円	3,460	4,220	6,040	6,600
	E P S	円	163.09	198.92	284.70	311.07
	R O E	%	15.6	16.5	20.1	18.4
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	32,934	52,067	63,052	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	13,982	10,661	9,722	-
	資 産 合 計	百万円	46,916	62,728	72,774	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	16,051	26,213	26,860	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	6,686	8,478	12,231	-
	負 債 合 計	百万円	22,737	34,692	39,091	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	23,807	27,433	32,771	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百万円	24,178	28,036	33,682	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	3,648	-10,696	12,770	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-1,088	211	-2,430	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	2,609	10,219	411	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	14,550	14,312	25,286	-

事業に  
関するリスク

## ●住宅市場の動向

同社グループの行っている不動産販売事業および不動産請負事業の業績は、一般的に景気見通し・金利動向・物価や地価の動向等の景気動向・経済情勢に影響を受ける。また、消費者所得・住宅税制の改正等による消費者需要の動向にも大きな影響を受ける。したがって、これらの状況の変化により住宅需要が減少することとなった場合には、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

## ●営業地域

不動産販売事業および不動産請負事業は、営業地域が主に首都圏および大阪市内に集中しているため、当該地域における地価動向、景気動向等が同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。また、万が一局部的な大地震等の天災が発生して事業展開地域の住宅需要が減少した場合には、同社グループの業績および財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

## ●用地仕入

同社グループは不動産販売事業において分譲用土地の仕入を行う際に、その土地の立地条件・周辺環境・面積・地盤・仕入価格等について調査を行うとともに周辺の販売状況を調査・検討し、その調査結果に基づいて土地仕入を行っている。しかし、周到な調査にもかかわらず周辺の仕入相場よりも高価格で土地を購入した場合には同社グループの採算が悪化する可能性がある。

また、他社との間で土地仕入の競争が生じた場合には、土地仕入が当初計画通り進まない可能性がある。さらに、土地売却情報を収集するに当たり他社に遅れをとる状況あるいは土地売却情報の収集漏れをしてしまう状況等が生じた場合にも、土地仕入が当初計画通り進まない可能性がある。したがって、上記の要因が生じた場合には当初販売計画にも支障が生じ、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

## ●住宅建材の調達

同社グループの建設用資材および住宅設備機器等の取引先において、自然災害や事故災害が発生し、建築現場への部資材等の供給が遅延した場合、建築工事の遅延により同社グループの業績に影響を与える可能性がある。また、国内外の政治的、経済的要因や、地震等の自然災害、テロ、ストライキ、為替変動等の要因により、原材料調達が困難になった場合や資材価格が上昇した場合、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

## ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社 QUICK（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

## &lt;指標の説明について&gt;

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/index.html>