

# 一建設

(3268・JASDAQスタンダード)

2012年4月18日

## M&A 効果やマンション拡大により業績反転へ

### ベーシックレポート

(株)ティー・アイ・ダヴリュ  
堀部 吉胤

#### 会社概要

所在地	東京都練馬区
代表者	堀口 忠美
設立年月	1967/2
資本金	3,298百万円 (2012/1/31現在)
上場日	2009/12/25
URL	<a href="http://www.hajime-kensetsu.co.jp/">http://www.hajime-kensetsu.co.jp/</a>
業種	不動産業

#### 主要指標 2012/4/16現在

株価	2,140円
年初来高値	2,277円 (2012/4/2)
年初来安値	1,557円 (2012/1/31)
発行済株式数	28,562,280株
売買単位	100株
時価総額	61,123百万円
予想配当 (会社)	80.0円
予想EPS (アナリスト)	542.68円
実績PBR	1.07倍

### パワービルダー最大手

低価格の戸建住宅を一次取得者向けに分譲するパワービルダーの最大手。首都圏を中心に全国展開。12/1期の戸建分譲棟数は7,139棟。マーケットシェア6.1%。1990年代に同社から分離独立したパワービルダーの飯田産業(8880)などが数多くあり、現在でも資本関係の名残をとどめているが、事業上の関係はなくなっている。



戸建分譲のほか、マンション分譲を手掛けているほか、11/1期から戸建請負を本格的に開始。戸建請負の拡大を狙い、2012年2月に城南建設を買収した。

### 12/1期は競争激化により戸建分譲の利益率が悪化

12/1期決算は前期比4.3%増収、14.9%営業減益。東日本大震災の影響は限定的で、概ね期初計画線に着地した。増収ながら減益となった主因は、戸建分譲の主戦場の首都圏が供給過剰気味となり、戸建分譲の粗利益率が13.7%(前期比3.0pt減)と大幅に悪化したこと。これをマンション分譲の引渡戸数の大幅増により一部オフセットした。戸建分譲の粗利益率は3Q(8-10月)の12.5%を底に4Q(11-1月)は13.6%に回復。供給過剰感は解消されておらず、一本調子の回復は難しいだろうが、底を打った感はある。

### 13/1期はマンション分譲、城南建設が牽引する見込み

城南建設の買収により13/1期から連結決算となる。城南建設の寄与は、売上高で437億円、経常利益で22億円見込まれている。城南建設には繰越欠損金が約60億円あり、純利益にも22億円寄与する見込み。城南建設は同社の傘下に入ったことで資金調達力が改善し、注文住宅だけでなく戸建分譲を再開。下期から本格寄与してくる見込み。単体の営業利益も224億円(前期比10.3%増)とマンション分譲の拡大、戸建分譲の計上棟数増により増益を見込む。

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	
2012/1 実績	218,838	4.3	20,310	-14.9	19,856	-15.5	11,615	-16.3	406.69	
2013/1	会社予想 (2012年3月発表)	296,000	35.3	24,800	22.1	24,000	20.9	15,800	36.0	553.18
	アナリスト予想	289,000	32.1	24,400	20.1	23,600	18.9	15,500	33.4	542.68
2014/1	アナリスト予想	310,200	7.3	27,100	11.1	26,300	11.4	17,000	9.7	595.19

※同社は2013/1期より連結決算を開始するため、同期以後の会社予想・アナリスト予想は連結業績予想を記載。

※2013/1期の前期比は非連結決算実績との比較。

## 会社概要

### 会社概要

#### ● 会社概要

パワービルダー（注）首位。旧社名は飯田建設工業。飯田産業（8880）、など同社からスピンアウトしていったパワービルダーが数多くある。首都圏を中心にパワービルダーで唯一全国展開。戸建分譲のほかにマンション分譲や戸建請負（規格型注文住宅）も手掛ける。戸建請負を強化するため2012年2月に城南建設（株）を買収した。

（注）一次取得者向けに低価格の戸建住宅を分譲する会社のうち、概ね年間1,000戸以上を供給する会社を指す。2000年頃から使われ始めた和製英語。

### 経営者

#### ● 経営者

創業者は代表取締役会長の飯田 一男氏。三田村建設（株）を経て、1967年に同社を設立した。飯田産業、アーネストワン（8895）、東栄住宅（8875）の創業者でもある。2003年に社長を退き、現職に。代表取締役社長は2011年11月に常務取締役生産本部長から昇格した堀口 忠美氏。建築畑の出身であり、戸建請負の拡大姿勢を示す社長交代とみられる。

### 飯田グループ

#### ● 飯田グループとの関係

1970～1980年代の成長期に支店開設に近い形で子会社を設立したり、他社を買収したりしてきた。バブル崩壊を受け同社が債務超過となる中、これら子会社は上場を志向するなどし、1990年代にのれん分けのような形で同社から独立していった。こうしたパワービルダーに飯田産業、東栄住宅、アーネストワン、タクトホーム（8915）、ファースト住建（8917）、アイディホーム（3274）がある。現在でも資本関係の名残があり、創業家（飯田家）の資産管理会社である（有）一商事は、飯田産業、東栄住宅、タクトホーム、アイディホームの大株主に名を連ねている。飯田 一男氏個人も東栄住宅、アイディホームの大株主。また、同社の4位の大株主は飯田産業となっている。しかし、これら会社間の事業上の繋がりはなく、純粋な競合関係にある。

### 企業理念

#### ● 企業理念

高品質の住宅をより低価格でより多くのお客様に供給することにより地域社会に貢献する。

### コーポレートアクション

#### ● 直近のコーポレートアクション

2012年2月に城南建設（株）を買収し、連結子会社化。

## 会社概要

### 沿革

1967年	2月	総合建築請負業を目的に飯田建設工業として東京都保谷市に設立
1975年	7月	不動産分譲事業に進出
1976年	12月	東栄住宅（1951年設立）の株式を取得し子会社化
1977年	7月	不動産分譲事業を行う飯田産業を設立
1981年	5月	総合建築請負業を行う伏見建設工業（現 アーネストワン）を設立
1984年	4月	住宅建築請負業を行うタクトホームを設立
1985年	10月	飯田産業がタクトホームの全株式を取得し、タクトホームは孫会社に
1986年	5月	タクトホームの株式を取得し、再び子会社化
1987年	6月	タクトホームが分譲事業を開始
1990年	5月	現在の練馬区石神井町に本社を移転
1994年	1月	飯田建設工業（現 一建設）、飯田産業がタクトホームの株式を売却し、資本関係解消
1995年	7月	伏見建設（現 アーネストワン）が分譲事業を開始
	12月	東栄住宅が飯田建設工業（現 一建設）から独立
1999年	7月	関西からの撤退に伴い加古川支店が独立し、ファースト住建に
2004年	2月	一建設に社名変更 仙台営業所開設し、東北地方に進出
	9月	名古屋支社を設置し、東海地方に進出
2005年	8月	福岡営業所を開設し、九州地方に進出
2006年	2月	大阪支社を開設し、近畿地方に再進出
2009年	12月	JASDAQ 上場
2012年	2月	城南建設（株）の株式を取得し、子会社化

（出所）各社有価証券報告書などをもとにTIW作成

# 会社概要

## 大株主

● 大株主（2011年7月31日現在）

	株主	所有株式数 (株)	所有比率 (%)
1	(有) 樹商事	10,800,000	37.81
2	飯田 一樹	1,400,000	4.90
3	(株) みずほ銀行	1,200,000	4.20
4	(株) 飯田産業	1,200,000	4.20
5	小泉 公善	856,500	3.00
6	飯田 和美	856,000	3.00
7	飯田 一男	578,210	2.02
8	日本トラスティ・サービス信託口	573,400	2.01
9	チェース（ロンドン）SL オムニバス・ア カウント	557,288	1.95
10	(有) 皇泉	520,000	1.82
	上位10位の合計	18,541,398	64.92

(出所) 四半期報告書

(注) 1位の(有) 樹商事は、(有) 一商事と同様に創業家の資産管理会社。2位の飯田 一樹氏は飯田 一男会長の子息、6位の飯田 和美氏は会長の配偶者。2010年9月に同族の保有比率が50%を下回り、同族企業の留保金課税が外れた。

5位の小泉 公善氏は前社長。10位の(有) 皇泉は小泉家の資産管理会社。社長退任後も小泉氏個人と資産管理会社を合わせた所有比率に変動はない。

## 事業概要

### 事業の内容

- 事業の内容

一次取得者向けの戸建分譲が主力。中小規模のマンション分譲も手掛けているほか、戸建請負を本格的に開始。

### 部門別事業内容

- 部門別事業内容

- 戸建分譲

同社の主力事業。ブランド名は「リーブルガーデン」。大都市の郊外を中心に展開。首都圏中心ながら全国展開をしている。湿気が多い日本の気候に適しているといわれる在来工法（木造軸組工法）を採用している。

平均販売価格は  
2,500 万円前後

1 棟当りの土地面積 100 m<sup>2</sup>、建物の床面積 95 m<sup>2</sup>、2 階建て（東京 23 区内では一部 3 階建てがある）、3~4LDK が標準的。坪当りの建築費は 35 万円程度と積水ハウス（1928）などと比べると半額以下。平均販売価格は 2,500 万円前後（土地代の高い首都圏でも 2,700 万円前後）に抑えられ、年収 500 万円前後の一次取得者層を主なターゲットとしている。エリアによって多少の差はあるが、概ね売上原価のうち土地代が 60%、建築費が 40%となっている。低金利継続により頭金なしで 35 年ローンを組んだ場合の月々の返済額は 9 万円程度であり、家賃との裁定が働きやすく、日本人の根強い戸建志向、厳しい所得環境の継続とあいまって、低価格戸建住宅には底堅い需要がある。

1 現場当り 3 棟程度の小規模分譲を中心とし（多くても 20 棟程度まで）、用地仕入れから引渡までが 5 カ月程度と短く（工期は 2 カ月程度、建築確認の確認済証の交付を受け次第、販売を開始する）、高い資金効率、薄利多売を追及している。回転重視のため柔軟な価格調整により極力完成在庫を持たないようにしている。1 現場当りの棟数が少ないため需要予測に誤算があった場合でもリスクが分散されているほか、開発期間が短いため土地下落リスクもマンション分譲に比べ限定的である。

標準的な 3 棟現場の場合、土地面積は 100 坪程度に過ぎないため、個人の相続絡みなど比較的安定した土地供給（駐車場、空き地、畑、小規模な工場跡地、古い住宅など）があり、マンション用地に比べれば、用地仕入れの難易度は低いといえる。

直販部隊を持たず、販売は地元の仲介業者に委託している。これは、固定費を抑制し環境変化に柔軟に対応できるようにする狙いのほか、用地仕入れの主要な情報源である仲介業者と良好な関係を構築する狙いもある。

節電意識の高まりを受け、太陽光発電搭載住宅も用意しているが、引合いは全くないようであり、一次取得者層の低価格志向の強さがうかがわれる。また、費用の観点から住宅性能表示制度や長期優良住宅制度には対応していない。



## 事業概要

### ▶ マンション分譲

東京を中心とした首都圏において概ね 20～50 戸程度の中小規模のマンション分譲を手掛けている。2LDK、3LDK を中心に 1 戸当り床面積 65～75 m<sup>2</sup>の一次取得者向けファミリータイプを主力商品とし、戸建分譲同様、安さを売りにしている。マンションブランドは「プレシス」、「アイディーコート」。資金効率の低下を避けるため、戸建分譲の売上高の 5%を目安としているが、郊外で一次取得者向けを中心に事業展開していた新興ディベロッパーの多くがリーマンショック前後に破綻し、郊外の供給が減少していることを受け、2009 年頃からマンション用地の仕入れを積極化し、足元はややウエイトが高まっている。用地取得から引渡まで 1 年以内で完了する小規模なプロジェクトが中心で、戸建分譲同様、資金効率、回転を重視している。このため、一般的なマンションディベロッパーでは引渡が 3 月に集中する傾向があるのに対し、同社ではこうした傾向はみられない。

### ▶ 土地分譲

仕入れた戸建分譲用地について土地のみの購入者がいる場合に、特に多棟現場では資金回収のリスク管理の観点から、建売分譲した場合の採算と比較考量したうえ、一部区画を素地のまま分譲することがある。当初から土地分譲を目的とした用地仕入れは行っておらず、戸建分譲に付随した事業である。

### ▶ 請負工事

規格型注文住宅の建築請負を中心に、分譲住宅（戸建及びマンション）の販売に伴う追加工事、オプション工事（外構や床暖房など）を手掛ける。規格型注文住宅の建築請負を本格的に開始したのは 11/1 期から。規格型注文住宅のブランド名は、「リーブルセレクト」。1 棟当り 980 万円を基本プランとし、追加工事等で 1 棟当りの平均販売単価は 1,100 万円強となっている。積極的な広告宣伝を行わず、広告宣伝費を抑制しているため、低価格の戸建請負で有名なタマホームなどと比べても価格競争力がある。

戸建請負は戸建分譲と異なり、土地の価格変動リスクを負わないことや、市場規模が戸建分譲の 3 倍弱と大きいことから、取組みを積極化している。

買収した城南建設は規格型以外の注文住宅を手掛けており、規格型に飽き足らない顧客を今後は取り込むことができる。

### ▶ その他

分譲住宅事業に付随して発生するプロパンガス、引越等の各種紹介手数料など。

事業概要

店舗網

● 店舗網

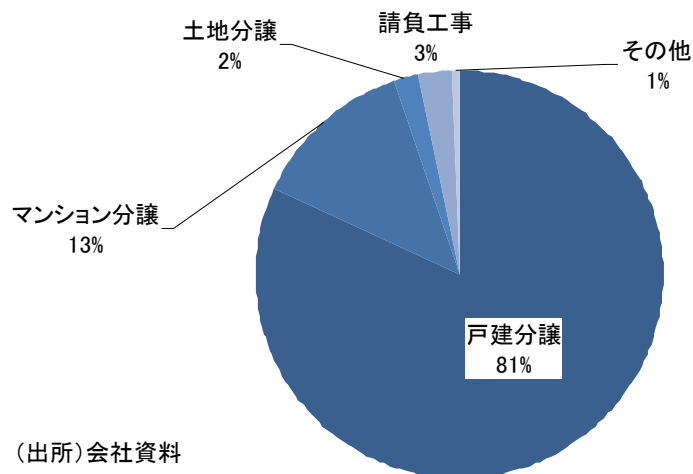
12/1 期末の店舗数は、首都圏（群馬、栃木、茨城を含む）62 店舗（うち東京 25 店舗）、東北 6 店舗、東海 12 店舗、近畿 14 店舗、九州 4 店舗。このほか請負専門店が 10 店舗あり、合計 108 店舗。小規模多店舗展開により、地域密着による需要予測の精度向上、土地情報の確保に努めている。

売上構成

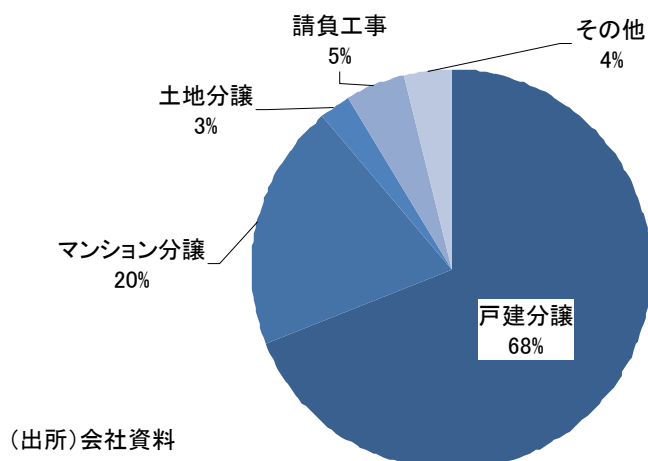
● 売上構成等（12/1 期）

マンション分譲は戸建分譲の売上高の 5%を目安にしているが、郊外で事業展開していた中堅ディベロッパーがリーマンショック前後に数多く破綻し、郊外の供給が減少したことをビジネスチャンスと捉え、積極化した結果、12/1 期の売上構成比は 12.9%（前期比 7.0pt 増）と高まっている。

売上構成比(12/1期)



売上総利益の構成比(12/1期)



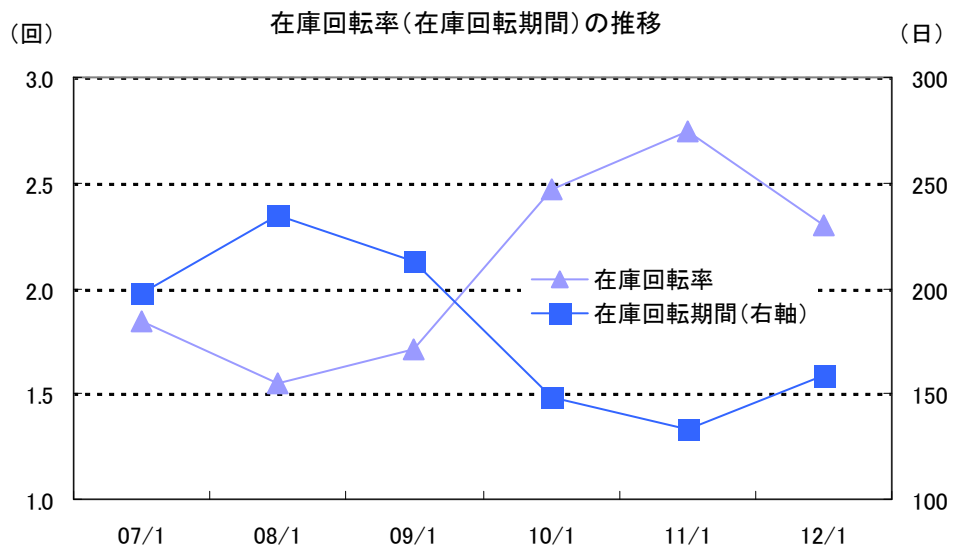
事業概要

ビジネスモデル

● ビジネスモデル

高回転による薄利多売型のビジネスモデル。戸建分譲の在庫回転率は2回（在庫回転期間6カ月）を最低目標に、3回（同4カ月）を目指している。高回転によりバランスシートの肥大化を回避しつつ、高収益を実現している。

自前の販売部隊を抱えず、販売を外部委託することで、販売経費を変動費化している。



(出所)会社資料

(注)在庫回転率=365日/在庫回転期間(土地仕入れから販売引渡までの期間)

バンクフォーメーション

メインバンクはみずほ銀行。他の主な取引行は、三菱東京UFJ銀行、横浜銀行、足利銀行、武蔵野銀行、など。

事業期間が短いため、資金調達には1年の短期調達が中心。他のパワービルダーのほとんどは有担保による借入になっているのに対し、同社は最大手としての信用力の高さから無担保化を進め、有担保の借入は少なくなっている。

足元は戸建分譲市場に供給過剰感がみられるため、金融機関の住宅開発業者に対する融資姿勢は必ずしも積極的ではないようだが、同社は円滑な調達ができおり、積極的な用地仕入れを行っている。



業 界 分 析

戸建分譲市場は地場工務店の市場

戸建分譲市場は、地場工務店、パワービルダー、大手プレハブ系ハウスメーカーから構成されている。それぞれのシェアは概ね6:3:1程度とみられる。地場工務店の市場といえるが、資材の大量発注などによるスケールメリットを生かし、低価格住宅を供給するパワービルダーのプレゼンスが高まってきている。

大手プレハブ系ハウスメーカーは注文住宅が主力であることや、販売価格帯がパワービルダーと大きく異なることからパワービルダーとは棲み分けができておりといえよう。積水ハウスをはじめとする大手プレハブ系は太陽光パネルなどを搭載した環境配慮型エコ住宅など高付加価値化戦略を推進しているのに対し、パワービルダーはあくまで低価格を追求している。

パワービルダーの競争相手はあくまで他のパワービルダーか地場工務店といえよう。

そして、先述の通り、上場パワービルダーの多くは同社から派生した会社である。非上場のホークワンも（有）一商事と資本関係がある。城南建設も同社の傘下に入った。同社と関係のないパワービルダーとしては、ポラスグループ（非上場）、JASDAQに上場していた東新住建（2009年1月に民事再生法の適用を申請）などがある。

上場パワービルダーの商品、戦略に大きな差はない

上場パワービルダーの多くは同社から派生したこともあり、規模の差を除くと商品や戦略に大きな差を見出しにくい。

あえて差を挙げると、①東栄住宅の販売価格が比較的高い、②東栄住宅と飯田産業は販売面で自社販売と外部委託を併用している、③一建設の店舗数が圧倒的に多い、などがある。

主な上場パワービルダーの比較

	3268 一建設	8895 アーネストワン	8880 飯田産業	8875 東栄住宅	8915 タクトホーム	8917 ファースト住建	
直近期	12/1	11/3	11/4	12/1	11/5	11/10	
戸建分譲販売棟数	(棟) 7,139	5,978	3,518	2,906	1,870	1,578	
(前期比増減)	(棟) ▲ 369	1,323	248	621	421	171	
1現場当り平均棟数	(棟) 2.8	3棟弱	na	4.9	4.0	2棟強	
1棟当り	平均販売価格 (万円)	2,508	2,389	na	3,267	3,068	2,479
	平均土地面積 (坪)	約30	約30	na	38.6	約30	約30
	平均建物面積 (坪)	約29	約29	na	29.3	約29	約29
自社販売比率 (%)	ほぼゼロ	0	一部直販	43.2	4.0	ほぼゼロ	
事業エリア	首都圏中心に全国	首都圏	首都圏	首都圏	首都圏	近畿圏	
店舗数 (店)	108	38	32	32	28	19	

(出所)各社資料、各社有価証券報告書、各社ヒアリング

業 界 分 析

主な上場パワービルダーの要約損益計算書及び貸借対照表

(単位)百万円、%

	3268 一建設	8895 アーネストワン	8880 飯田産業	8875 東栄住宅	8915 タクトホーム	8917 ファースト住建
直近期	12/1	11/3	11/4	12/1	11/5	11/10
売上高	218,838	160,809	120,304	102,973	61,754	39,507
(前期比)	4.3	18.8	5.4	12.5	32.0	7.3
うち戸建分譲	179,053	142,815	108,689	94,946	57,366	39,120
売上原価	183,185	128,791	96,172	87,749	48,620	32,564
売上総利益	35,653	32,018	24,132	15,223	13,134	6,942
(売上総利益率)	16.3	19.9	20.1	14.8	21.3	17.6
販売管理費	15,342	10,663	10,099	8,185	4,603	2,653
(販管费率)	7.0	6.6	8.4	7.9	7.5	6.7
営業利益	20,310	21,354	14,033	7,038	8,531	4,289
(前期比)	▲ 14.9	34.9	29.1	▲ 22.4	58.5	6.9
営業外収益	133	236	194	85	117	54
営業外費用	587	224	862	899	208	118
経常利益	19,856	21,365	13,364	6,225	8,439	4,225
(前期比)	▲ 15.5	35.0	28.9	▲ 21.9	58.1	7.7
特別利益	0	2	553	252	2	13
特別損失	36	77	127	39	193	6
税引前当期純利益	19,820	21,289	13,791	6,437	8,248	4,231
法人税等	8,204	8,729	5,402	2,533	3,409	1,746
当期純利益	11,615	12,560	8,296	3,904	4,839	2,485
(前期比)	▲ 16.3	▲ 12.9	39.5	▲ 42.6	54.3	8.0
総資産	125,205	80,333	107,048	79,774	39,016	31,906
うち棚卸資産	84,976	48,278	45,447	52,950	29,167	13,554
販売用不動産	16,907	8,574	11,878	15,550	3,994	5,684
仕掛販売用不動産	60,821	36,848	30,220	32,334	22,721	6,664
未成工事支出金	7,248	2,856	3,349	5,066	2,452	1,206
有利子負債	33,800	7,528	42,058	27,893	11,092	6,814
短期	32,968	6,452	37,280	27,262	10,833	6,532
長期	832	1,076	4,778	631	259	282
純資産	57,247	50,400	46,242	35,680	20,669	18,425
自己資本比率	45.7	62.7	42.9	44.7	53.0	57.7

(出所)各社決算短信

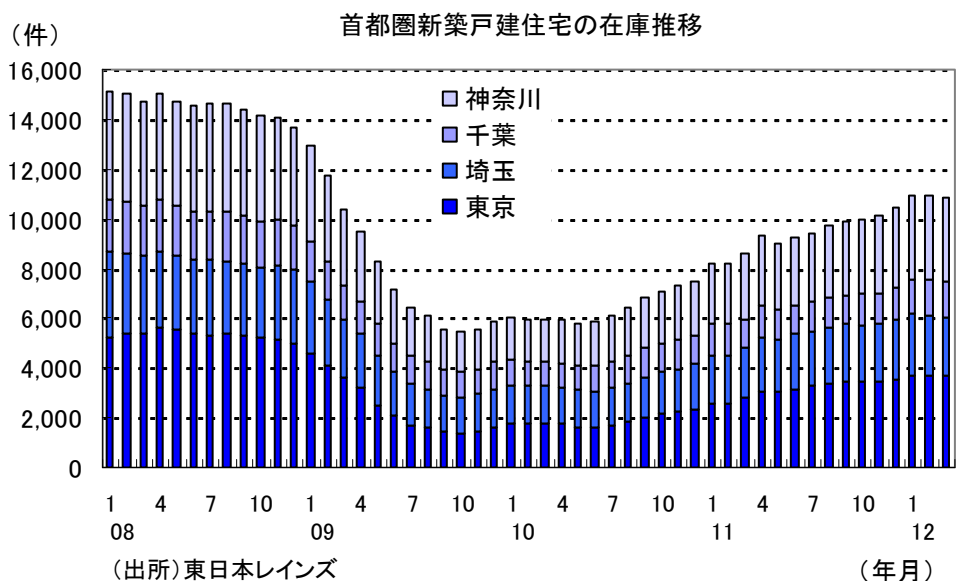
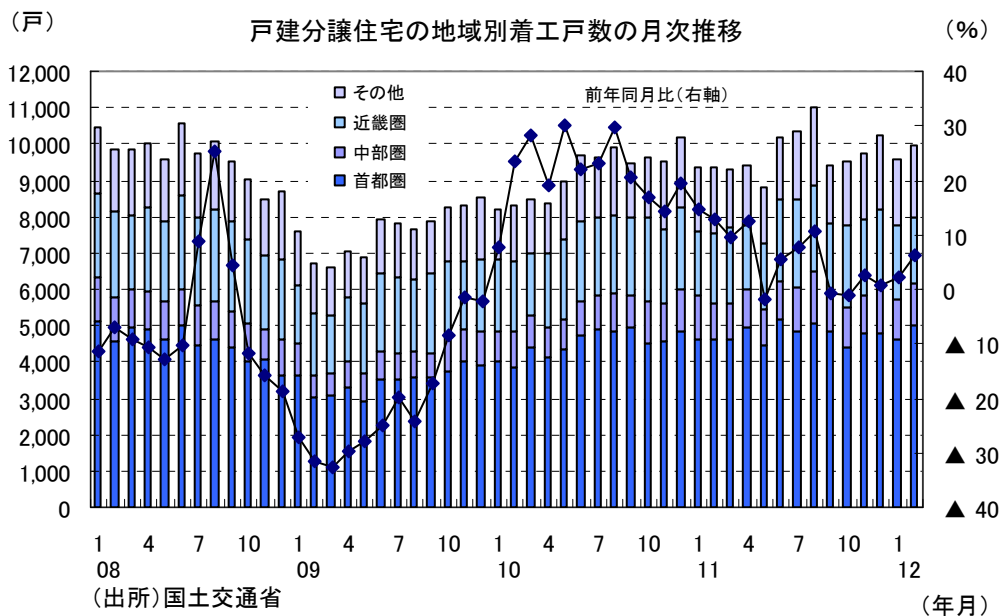
業 績

首都圏の戸建分譲  
は供給過剰気味だ  
が、深刻な状況で  
はない

● 経営環境解説

パワービルダー業界では、リーマンショック後の在庫処理に目処をつけた2010年後半から資金調達環境の改善もあり用地取得を積極化してきた結果、供給過剰感が出ている。東日本大震災、原発事故、欧州債務危機などにより消費者が慎重になったことも手伝って、販売が長期化しているほか、用地取得競争の激化による土地原価の上昇を販売価格に転嫁できず、粗利益率の低下を招いている。

ただし、こうした状況は深刻なものではなく、低価格住宅の需要は底堅く、昨秋を底に販売環境は徐々に回復、足元では市場在庫の増加も頭打ちとなってきた。



## 業 績

低価格戸建住宅の需要が底堅い要因は、住宅取得に係る政策支援は縮小ながら継続されていること、住宅ローン金利が引続き非常に低水準であること、雇用環境は引続き厳しく個人所得が伸び悩んでいること、不動産相場が低位安定していることなどが考えられる。

東北地方では被災地住宅の再建が顕在化しつつあり、今後数年に亘り、復興需要が見込まれる。ただし、職人不足による施工能力がボトルネックとなり供給を大きく増やせない状況にある。

### 消費増税の影響は限定的だろう

パワービルダーが供給する戸建の建物価格は1,000万円程度であり、消費税率が引上げられた場合の影響は、3%の引上げで30万円、5%の引上げで50万円にとどまる。建物価格が3,000万円を超える積水ハウスなど大手ハウスメーカーと比べると、消費税率引上げの影響は、限定的とみられる。多少の駆け込み需要はあっても、その反動は限定的だろう。

### 12/1期決算はほぼ期初計画通り

#### ● 12/1期業績解説

12/1期決算は、売上高2,188億円（前期比4.3%増）、営業利益203億円（同14.9%減）と増収減益。期初の業績予想発表（11/1期決算発表）は、昨年3月8日だったため、東日本大震災の影響が織り込まれていなかったが、震災の影響は限定的で、売上高こそ期初予想を116億円（5.1%）下回ったものの、利益はほぼ期初予想通りで着地した。3Q累計（2-10月）決算の状況からみてサプライズのない決算だった。主力の戸建分譲の売上高は1,790億円（前期比4.8%減）と震災による一時的な販売の落込みや競争激化による販売期間の長期化により小幅減となったが、マンション分譲の売上高が282億円（同2.3倍）と大幅に伸びたことなどでカバーし、全体では小幅増収となった。営業減益の主因は、主力の戸建分譲の粗利益率が、競争激化などにより悪化したこと。ただし、期初から織り込み済みだった。

### 戸建分譲の粗利益率は大幅悪化ながら、3Qを底に回復傾向

戸建住宅の粗利益率は13.7%（前期比3.0pt減）。大幅悪化の要因は、①2010年後半以降の用地取得競争激化による土地原価の上昇（1棟当たり約50万円）、②震災の影響によりグラスウールなど資材価格が一時的に上昇したことや外注労務費の上昇による建物原価の上昇（1棟当たり約30万円）。供給増による競争激化により、販売単価は2,508万円（前期比3万円増）と原価上昇を販売価格に転嫁できず粗利益率が悪化した。競争激化は主に首都圏におけるもの。四半期推移をみると3Q（8-10月）の12.5%を底に4Q（11-1月）は13.6%と底打ち感がみられる。

競争激化を受け販売はやや長期化し、期末の未契約完成在庫は 376 棟（前期末比 139 棟増）となった。完成 3 カ月以上の在庫は 31 棟（前期末はゼロ）とさほど懸念する必要はない水準。

マンション分譲の  
拡大で戸建分譲の  
不振を一部カバー

マンション分譲は引渡戸数が 909 戸（前期比 488 戸増）と大幅に増加。粗利益率も 25.4%（同 4.8pt 増）と良好な水準となり、戸建分譲の利益の落込みを一部オフセットした。粗利益率は 3Q 累計時点では 30.1%（前年同期比 14.5pt 増）と非常に高水準だったが、4Q は 20.7%にとどまった。3Q 累計まで非常に高水準だったのは、リーマンショック直後に土地を非常に安く仕入れた物件が引渡時期を迎えたことによる。4Q はこうした好採算物件が一巡したことに加え、首都直下型地震に関する報道を受け立川断層帯が注目を集め、立川の物件の売行きが鈍ったため、期末に価格調整を行って売り切ったことなどによる。立川の物件を早期に売り切った結果、売上高は期初計画を約 15 億円上回った。

注力中の規格型注文住宅の引渡棟数は 411 棟（前期比 211 棟増）。引渡の遅れから計画の 420 棟に若干届かなかった。売上高は 48 億円（同 2.2 倍）と業績全体に与える影響はまだ軽微なものの、順調に拡大している。

用地仕入れは概ね順調。期末時点で戸建分譲用地は約 2,400 棟分、マンション用地は約 2,500 戸分を仕入れ済み。足元は戸建分譲用地の仕入れをさらに積極化しているもよう。

2 月に城南建設  
を買収

昨年 11 月に城南建設（未上場）の買収を発表。2 月 1 日に城南建設の株式の 64.2%（議決権所有割合では 90.7%）を創業者一族などから 20.9 億円で取得。その後、従業員が保有する株も追加で取得し、議決権所有割合は 99.9%になっている。

業

績

四半期業績推移

(単位)百万円

	11/1				12/1			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
売上高	53,356	50,512	50,762	55,127	52,633	51,372	56,522	58,309
戸建分譲	47,018	45,928	47,441	47,668	46,253	42,810	48,688	41,301
土地分譲	1,136	1,604	1,513	582	739	2,102	648	625
マンション分譲	4,308	2,046	861	5,206	3,887	4,882	5,152	14,362
請負工事	532	584	681	1,306	1,369	1,218	1,697	1,709
規格型注文住宅	na	na	426	1,009	1,074	933	1,346	1,459
その他	360	351	263	363	382	359	335	310
売上総利益	9,781	8,885	9,320	9,517	8,811	8,780	8,563	9,498
戸建分譲	8,297	7,726	8,196	7,186	6,752	6,096	6,070	5,607
土地分譲	297	421	399	174	194	394	162	152
マンション分譲	654	207	262	1,438	1,091	1,583	1,522	2,978
請負工事	174	184	209	359	391	350	476	451
規格型注文住宅	na	na	117	269	290	260	371	379
その他	356	348	252	359	380	355	332	308
販管費	3,345	3,295	3,341	3,648	3,627	3,628	3,806	4,280
営業利益	6,435	5,589	5,979	5,869	5,183	5,151	4,757	5,218
営業外収益	19	26	16	26	29	20	34	50
営業外費用	106	122	113	118	137	174	141	134
経常利益	6,347	5,494	5,882	5,778	5,075	4,997	4,650	5,133
特別利益	0	0	0	0	0	0	0	0
特別損失	0	0	0	0	31	1	0	3
税引前当期純利益	6,347	5,494	5,882	5,778	5,043	4,996	4,649	5,131
法人税等	2,855	2,455	2,629	1,677	2,067	2,057	1,907	2,172
当期純利益	3,491	3,039	3,253	4,101	2,976	2,938	2,742	2,958

(単位)%

売上総利益率	18.3	17.6	18.4	17.3	16.7	17.1	15.2	16.3
戸建分譲	17.6	16.8	17.3	15.1	14.6	14.2	12.5	13.6
土地分譲	26.2	26.2	26.4	30.0	26.3	18.8	25.0	24.4
マンション分譲	15.2	10.1	30.5	27.6	28.1	32.4	29.5	20.7
請負工事	32.8	31.5	30.8	27.5	28.6	28.8	28.1	26.4
その他	99.0	99.1	95.8	98.9	99.3	98.7	99.1	99.2

(単位)棟、戸

計上棟(戸)数								
戸建分譲	1,903	1,819	1,839	1,947	1,869	1,689	1,959	1,622
マンション分譲	152	81	21	167	128	140	147	494
注文住宅(請負)	38	33	39	90	94	81	114	122

(単位)百万円

平均販売単価								
戸建分譲	24.7	25.2	25.7	24.4	24.7	25.3	24.8	25.4
マンション分譲	28.3	25.3	41.0	31.1	30.3	34.8	35.0	29.0
注文住宅(請負)	na	na	10.9	11.2	11.4	11.5	11.8	11.9

(出所)決算短信、会社資料

(注)11/1期2Q累計の規格型注文住宅は、売上高778百万円、売上総利益246百万円



業 績

城南建設の寄与は  
当初想定以上に大  
きくなりそう

● 13/1 期業績予想

城南建設が期初から連結子会社となるため、当期から連結決算となる。城南建設の連結寄与は、売上高で 437 億円、営業利益で 24 億円、経常利益で 22 億円が見込まれている。繰越欠損金が約 60 億円あるため純利益でも 22 億円寄与する見込み。売上高の内訳は下表の通り。棟数ベースでは戸建請負で 1,250 棟、戸建分譲で 300 棟を見込んでいる。買収以前は銀行の管理下にあり、戸建分譲を休止していたが、同社の傘下となり、資金調達力が改善したため戸建分譲を再開する。戸建分譲用地の仕入れ再開は年初からのため、戸建分譲の売上高は上期 17 億円、下期 70 億円と下期偏重になる見込み。買収に伴い負ののれんが 7 億円弱発生する見込みで、特別利益に計上する予定。

城南建設の業績推移

(単位)百万円、%

	10/12	11/12	13/1CE
売上高	32,692	28,779	43,700
戸建請負	na	na	21,700
戸建分譲	na	0	8,700
土地分譲	na	na	10,800
仲介等	na	na	2,700
売上総利益 (売上総利益率)	na	8,372	10,300
	na	29.1	23.6
販管費 (販管費率)	na	7,389	7,900
	na	25.7	18.1
営業利益	1,970	983	2,400
経常利益	1,814	814	2,200
純利益	157	▲ 146	2,200

(出所)会社資料、会社ヒアリング

(注)決算期を変更し、13/1期は2~1月

売上高計画はやや  
意欲的な感がある  
が、利益予想は概  
ね達成できよう

単体の業績予想は、売上高 2,523 億円（前期比 15.3%増）、営業利益 224 億円（同 10.3%増）、経常利益 218 億円（同 9.8%増）、純利益 132 億円（同 13.6%増）。

戸建分譲は下期からの市況好転を見込んだ積極仕入れにより 8,000 戸の計上計画。粗利益率は 13.9%（同 0.2pt 増）と若干の改善を見込む。マンション分譲は土地原価の低い好採算物件の一巡により粗利益率は平常ベースの 20%にとどまる見込みだが、引渡戸数が 1,260 戸（同 351 戸増）と一段と拡大することで増益に寄与する見込み。請負工事は城南建設とのシナジー効果による粗利益率の改善を見込む。

城南建設や単体の戸建分譲の計画がやや意欲的な感はあるが、売上高が未達になれば販管費も想定を下回るとみられることなどから、利益面では会社計画に近い線を確認できると考える。

## 業 績

### 14/1 期業績も城南建設とマンション分譲が牽引しよう

#### ● 14/1 期業績予想

14/1 期は戸建分譲の今後の市況次第の面はあるが、城南建設の戸建分譲が通期寄与するほか、マンションの引渡戸数がさらに増加し1,500戸に迫るとみられることから増益になる可能性が高いだろう。戸建分譲については消費税率引上げによる駆け込み需要が発生する可能性があるだろう。城南建設は引続き税負担が発生しない見込み。

15/1 期から城南建設において一部税負担が発生することになるだろう。

業 績

要約損益計算書など

(単位)百万円

	非連結				連結		
	09/1	10/1	11/1	12/1	13/1CE	13/1E	14/1E
売上高	177,280	200,780	209,758	218,838	296,000	289,000	310,200
戸建分譲	165,851	178,660	188,057	179,053	201,300	193,500	200,000
土地分譲	3,990	6,445	4,835	4,116	(注1)	4,500	4,700
マンション分譲	5,694	13,128	12,422	28,284	41,000	41,000	47,000
請負工事	574	1,301	3,104	5,994	8,000	8,000	10,300
規格型注文住宅	-	na	2,213	4,812	na	6,700	8,800
その他	1,169	1,244	1,338	1,388	2,000	2,000	2,200
城南建設	-	-	-	-	43,700	40,000	46,000
売上総利益	18,241	30,837	37,505	35,653	50,400	49,600	53,800
戸建分譲	16,088	27,159	31,406	24,526	na	26,800	28,000
土地分譲	815	1,585	1,291	903	na	900	1,000
マンション分譲	126	492	2,562	7,175	na	8,500	9,700
請負工事	158	370	920	1,670	na	2,300	3,000
規格型注文住宅	-	na	632	1,300	na	1,900	2,600
その他	1,052	1,229	1,324	1,375	na	1,900	2,100
城南建設	-	-	-	-	10,300	9,200	10,000
販管費	11,494	12,279	13,630	15,342	25,600	25,200	26,700
営業利益	6,746	18,558	23,874	20,310	24,800	24,400	27,100
営業外収益	83	139	88	133	na	100	50
営業外費用	1,096	642	460	587	na	900	850
経常利益	5,734	18,054	23,503	19,856	24,000	23,600	26,300
特別利益	0	256	0	0	na	700	0
特別損失	9	8	1	36	na	0	0
税引前当期純利益	5,725	18,302	23,502	19,820	na	24,300	26,300
税金等	2,425	8,100	9,617	8,204	na	8,800	9,300
当期純利益	3,299	10,202	13,884	11,615	15,800	15,500	17,000

(単位)%

売上総利益率	10.3	15.4	17.9	16.3	17.0	17.2	17.3
戸建分譲(注2)	9.7	15.2	16.7	13.7	13.9	13.9	14.0
土地分譲(注2)	20.4	24.6	26.7	22.0	20%超	20.0	21.3
マンション分譲	2.2	3.8	20.6	25.4	20.0	20.7	20.6
請負工事(注2)	27.7	28.5	29.6	27.9	30.0	28.8	29.1
その他(注2)	90.0	98.8	99.0	99.1	na	95.0	95.5

(単位)棟、戸

計上棟(戸)数(注2)							
戸建分譲	6,117	6,975	7,508	7,139	8,000	7,700	7,950
マンション分譲(戸)	211	471	421	909	1,260	1,260	1,450
注文住宅(請負)	-	79	200	411	570	570	750

(単位)百万円

平均販売単価(注2)							
戸建分譲	27.1	25.6	25.0	25.0	25.2	25.1	25.2
マンション分譲	26.9	27.8	29.5	31.1	32.5	32.5	32.4
注文住宅(請負)	-	na	11.0	11.7	na	11.8	11.7

(出所)決算短信、会社資料、会社ヒアリング。CEIは会社予想、EはTIW予想

(注1)土地分譲は戸建分譲に含む

(注2)城南建設分を含まず

一建設 [3268/JQ] 週足 2012/04/18



(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 社及び大阪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。

			2010/1	2011/1	2012/1	2013/1 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	3,670	3,880	2,870	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	2,250	2,040	1,482	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	45,884	16,693	14,945	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	200,780	209,758	218,838	289,000
	営 業 利 益	百万円	18,558	23,874	20,310	24,400
	経 常 利 益	百万円	18,054	23,503	19,856	23,600
	当 期 純 利 益	百万円	10,202	13,884	11,615	15,500
	E P S	円	394.29	486.12	406.69	542.68
	R O E	%	36.2	32.9	22.1	22.0
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	91,464	106,753	118,706	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	5,544	6,095	6,498	-
	資 産 合 計	百万円	97,009	112,848	125,205	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	58,687	60,993	65,462	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	1,867	3,946	2,496	-
	負 債 合 計	百万円	60,555	64,939	67,958	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	36,451	47,907	57,238	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百万円	36,453	47,908	57,247	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	32,986	-9,665	5,642	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-3,041	-1,059	-530	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	-7,967	1,264	0	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	30,789	21,329	26,441	-

(注) 2012/1 期までは単体、2013/1 期から連結決算

## リスク分析

### 事業に関するリスク

- 事業に関するリスク
  - 東日本大震災の復興需要に伴う外注労務費、資材価格の上昇懸念。
  - 戸建分譲用地の取得競争激化による土地原価の上昇。
  - 消費者の住宅購入マインドの低下。この要因として、円高などによる雇用所得環境の悪化、住宅ローン金利の上昇、住宅ローン審査の厳格化（金融庁による銀行に対する住宅ローンの検査の動きがある）、住宅取得に係る政策支援の縮小、消費税引上げ、地価上昇や建築費の上昇による住宅価格の上昇、などが考えられる。金利上昇や消費税引上げは短期的には駆け込み需要を喚起するが、中長期的にはマイナス。
  - 少子高齢化、人口減少による長期的な住宅需要の減退。事業エリアが国内限定のためかかる影響を避けがたい。
  - 分譲マンションとの競合。郊外のマンション供給はリーマンショック以降、減少していたが、回復基調にある。

### 業界に関するリスク

- 業界に関するリスク
  - 住宅供給業者は、住宅の品質確保の促進等に関する法律（品確法）により、新築住宅の構造耐力上主要な部分等（基礎、柱、床版などや、屋根、外壁など雨水の浸入を防止する一定の部分）について、住宅の引渡の時から10年間瑕疵担保責任を負う（民法上の責任期間5年より厳しい）。かかる責任を負うことになった場合、保証工事費の発生や信用の低下を招く恐れがある。
  - 大工の高齢化の進展。大工不足は震災の復興需要による短期的な問題にとどまらず長期的な懸念材料。

## ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社大阪証券取引所（以下「大証」といいます。）が実施する「JASDAQ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、大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、当該企業が大証に支払った金額に大証からの助成金を加えたうえで株式会社ティー・アイ・ダヴリュ（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、大証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、大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、大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、大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大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、大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。

### <指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、大阪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.ose.or.jp/jasdaq/5578>