

アイナボホールディングス (7539・JASDAQスタンダード)

2014年8月4日

技能工不足を受けた選別受注で利益率向上

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	東京都足立区
代表者	阿部 一成
設立年月	1955/03
資本金	896百万円 (2014/03/31 現在)
上場日	1997/04/04
URL	http://www.ainavo.co.jp/
業種	卸売業

主要指標 2014/07/31 現在

株価	722円
年初来高値	749円 (2014/07/08)
年初来安値	595円 (2014/04/11)
発行済株式数	11,647,820株
売買単位	100株
時価総額	8,409百万円
予想配当 (会社)	24.0円
予想EPS (アナリスト)	90.78円
実績PBR	0.55倍

タイル工事のトップ企業

関東地盤の内外装タイル、住宅設備機器の専門工事会社大手。タイル工事では首位。卸販売も手掛ける。商材はLIXILなどから仕入れている。主力の戸建住宅向けの外壁・住宅設備工事の平均請負工事単価は50万円程度と小さいが、効率的な施工体制を確立し着実に利益をあげている。直傭の技能工は抱えず、技術研究センターにおける外注技能工の養成などにより技能工を囲い込んでいる。2013年2月に中京地盤のインテルグロー社を買収。同年10月に持株会社体制に移行。



14/9期業績は3期連続で前期比大幅増益見込み

14/9期2Q累計(10-3月)業績は、インテルグローの新規連結もあり、売上高309億円(前年同期比34.0%増)、営業利益14.0億円(同86.2%増)と急伸。2Q(1-3月)の戸建リフォーム工事の消費増税前の駆け込み需要が予想以上に盛り上がったことや、技能工不足を受けたマンションなどの大型工事の選別受注による採算改善が想定以上となったことなどから営業利益は期初予想を4.4億円も上回った。2月以降、駆け込み需要の反動により戸建の新設住宅着工戸数は減少に転じ、外部環境は悪化しているが、上期の貯金により、通期でも期初予想を上回る大幅増益見込み。

15/9期業績は高水準の利益を維持すると予想

戸建の新設着工戸数の先行指標となるハウスメーカーの戸建請負の受注は、昨年10月以降駆け込みの反動で大幅に落ち込んでいるため、10月からは前年同月比で増加に転じるとみる。2015年10月から消費税率が10%に引き上げられる場合は、8%への引き上げ時ほどではないにしても年明けから3月にかけて再駆け込み需要が発生するだろうし、15/9期末に向け戸建リフォームの再駆け込み需要も発生しよう。利益率の一層の向上は難しいとしても15/9期も高水準の利益を維持しよう。

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	
2013/9 実績	50,530	10.7	1,101	60.1	1,270	59.9	682	92.3	61.97	
2014/9	会社予想 (2014年5月発表)	58,000	14.8	1,690	53.4	1,860	46.4	1,030	50.8	89.05
	アナリスト予想	58,100	15.0	1,700	54.4	1,870	47.2	1,050	54.0	90.78
2015/9	アナリスト予想	57,600	-0.9	1,620	-4.7	1,800	-3.7	1,000	-4.8	86.46

会社概要

会社概要

● 会社概要

外装タイル、サイディング（注）、石材などの外壁工事、内装タイル工事、及び、ユニットバス、システムキッチンなどの水回りをはじめとする住宅設備機器の工事を中核事業とする。オフィス、商業施設、マンションなどの大型物件向けも手掛けるが、戸建住宅向けが主力。戸建住宅向けの各種タイル及びその関連商品、住宅設備機器の卸販売も行う。商材はLIXILなどから仕入れている。

（注）サイディング：外壁の材料は湿式と乾式に大別され、サイディングは乾式の代表格。湿式はモルタルや漆喰などをコテで塗るいわゆる塗り壁で、職人の腕で品質にばらつきが生じ、また比較的早くひび割れが生じるなどのデメリットがある。サイディングは工場生産された板状の外装材で、外壁に貼り付けるため、品質が安定的。外装タイルと比較すると安価で（当社では1軒当たり外装タイルが300～400万円程度、サイディングが100万円程度）、色柄やデザインも豊富で消費者の選択肢が広がるなどのメリットがある。

経営者

● 経営者

代表取締役社長の阿部 一成氏は、創業者の阿部 梅吉氏の曾孫。学習院大学を卒業後、同業（住宅設備機器販売など）の丸与産業株式会社（現 MANIX）での2年弱の勤務を経て、1979年に当社に入社。1991年に37歳で父親の阿部 清司氏から社長を引継ぎ、現在に至っている。

設立経緯

● 設立経緯

現社長の曾祖父でレンガ職人だった阿部 梅吉氏が、大正13年にレンガ工事を請負う阿部 梅吉商店を創業したのが源流。当時、レンガ造の建物は近代化を象徴するものだった。しかし、前年の関東大震災でレンガ造の建物の多くが倒壊。耐震性の問題から震災後、レンガ造は激減し、代わってRC造（鉄筋コンクリート造）が主流となっていった。コンクリート打放しでは、重厚さに欠けるためレンガ造と似た雰囲気を持つタイル張りが普及し、当社もタイル工事にシフトした。昭和30年代頃から家風呂が普及し、浴室の壁や浴槽にモザイクタイルが使用されるなど高度成長期にタイルの需要が急増したことを受け、昭和36年に三和商会の設立により卸販売を本格化し、業容を拡大した。平成9年の株式公開時では卸販売が請負工事よりも多く、業種分類は卸売業となったが、バブル崩壊後の住宅着工戸数の減少、工法の変遷などによるタイル需要の縮小を受け、請負工事への回帰姿勢を強め、現在は請負工事が主力。内外装タイル工事にほかに、サイディングの外壁工事や、水回りなどの住宅設備工事を拡大し、業容の維持拡大に努めている。

会社概要

沿革

1924年	NA	タイル、レンガ工事請負業の阿部梅吉商店を創業
1955年	3月	阿部窯業（株）を東京都北区に設立（個人商店を株式会社に改組。同時にタイル販売部門を新設。
1961年	3月	タイル販売部門を分離し、完全子会社（株）三和商会を設立
1964年	4月	施工能力の向上を目的として、企業内職業訓練による技術工の養成を開始
1965年	1月	タイル工事請負を目的として、大阪市に完全子会社大阪阿部窯業（株）を設立
1974年	3月	建築物の高層化に対応するため、PC工法の研究及び設計施工を開始
1983年	4月	ユニット事業部を設置し、ユニットバス、住宅設備機器の取付け工事を開始
	10月	ユニット事業部を分離し、完全子会社阿部窯業ユニット（株）を設立
1984年	3月	タイル工事請負を目的として、横浜市に完全子会社横浜阿部窯業（株）を設立
1989年	4月	本社を現所在地の東京都足立区鹿浜に移転
	11月	研究施設としてタイル技術工養成のためのタイル技能研修所を埼玉県川口市に設置
1991年	4月	石材工事の請負を開始
1992年	4月	組織の整備と経営効率の向上を目的として、子会社4社を吸収合併し、商号をアベルコに変更
1997年	4月	株式を店頭登録
1998年	10月	温調技研（株）を買収、子会社化
2004年	2月	温調ライフ（株）は戸建住宅関連企業を買収し、事業規模が拡大したことにより連結対象とする
2009年	4月	温調ライフ（株）は吸収分割及び第三者割当増資に伴い持分比率が低下したため連結対象から除外
2011年	6月	六本木にオリジナル高級浴槽「アルティス」とオリジナルタイル「マリスト」の複合ショールームを開設
2012年	6月	埼玉県川口市に総合技術研究センターを開設
2013年	2月	（株）インテルグローの株式を65.8%取得
	5月	（株）インテルグローを株式交換により完全子会社化
	10月	持株会社体制に移行し、現在の商号に変更

（出所） 有価証券報告書、会社資料

会社概要

大株主

● 大株主（2014年3月31日現在）

	株主	所有株式数 (株)	所有比率 (%)
1	マルティス (株)	1,116	9.58
2	(株) アベタ	545	4.68
2	ホールセール (株)	545	4.68
4	従業員持株会	541	4.65
5	(株) タクルコ	484	4.16
6	(株) マユルコ	440	3.78
7	阿部 一成	337	2.90
8	阿部 太一	319	2.74
8	阿部 亮平	319	2.74
10	阿部 哲二	315	2.71
	上位10位計	4,964	42.62

(出所) 四半期報告書

(注) 7位は社長。1位は同氏の資産管理会社。

8位の阿部 太一氏は社長の長男で当社社員。2位のアベタは同氏の資産管理会社。同じく8位の阿部 亮平氏は社長の次男で当社社員。2位のホールセールは同氏の資産管理会社。

10位は社長の弟で当社顧問弁護士。5位、6位は同氏の家族の資産管理会社。

企業理念

● 企業理念

「快適で人に優しい空間を創造する企業として、人財の育成を通じ、社会環境の健全化に貢献する」

社名のアイナボは、AVAIL(有益な)に達成するという意味のラテン語 NAVO(ナボ)を組み合わせた造語。中核事業会社のアベルコは、AVAILと会社(コーポレーション)を示す Co を組み合わせた造語。

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

2013年2月：(株) インテルグローの株式を65.8%取得し子会社化

2013年5月：残りのインテルグローの株式を株式交換で取得し完全子会社化

2013年10月：吸収分割による抜け殻方式により持株会社体制に移行し、商号を(株)アベルコから(株)アイナボホールディングスに変更。

事業概要

企業組織

● 企業組織

純粋持株会社のもとに、事業会社として、中核の（株）アベルコ、買収した（株）インテルグロー、温調技研（株）、アベルコ ベトナムがある。アベルコと温調技研の商圏は関東中心に福島と大阪。インテルグローの商圏は中京。

事業の内容

● 事業の内容

各種タイル及びその関連商品、住宅関連の設備機器の販売並びにタイル工事、内装仕上げ工事、石工事、管工事、空調工事、衛生設備工事及びこれらに関連する事業。

部門別事業内容

● 部門別事業内容

➢ 戸建住宅事業

- ① 外壁工事：外装タイル、サイディング、石材による戸建住宅の外壁や外構工事、及び内装タイル工事をハウスメーカー、工務店、地場ゼネコンなどから請負う。製造は行っておらず、商材はLIXIL などから仕入れ、工事を行う。
- ② 住宅設備工事：ユニットバス、システムキッチン、トイレ、給湯機器などの住設機器工事をハウスメーカー、工務店、ゼネコンなどから請負う。製造は行っておらず、商材はLIXIL などから仕入れている。太陽光発電システムも手掛けている。戸建住宅の屋根だけにとどまらず、倉庫などの屋根や遊休地を利用した 10～50KW の中規模の産業用も手掛ける。
- ③ タイル及び関連商品販売：タイルなどの卸販売。LIXIL などから仕入れ、工務店などに販売する。オリジナルタイルブランド「マリスト」を育成中。
- ④ 住宅設備機器販売：住宅設備機器、木質建材などの卸販売を行う。

➢ 大型物件事業

- ① タイル（外壁）工事：ビル、マンション、商業施設などの戸建住宅以外の大型建築物の外装タイル、石材、ルーバーなどの外壁工事をゼネコンなどから請負う。
- ② 住宅設備工事：マンションのユニットバス、システムキッチンなどの住宅設備機器の工事や、オフィス、マンション、商業施設などにおける床タイルなどの工事をゼネコンなどから請負う。空調衛生工事は温調技研において行っている。

事業概要

店舗網

● 店舗網

2014年3月末時点でアベルコは関東（1都6県）に15支店、7営業所を有するほか、福島県郡山市と大阪にも支店がある。インテルグローは中京3県（静岡県、愛知県、三重県）に9営業所を有する。15/9期に練馬営業所を新規開設予定。

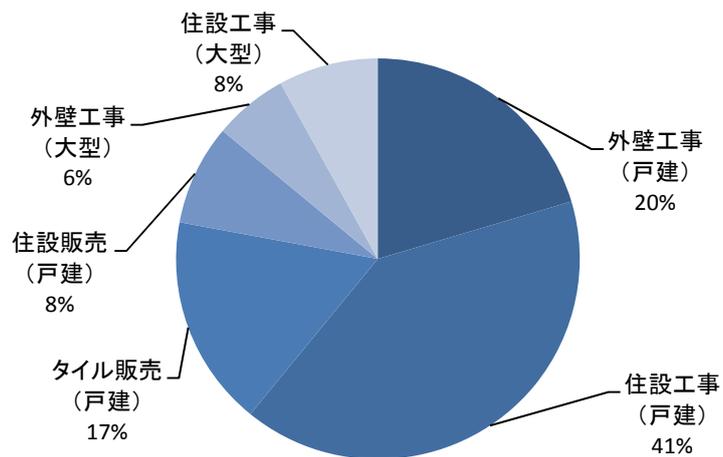
取引銀行

● 取引銀行

メインバンクは三井住友銀行、サブメインは東京都民銀行。実質無借金経営。金融環境の激変に備え、保守的に三井住友銀行を中心にコミットメントライン50億円を設定している。

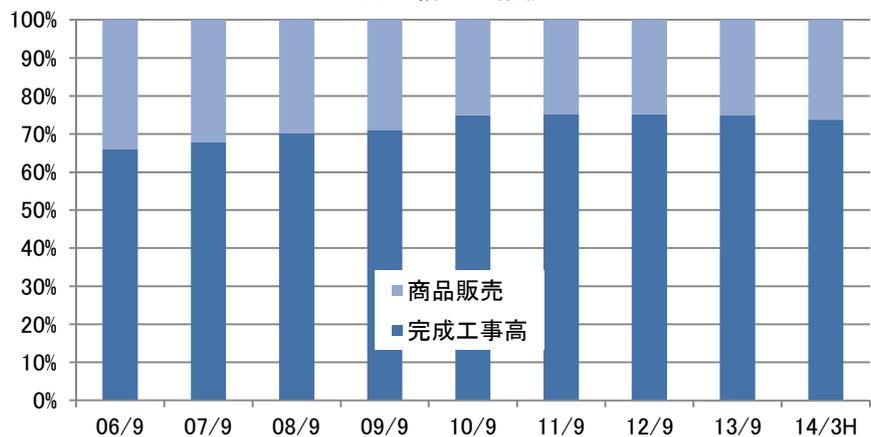
売上構成

● 売上構成（13/9期）



(出所)会社資料

売上構成の推移



(出所)決算短信、会社資料、有価証券報告書

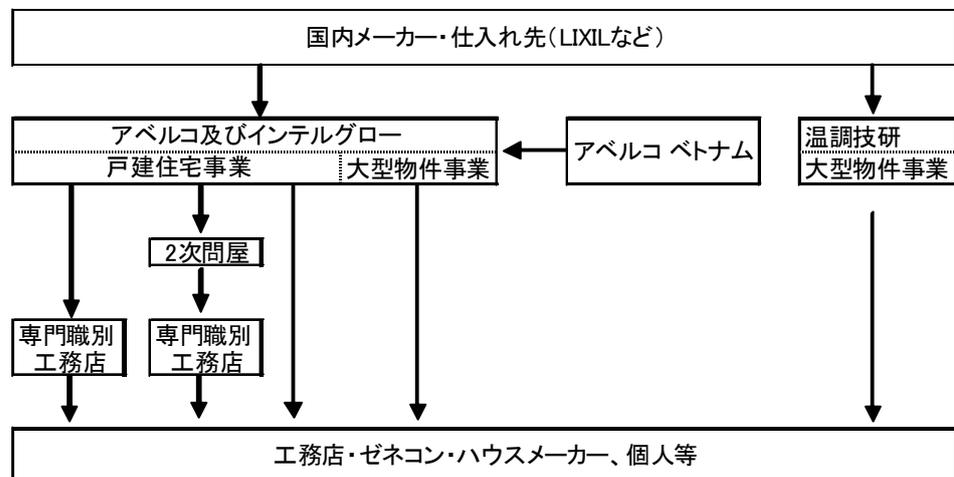
事業概要

業種分類は卸売業だが、実態は建設業

創業時は工事請負からスタートしたが、高度成長期のタイル関連の市場拡大に伴い卸販売が増加し、1997年の店頭公開時では卸販売（前頁下図では商品販売）が約7割と完成工事高よりも多くなっていたため、業種分類は卸売業となった。その後の新設住宅着工戸数の減少などを受け、工事請負への回帰姿勢を強め、現在では完成工事高の比率が75%弱となっており、実態としては建設業といえる。

ビジネスモデル

● ビジネスモデル図



(出所)決算短信を参考にTIW作成

最大の仕入れ先はLIXILだが、集中リスク低減のため分散化を図っている

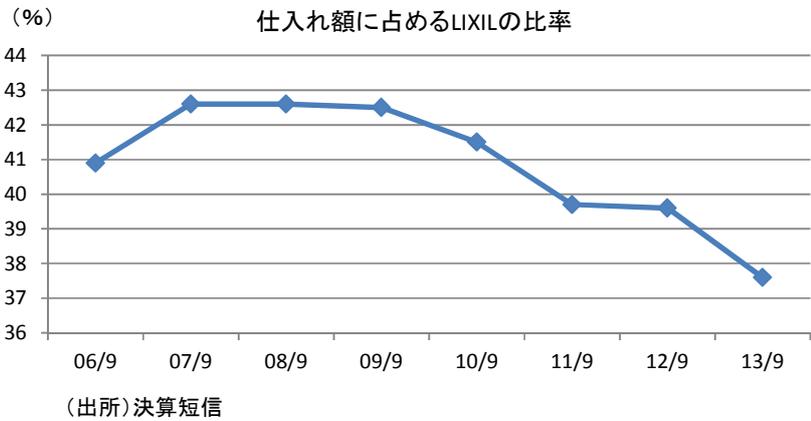
主な仕入れ先は、LIXILグループ(5938)の中核事業会社のLIXILをはじめ、TOTO(5332)、リンナイ(5947)、ノーリツ(5943)、クリナップ(7955)、大建工業(7905)、トクラス(旧社名ヤマハリビングテック)、ハウステックなど。LIXILは2011年4月にトステム、INAX、新日軽、東洋エクステリア、サンウエーブ工業の5社が統合して発足したが、5社の中ではINAXからの仕入れが多かった。

当社の取扱商材のほとんどはLIXILで調達可能であり、仕入れ額に占める同社の比率は4割弱と高い。ただし、近年、LIXILからの仕入れ比率が次頁図のようにやや低下傾向になっている。これは、5社統合に伴う生産物流拠点の混乱により、ユニットバスや洗面化粧台などの商品の安定供給に支障をきたしたことからハウスメーカーのスペックアウト(各ハウスメーカーの仕様からのLIXIL商品外し)の動きが続いたことに対し、1社集中リスクを低減するため、政策的に仕入れ先の分散を図っているため。尚、13/9期下期から新規連結されたインテルグローもアベルコと同様にLIXILの比率が高く、この新規連結はLIXIL比率の低下要因には特になっていない。

事業概要

地場工務店との取引を強化中

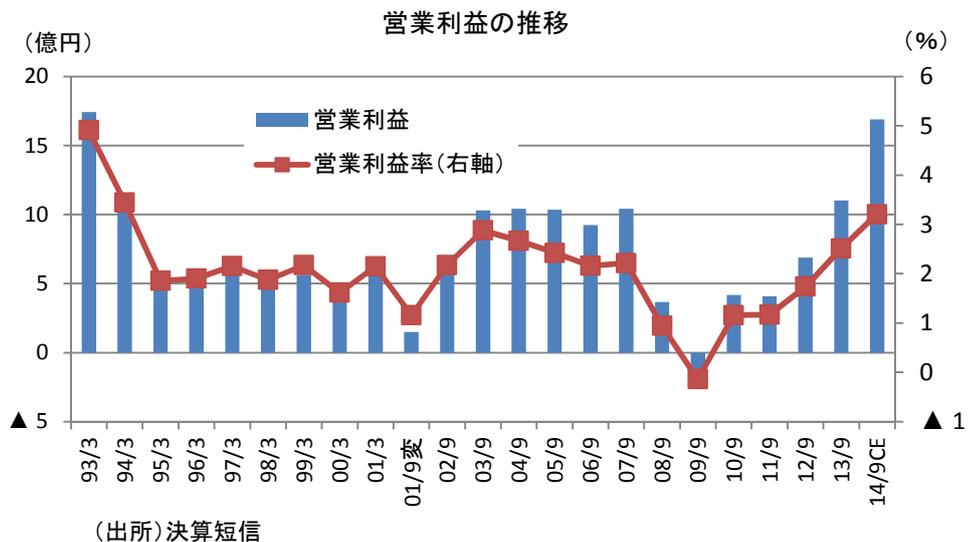
収益構造



戸建住宅事業の完成工事高の経路別内訳は、13/9 期で工務店 37.7%、ハウスメーカー35.9%、ゼネコン・個人・その他 26.4%。リフォーム需要の取り込み強化などのため、中小工務店の新規開拓に最も注力している。

● 収益構造

受注、売上高は、関東及び中部地方の住宅着工戸数に影響を受ける。工事請負業の常として事業の収益性は必ずしも高くはないが、コストコンシャスな経営、徹底した施工管理、信用リスク管理などにより安定的な営業利益をあげている。上場以来、赤字になったのは、リーマンショックによる売上高減少に加え、ゼネコンなどの破綻による貸倒関連費用の増加が厳しかった09/9 期のみ（この時も赤字幅は限定的だった）。



事業概要

安定的な営業キャッシュフローを背景に、M&A に積極姿勢

中小工務店との取引では債権回収が重要となるが、緻密な信用リスク管理、債権管理により、売上債権回収日数は概ね 80 日前後と建設業としては問題のない水準で推移しており、営業キャッシュフローは概ね安定的にプラス。

まとまった設備投資は技術研修センターやショールーム程度に限られ、恒常的に大きな設備投資は必要がない。こうしたことからフリーキャッシュフローは概ね安定的にプラスで推移しており、資金調達の必要が乏しい。結果、2014 年 3 月末では実質無借金となっている。自己資本比率は 51.8%。インテルグローの買収、連結化に伴い自己資本比率はやや低下したものの高水準を維持しており、財務の健全性は高い。建設業界においては、自己資本比率の高さが取引上の信頼の向上につながる面があるため、当社では自己資本比率 50%の維持を重要な経営指標としている。

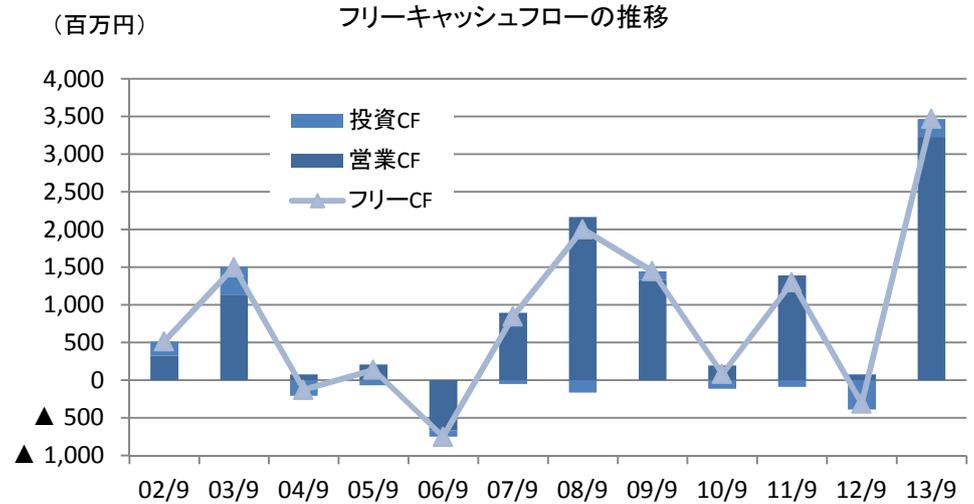
今後も安定した営業キャッシュフロー、財務基盤を背景に、チャンスがあれば、近畿、九州において M&A を行い、事業基盤を西に拡げていきたいとしている。持株会社体制への移行には、そうした狙いもあるとみられる。



(出所) 有価証券報告書、四半期報告書をもとにTIW作成

(注) 売上債権回転日数 = (受取手形 + 売掛金 + 完成工事未収入金 - 未成工事受入金) / 売上高 × 365

事業概要

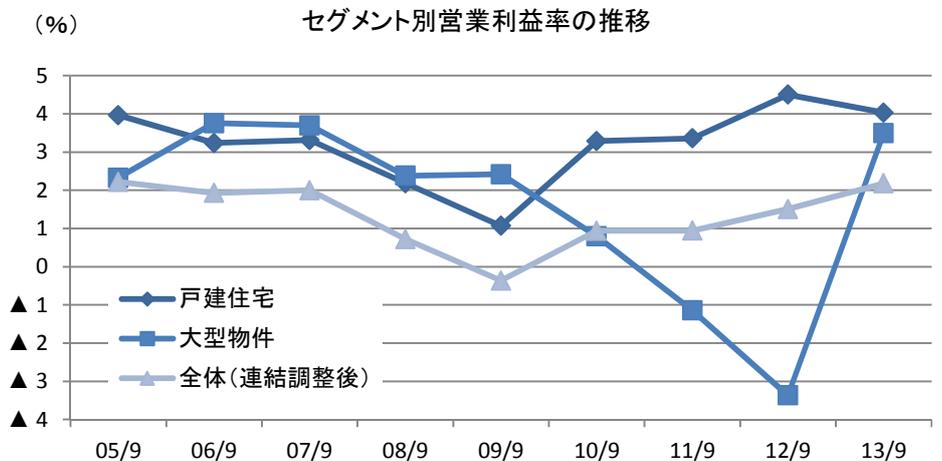


(出所) 決算短信をもとにTIW作成
 (注) フリーCF = 営業CF + 投資CF

戸建住宅事業の利益率は大型物件事業に比べ安定的

戸建住宅事業と大型物件事業では、ゼネコンの下請けとなる大型物件よりも戸建住宅の方が、安定的に利益率が高い。このため工務店の新規開拓に注力するなどし、戸建住宅事業の拡大を図っている。

大型工事については、近年、技能工の維持確保のため戦略的な不採算工事の受注を余儀なくされ赤字になっていたが、東日本大震災後、復興需要などにより建設投資が回復に向かう中、構造的な労務不足が顕在化したことを受け、選別受注が可能になっており、13/9 期以降、採算は急速に改善している。ただし、今後も戸建住宅に注力する方針には変わりはなく、大型工事には新たな人的資源の配賦を行っていない。



(出所) 決算短信をもとにTIW作成

事業概要

完成工事と卸販売の売上総利益率の内訳は開示していないが、完成工事の方が高いとしている。

タイルや高級浴槽などの高付加価値のオリジナル商品に注力することで利益率の向上を図っている。

小規模工事でも利益を出せるバックオフィス体制を構築

新築の戸建住宅関連工事（外壁、プレカット、水回り、木質建材、太陽光システムなど）を一括して受注すると、500～600万円になるが、一括受注できるのは、全体の2割程度しかない。工務店の信用リスクを考慮し、意図的に一部しか受注しないこともある。また、リニューアル工事が全体の2～3割程度を占めるもよう。こうしたことから戸建住宅事業の平均請負工事単価は50万円程度と小さい。このため技能工の調達はもちろんのこと、緻密な施工管理、原価管理、請求・入金・未収管理など効率的なバックオフィスを構築しないと利益を出すことは困難。当社では、①総合技術センターにおける未熟練外注技能工の研修実施などによる施工ミス、クレームの削減、②工事管理システム「Aceシステム」の機能の拡充、③2009年春に設立したアベルコベトナムにおける戸建住宅向け施工図面作成による人件費抑制及び発注ミス、見積書作成ミスなどの削減（施工図面なしで工事を行っている会社が多い）などに取組み、小規模工事でも利益を出せる体制をつくりあげている。

工事の参入障壁は意外に高い

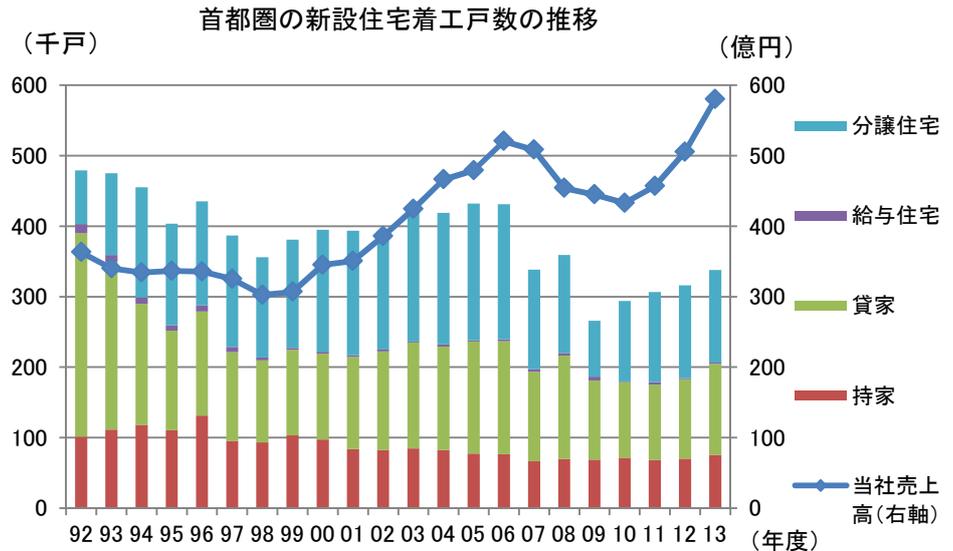
卸販売と請負工事では取引先が同じでも経理処理が異なるなど、作業が煩雑なこともあり、卸販売の大手企業が工事に参入しても利益が出ずに撤退するなど、参入障壁は意外に高い。

敢えて収益を上げにくいニッチ分野にフォーカスしていることが当社の最大の特徴といえよう。信用リスクの高い中小工務店の新規開拓に注力しているのはこうした戦略に沿ったものといえよう。

戸建住宅事業の中では外壁工事のうち高級住宅などに利用される付加価値の高いタイルの利益率が高く、安価なサイディングの利益率は低い。13/9期の戸建住宅事業における外壁工事の売上高102億円のうち24億円がサイディング。低単価のため、まだ売上高に占めるウエイトは限定的だが、タイルからサイディングへ需要がシフトする傾向のため、サイディングの採算性向上が重要になっており、工場でのプレカットなどの工夫を凝らしている。

市場分析

当社の業績は、新設住宅着工戸数の動向に左右される。中でも中核のアベルコの地盤である首都圏における戸建（持家と戸建分譲）の動向が重要といえよう。ただし、中部圏地盤のインテルグローを買収したことなどから、今後は、全国の動向をみていく必要がある。



(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告」、決算短信をもとにTIW作成
(注)13年度の当社売上高は会社予想

戸建の消費増税の 駆け込み需要の反 動は予想以上に厳 しい

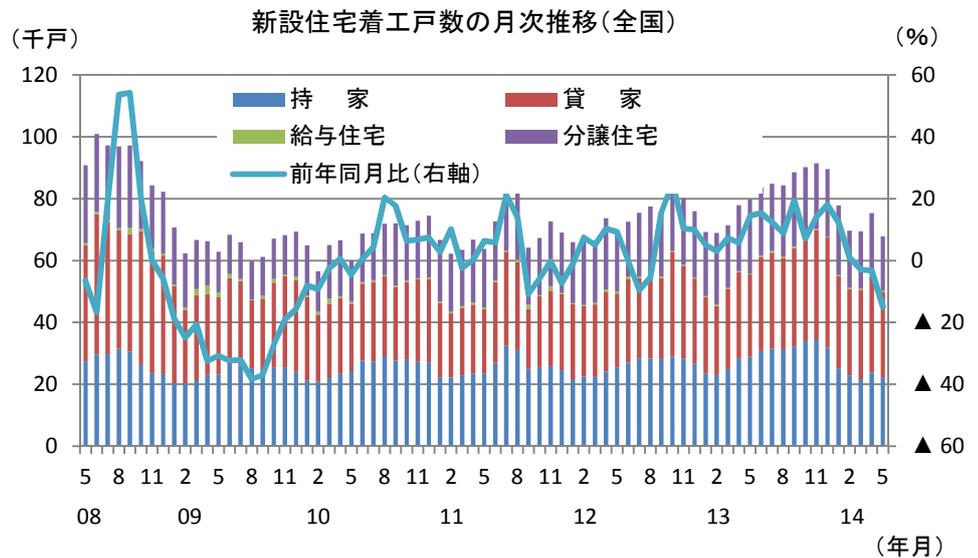
2013年度の新設住宅着工戸数(全国)は、98万7,254戸(前年度比10.6%増)。うち、特に当社業績に影響が大きい持家は35万2,841戸(同11.5%増)、戸建分譲は13万3,906戸(同7.5%増)だった。消費増税の経過措置として2013年9月末までに請負契約を結べば旧消費税率5%が適用されたことや、長期金利の先高観から駆け込み需要が発生し、高い伸び率になった。

しかし、消費増税前の駆け込み需要の反動は、特に持家に大きく表れ、持家の新設住宅着工戸数の先行指標である大手ハウスメーカーの戸建請負の受注は、昨年10月以降前年同月比20~30%前後の落ち込みが続く厳しい状況になっている。駆け込みの反動に加え、金利の先高観が後退していること、株式市場が膠着状態になり資産効果が薄れていることなどが不調の要因と考えられる。

戸建請負の受注の落ち込みによる新設住宅着工戸数(持家)への影響は、年初から顕著になり、2月に前年同月比▲0.4%とマイナスに転じて以降、3月▲13.0%、4月▲16.1%、5月▲22.9%と4カ月連続で前年同月比マイナス。マイナス幅も拡大傾向になっている。

大手ハウスメーカーの戸建請負の受注は6月も回復の兆しをみせておらず、6月以降も持家の着工戸数は厳しい状況が続くとみる。

市場分析



(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告」

外壁におけるタイルの使用は基本的に減少基調

当社のコア事業といえるタイルの需要は、①戸建住宅の外壁がタイルから安価なサイディングにシフトしていること、②オフィスの外壁はガラスやカーテンウォールが中心になってきた、などから、住宅、非住宅を問わず、タイルの使用機会は縮小傾向にある。

こうしたことから、現在では、タイルの国内メーカーは、LIXILグループ(5938)、ダントーホールディングス(5337)、TOTO(5332)くらいとなっている。しかも、ダントーホールディングスは赤字が続く厳しい状況にあり、TOTOもタイルの製造は縮小傾向にある。

一方、タイル工事業者は、2000年の品確法(住宅の品質確保の促進等に関する法律)の施行により新築住宅の請負契約における瑕疵担保責任の期間が10年とされたことを受け(民法では5年)、中小業者の淘汰が進んだ。当社はシェアアップによりタイル市場縮小の影響を一部オフセットしている。

タイル市場の縮小に対しては、シェアアップのほかに、サイディングへの取組み強化、また、ディスプレイ、収納システム、カウンター、手すりなど住宅設備機器の取扱商材を拡大するなどの対応を行っている。

上場している競合会社としては、橋本総業(東証2部:7570)、すてきナイスグループ(8089)、ジューテックホールディングス(JASDAQ:3157)、JKホールディングス(9896)がある。これらは建材や住宅設備機器の卸販売が主力であり、先述のように工事はほとんど行っていない。

業 績

インテルグローの新
規連結の影響を除
いても前年同期比
75.5%営業増益

リフォームの駆け込
み需要が想定以上
となったことなどか
ら、期初会社業績
予想を上振れ

● 14/9 期 2Q 累計（10-3 月）業績解説

14/9 期 2Q 累計業績は、売上高 309 億円（前年同期比 34.0%増）、営業利益 14.0 億円（同 86.2%増）、経常利益 14.8 億円（同 84.6%増）、純利益 8.9 億円（同 88.7%増）。4 月 22 日に 2Q 累計及び通期業績予想の上方修正を発表しており、ほぼ修正予想線での着地となった。

買収したインテルグローの P/L 連結は 13/9 期下期からだったため、インテルグローの 6 カ月分の業績がそのまま増収増益要因となっている。インテルグローの寄与は、売上高 52.5 億円（13/9 期下期は 52.0 億円）、営業利益 0.8 億円（同 0.1 億円）、経常利益 1.0 億円（同 0.7 億円）、純利益で 0.7 億円（同 0.4 億円）としている。インテルグローの売上高が全体に占める割合は 17.0%。インテルグローはアベルコに比べ収益性が低く、利益寄与は現状では限定的。インテルグロー分を控除すると、前年同期比 11.2%増収、75.5%営業増益となる。いずれにせよ大幅増益の好決算。

期初会社予想に対する上振れ額は、売上高 8.0 億円、営業利益 4.4 億円、経常利益 4.2 億円、純利益 3.1 億円。売上高の上振れの主因は、年初から 3 月半ばまでに発生した消費増税前の戸建リフォームの駆け込み需要が予想以上となり、戸建住宅事業の住設工事及び住設販売が想定以上に増加したこと。尚、新築工事もリフォーム工事も当社が行う工事内容は基本的に同じであるため、リフォーム工事の売上高の正確な集計は行っていないもよう。

営業利益の上振れ要因は、①大型物件事業において、技能工不足から選別受注を進めたことによる採算性向上が想定以上になったこと（特に外壁のタイル工事の採算性向上が際立った）、②増収効果（小口の戸建リフォームの駆け込み需要により多忙を極めた 2~3 月も技能工の効率的な手配などによる施工効率の向上により工期遅延を出すことなく着実に利益に結び付けることができた）、③工務店の事業環境の好転などにより貸倒関連費用が 0.9 億円の想定に対し、0.1 億円にとどまった、など。

全体の売上総利益率は 14.7%（前年同期比 1.1pt 増）。インテルグローの新規連結が低下要因になったにもかかわらず、改善した。特に選別受注による大型物件事業のタイル工事の採算性改善が牽引した。戸建住宅事業の売上総利益率も前年同期比 0.3~0.5pt 改善したもよう。4 部門全てで改善した。技能工不足の中、駆け込み需要が発生し、難しい環境であったが、上記のように着実に利益に結びつけた。また、株高による資産効果を受け、大手ハウスメーカーでオプション仕様のタイルの採用が増えたことが利益率向上に貢献した。豪雪により LIXIL の工場の屋根が崩落し、キッチンの供給が 2 カ月ストップしたが、他メーカーに発注を振り分け大きな影響は出なかった。

業 績

損益計算書(半期)

(単位)百万円

	10/9		11/9		12/9		13/9		14/9	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期CE
売上高	23,148	21,336	22,902	20,376	23,858	21,797	23,066	27,464	30,903	27,097
戸建住宅事業	17,921	16,358	19,689	17,366	20,186	18,315	20,020	23,447	26,867	23,533
完成工事高	11,988	11,155	13,784	12,481	14,025	13,173	14,476	16,293	18,762	na
外壁工事	3,449	3,220	4,675	4,008	4,995	4,695	5,182	5,112	6,110	na
住設工事	8,539	7,935	9,109	8,473	9,030	8,477	9,294	11,181	12,652	na
販売	5,933	5,201	5,904	4,885	6,160	5,143	5,543	7,155	8,104	na
タイル販売	4,052	3,457	4,081	3,328	4,602	3,792	4,186	4,428	5,258	na
住設販売	1,881	1,744	1,823	1,556	1,558	1,350	1,357	2,727	2,846	na
大型物件事業(完成工事高)	5,227	4,978	3,212	3,011	3,672	3,481	3,046	4,017	4,036	3,564
タイル(外壁)工事	2,569	2,545	1,490	1,199	1,676	1,474	1,311	1,712	1,874	na
住設工事	2,658	2,433	1,722	1,811	1,995	2,007	1,734	2,305	2,162	na
売上原価	20,294	18,866	20,102	17,973	20,951	19,195	19,918	23,650	26,365	na
売上総利益	2,854	2,469	2,799	2,404	2,907	2,601	3,148	3,814	4,537	na
(売上総利益率)(%)	12.3	11.6	12.2	11.8	12.2	11.9	13.6	13.9	14.7	na
販管費	2,421	2,484	2,452	2,341	2,389	2,431	2,399	3,461	3,133	na
うち貸倒引当金繰入額	20	15	25	▲ 5	67	▲ 65	2	25	15	90
営業利益	433	▲ 16	347	62	517	171	748	353	1,404	286
戸建住宅事業	736	391	762	483	1,002	732	1,056	697	1,443	na
大型物件事業	102	▲ 21	▲ 23	▲ 48	▲ 108	▲ 133	127	120	309	na
連結調整額	▲ 406	▲ 385	▲ 390	▲ 373	▲ 376	▲ 428	▲ 434	▲ 464	▲ 348	na
営業外収益	58	60	59	55	66	59	62	131	135	na
営業外費用	10	9	9	8	9	9	8	16	58	na
経常利益	481	35	397	109	574	220	802	468	1,481	379
特別利益	18	6	33	66	0	0	42	▲ 41	32	na
特別損失	63	42	5	34	32	1	1	1	0	na
税金等調整前当期純利益	436	▲ 1	426	140	541	220	842	426	1,513	na
法人税等	240	32	222	67	255	151	366	207	614	na
当期純利益	196	▲ 34	203	73	285	70	476	206	898	132

前年同期比増減

(単位)%

	10/9		11/9		12/9		13/9		14/9	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期CE
売上高	▲ 10.5	9.3	▲ 1.1	▲ 4.5	4.2	7.0	▲ 3.3	26.0	34.0	▲ 1.3
営業利益	48.5	赤縮	▲ 19.7	黒転	48.8	175.8	44.8	106.4	86.2	▲ 19.0
経常利益	38.7	黒転	▲ 17.5	211.4	44.4	101.8	39.7	112.7	84.6	▲ 19.0
純利益	110.1	赤縮	3.6	黒転	40.4	▲ 4.1	66.7	赤転	88.7	▲ 35.9

(出所)決算短信、会社資料をもとにTIW作成

(注)CEは会社予想

13/9期下期からインテルグローが新規連結

下期の会社業績予想は期初予想から小幅下方修正

● 14/9 期業績予想

4月22日発表の通期業績予想の上方修正から再度の修正はなかった。期初予想からは、売上高が4.0億円、営業利益が3.8億円、経常利益が3.5億円、純利益が2.0億円、それぞれ増額されている。2Q累計業績の期初予想からの上振れに比べ、増額修正幅が小さい。すなわち、下期の業績予想は、期初予想から小幅下方修正されている。下方修正額は、売上高4.0億円、営業利益0.6億円、経常利益0.7億円、純利益1.1億円。単に保守的という面はあろうが、昨年10月以降、消費増税の駆け込み需要の反動によるハウスメーカーの戸建請負の受注減が予想以上に厳しいことを考慮したと考えられる。

業 績

3Q(4-6月)は閑散期のため、利益はほとんどないか、若干の赤字だろう

もともと建設業の常として、例年3月が含まれる上期偏重で、下期は利益が余り出ない（前頁の表で13/9期下期の売上高が上期より多くなっているのはインテルグローの新規連結による）。今下期は駆け込み需要の反動により、前年同期比減収減益見込み。3Q(4-6月)は、特に閑散期であり、利益はほとんどないか、若干の赤字になるとみられる。

大型物件事業は受注から売上に立つまでに半年から1年ほどかかるため、今期の業績はみえている。

戸建住宅事業の外部環境は芳しくないが、下期の目標が高くないことから修正予想の売上高の達成は可能だろう。下期も貸倒関連費用を0.9億円見込んでいるが、現状の環境ではこれより少なく済むとみられる。上期は駆け込み需要対応で極めて繁忙だったため、工務店の新規開拓が低調だったが、下期は注力するとみられる。

全体では、概ね会社修正予想で着地すると考える。14/9期は3カ年の中期経営計画の最終期に当たり、売上高500億円、売上高営業利益率2%（営業利益10億円）を掲げていたが（インテルグローの買収は考慮されていない）、中計策定時から外部環境が著しく好転したことにより大幅に超過達成することになる。会社業績予想では売上高営業利益率は2.9%となる。

好調な業績を受け、年間配当は4円増配の24円の予定。

● 15/9期業績予想

大型物件事業の受注環境は技能工不足がプラスに働き好転しているが、あくまで戸建住宅事業に経営資源を傾注する方針であり、大型物件事業に関しては選別受注による採算重視姿勢を崩さず、売上を伸ばすことはしない方針。

戸建住宅事業は、今後のハウスメーカーの戸建請負の受注動向にかかっている。この点、10月からは前年同月の水準が低くなることから底打ちするとみられる。予定通り来年10月から消費税率が10%に引き上げられる場合は、経過措置により、来年3月末までに請負契約を結べば現行税率の8%が適用される。今回の駆け込み需要は8%への引上げ時ほど大規模にはないだろうが、年明けからある程度発生しよう。従って、ハウスメーカーの受注は10月から来年3月までは前年同期比で回復傾向となり、概ね3カ月遅れで当社の売上に効いてこよう。また、戸建リフォームの再駆け込み需要は、4Q(7-9月)に出こよう。工務店の新規開拓や、2年ほど前から取り組んでいる木質建材など新商材の拡大なども寄与しよう。

技能工不足による外注労務費の上昇、貸倒関連費用の削減余地がないことから、アベルコの売上高営業利益率の一段の改善は難しいだろう。インテルグローの利益率は改善余地があろう。以上を踏まえ、全体では前期比微減収小幅減益を予想する。前回レポートの予想からは、利益は増額修正となる。

15/9期は消費増税の再駆け込み需要などにより、引続き高水準の利益を確保しよう

強みを持つ工事への注力やM&Aなどにより、中長期的に業績を維持拡大しよう

● 16/9 期以降の業績の見方

16/9 期は予定通り消費税率が引き上げられれば、消費税率 10%となり、住宅需要喚起のための新たな政策支援がないと新設住宅着工の低迷が予想される。戸建の新築、建替えは、株式市場の動向に左右されるところが大きいため、株式市場の動向にも注意が必要だろう。一方、戸建リフォーム需要は潜在需要の大きさから底堅く推移するとみられ、下支え要因となろう。

中長期的には人口減により戸建住宅需要は先細りになると考えられるため、卸販売は供給過剰感が強まろう。そのため当社が得意とする工事、特に付加価値が高く競合相手の少ないタイル工事に一層注力することや、工務店の新規開拓、商材の拡大、M&Aにより、業績を維持拡大していくと考える。

損益計算書

	08/9	09/9	10/9	11/9	12/9	13/9	14/9CE	14/9E	15/9E
(単位)百万円									
売上高	50,815	45,383	44,484	43,278	45,655	50,530	58,000	58,100	57,600
戸建住宅事業	38,470	35,173	34,279	37,055	38,501	43,467	50,400	50,500	49,900
完成工事高	23,353	22,055	23,143	26,265	27,198	30,769	na	35,100	35,000
外壁工事	7,047	6,338	6,669	8,683	9,690	10,294	na	11,100	11,000
住設工事	16,305	15,717	16,474	17,582	17,507	20,475	na	24,000	24,000
販売	15,116	13,116	11,134	10,789	11,303	12,698	na	15,400	14,900
タイル販売	11,177	9,376	7,509	7,409	8,394	8,614	na	10,000	9,700
住設販売	3,939	3,740	3,625	3,379	2,908	4,084	na	5,400	5,200
大型物件事業(完成工事高)	12,345	10,210	10,205	6,223	7,153	7,063	7,600	7,600	7,700
タイル(外壁)工事	6,751	5,103	5,114	2,689	3,150	3,023	na	3,400	3,500
住設工事	5,593	5,107	5,091	3,533	4,002	4,039	na	4,200	4,200
売上原価	45,162	40,095	39,160	38,075	40,146	43,568	na	50,100	49,480
売上総利益	5,652	5,287	5,323	5,203	5,508	6,962	na	8,000	8,120
(売上総利益率)(%)	11.1	11.6	12.0	12.0	12.1	13.8	na	13.8	14.1
販管費	5,285	5,453	4,905	4,793	4,820	5,860	na	6,300	6,500
うち貸倒引当金繰入額	411	421	35	20	2	27	105	50	100
営業利益	367	▲ 165	417	409	688	1,101	1,690	1,700	1,620
戸建住宅事業	840	376	1,127	1,245	1,734	1,753	na	2,000	1,900
大型物件事業	294	247	81	▲ 71	▲ 241	247	na	500	500
連結調整額	▲ 767	▲ 788	▲ 791	▲ 763	▲ 804	▲ 898	na	▲ 800	▲ 780
営業外収益	139	121	118	114	125	193	na	270	280
営業外費用	26	18	19	17	18	24	na	100	100
経常利益	480	▲ 62	516	506	794	1,270	1,860	1,870	1,800
特別利益	6	12	24	99	0	1	na	50	10
特別損失	8	70	105	39	33	2	na	10	10
税金等調整前当期純利益	477	▲ 120	435	566	761	1,268	na	1,910	1,800
法人税等	295	45	272	289	406	573	na	860	800
当期純利益	182	▲ 165	162	276	355	682	1,030	1,050	1,000

前期比増減

	08/9	09/9	10/9	11/9	12/9	13/9	14/9CE	14/9E	15/9E
(単位)%									
売上高	▲ 2.3	▲ 10.7	▲ 2.0	▲ 2.7	5.5	10.7	14.8	15.0	▲ 0.9
営業利益	▲ 64.7	赤転	黒転	▲ 2.1	68.0	60.1	53.4	54.4	▲ 4.7
経常利益	▲ 58.3	赤転	黒転	▲ 2.0	57.0	59.9	46.4	47.2	▲ 3.7
純利益	▲ 70.6	赤転	黒転	70.2	28.3	92.3	50.8	54.0	▲ 4.8

諸指標

	08/9	09/9	10/9	11/9	12/9	13/9	14/9CE	14/9E	15/9E
(単位)%									
自己資本比率	52.4	57.7	57.7	59.0	58.3	51.3	na	51.9	54.2
総資産経常利益率	1.9	▲ 0.3	2.3	2.3	3.5	5.0	na	6.4	6.1
ROE	1.4	▲ 1.3	1.3	2.1	2.7	4.9	na	6.9	6.3

(出所)決算短信、会社資料をもとにTIW作成

(注)CEは会社予想、EはTIW予想

2539 7(特)10 専登 指定 10/9/27—14/7/28
 MC: 移動平均線(移動平均) [18] ----- [26] -----
 S1: 出来高 [18] ----- [26] -----



(C) QUICK Corp. All rights reserved.

(出所) 株式会社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式会社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。

			2011/9	2012/9	2013/9	2014/9 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	410	395	610	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	266	266	309	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	339.25	695.92	1,251.00	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	43,278	45,655	50,530	58,100
	営 業 利 益	百万円	409	688	1,101	1,700
	経 常 利 益	百万円	506	794	1,270	1,870
	当 期 純 利 益	百万円	276	355	682	1,050
	E P S	円	26.04	33.42	61.97	90.78
	R O E	%	2.1	2.7	4.9	6.9
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	16,686	17,529	20,705	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	5,466	5,305	7,334	-
	資 産 合 計	百万円	22,153	22,835	28,040	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	8,398	8,836	12,283	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	674	691	1,382	-
	負 債 合 計	百万円	9,072	9,527	13,665	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	13,060	13,287	14,312	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	1,390	77	3,229	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-88	-387	239	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	-112	-135	-1,344	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	5,012	4,567	6,691	-

リスク分析

事業に関するリスク

- 事業に関するリスク
 - 技能工不足による外注労務費の高騰。特に外での作業となる外壁工事の技能工の高齢化、不足は構造的な問題。
 - 取引先の信用リスク。小規模の工務店、一人親方との取引が多いため、初期与信、工事代金の回収などの途上与信管理を怠ると不良債権が発生する恐れがある。
 - 付加価値が高く利益率の高いタイル工事から安価で利益率の低いサイディング工事への移行が基調として進んでおり、これは粗利益率の低下要因となる。
 - 当社の基盤とする首都圏では、少子高齢化の進展などにより戸建住宅よりもマンションを選好する傾向がみられ、戸建住宅に注力する当社には長期的にマイナスに働く可能性がある。
 - 商材の仕入額の40%弱がLIXILからの仕入れとなっているため、工場の被災など何らかの要因により同社との取引が不能になった場合、事業の遂行に影響が出る可能性がある。

業界に関するリスク

- 業界に関するリスク
 - 国内の景気回復や米国の量的金融緩和縮小などを契機とした長期金利（住宅ローン金利）の上昇、消費増税の駆け込み需要の反動などによる戸建住宅の着工戸数の減少。リフォームに関しても消費増税の駆け込み需要の反動が懸念される。アベノミクスによる雇用・所得環境の改善が進まないところした反動の影響が大きくなる可能性がある。
 - 株式市場の急落による消費者心理の悪化、逆資産効果による住宅市場の冷え込み。
 - 少子高齢化の進展、人口の減少による中長期的な住宅需要の減少。

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、東証から株式会社ティール・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、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。

<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、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.tse.or.jp/listing/analystreport/index.html>