

日成ビルド工業株式会社

(1916 東証一部)

発行日 2015 年 1 月 19 日

次元の異なる拡大ステージへ移行中

システム建築、立体駐車場で独自の事業形態

当社は、システム建築、立体駐車場に強みを持ち、総合建設業も手掛ける総合メーカーである。システム建築では、部材を標準化し、生産をシステム化し、規格化した建築物を短工期で提供する。当社は、延床面積 1000 m²以下の物件を得意とする。同様の事業形態をもつ競合企業は見当たらない。震災復興需要で 2011 年 3 月期 17,204 百万円であった売上高は 2012 年 3 月期で 41,854 百万円と拡大した。ROE は同時期に 2.6%から 20.6%へと大幅に改善した。その後、提携、M&A 戦略を進めた結果、復興需要減少を補い、2014 年 3 月期売上高は 41,854 百万円、ROE は 13.0%となっている。

M&A・提携戦略により次元の異なる拡大ステージへ

当社の強みは、空間の可能性を最大化する「提案力」と「技術力」を全国一貫体制により提供することにある。創業二代目の森岡篤弘社長の強力なリーダーシップのもと、この強みを活かすために、①M&A 戦略、②提携戦略、③高収益ストック型ビジネス拡大、④海外進出、を積極的に進めている。当社システム建築事業の国内の市場規模は 7,000 億円ほどあり成長余地は大きい。ジェイ・フェニックス・リサーチ(以下「JPR」)では、当社は、次元の異なる拡大ステージへと移行中とみている。株価 291 円は、その移行を十分に織り込んでいないと考える。

具体的な長期的成長メッセージの発信を期待

下期偏重により、2015 年 3 月期 2Q 累計決算では、売上高は前年同期比で 0.9%減となったが、利益率改善により営業利益は 16.2%増となった。通年では前年同期比で売上高 12%増の 47,000 百万円、営業利益 40%増の 3,250 百万の計画となっている。中期経営計画においては、2016 年 3 月期は売上高 50,000 百万円、営業利益は 3,500 百万円と成長率が鈍化する見通が示されている。より長期的成長メッセージの今後の発信に期待したい。

ベーシックレポート

ジェイ・フェニックス・リサーチ(株)

宮下修、CFA

会 社 概 要	
所 在 地	石川県金沢市
代 表 者	森岡 篤弘
設 立 年 月	1961 年 7 月
資 本 金	7,002 百万円
上 場 日	1978 年 8 月
U R L	www.nisseibuild.co.jp
業 種	建設
従 業 員 数	478 名
主要指標 2015/1/16 現在	
株 価	291 円
52 週高値終値	315 円
52 週安値終値	219 円
発行済株式数	71,113,200
売 買 単 位	1000 株
時 価 総 額	20,694 百万円
会社予想配当	9 円
予想当期利益ベース EPS	31.00 円
予想 PER	9.3 倍
実績 BPS	221.66 円
実績 PBR	1.33 倍

(注)EPS、PER、BPS、PBR は
自己株式数除く発行済株式数ベース

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	年度終値株価 円	
										高値	安値
2012/3 実績	41,879	143.4	6,333	1,047.3	6,436	1,080.9	2,196	782.1	31.4	222	99
2013/3 実績	25,487	-39.1	1,847	-70.8	1,979	-69.3	1,747	-20.4	26.1	212	108
2014/3 実績	41,854	64.2	2,324	25.8	2,490	25.8	1,753	0.3	26.5	288	147
2013/9 実績	19,256	71.9	920	69.3	943	60.0	509	45.4	7.7	217	147
2014/9 実績	19,086	-0.9	1,069	16.2	1,106	17.3	709	39.3	10.9	315	219
2015/3 会社予想	47,000	12.3	3,250	39.8	3,250	30.5	2,050	16.9	31.0	-	-

会社概要及び事業の特色

沿革及び会社概要

1961 年創業以来、全国に工場展開し、業容拡大へ。
1996 年二代目森岡篤弘社長就任後、拡大戦略により総合メーカーへと変貌

システム建築施工例



立体駐車場施工例



■1961 年創業、二代目の森岡篤弘社長のリーダーシップにより拡大へ

1961 年に先代社長が 18 名でガレージ製造・販売会社として当社を発足。その後全国に工場を展開し、1978 年には大阪証券取引所市場第二部に株式上場した。上場後も全国展開及び業容拡大を続け 1996 年に東証一部上場を果たした。1998 年に二代目として森岡篤弘社長が就任。組織変革、営業体制強化、グループ力強化、M&A 戦略を進めている。システム建築、立体駐車場に強みを持ち、さらに総合建設業、開発事業、海外事業等を手掛ける総合メーカーへと変貌している。

1961 年	金沢市金石において前取締役会長 故 森岡 弘が組立式ガレージの製造、販売を目的に日成ビルド工業株式会社を設立
1968 年	埼玉県に工場を新設。ハウス事業部を設置
1971 年	福岡県に工場を新設
1973 年	岩手県に工場を新設
1974 年	住宅事業部を設置
1978 年	大阪証券取引所市場第二部に株式上場
1979 年	北海道に工場を新設
1980 年	建材事業本部を設置
1981 年	石川県に工場を新設
1988 年	立体駐車場事業本部を設置
1989 年	愛媛県に工場を新設
1991 年	大阪証券取引所市場第一部に株式上場
1993 年	建築リース事業本部設置
1996 年	東京証券取引所市場第一部に株式上場
1998 年	森岡篤弘二代目社長に就任
1999 年	営業総括本部を設置し事業本部を事業部に変更し統括。
2000 年	各事業部をハウス事業本部と、パーキング・システム事業本部に統合
2007 年	大阪証券取引所市場第一部を上場廃止とし、東京証券取引所市場第一部の単独上場とする
2008 年	大型製品拡大、首都圏営業強化のための組織改革実施
2009 年	メンテナンス本部設置
2010 年	首都圏営業強化のため東京支店を東京支社に改組

(出所)会社資料より JPR 作成

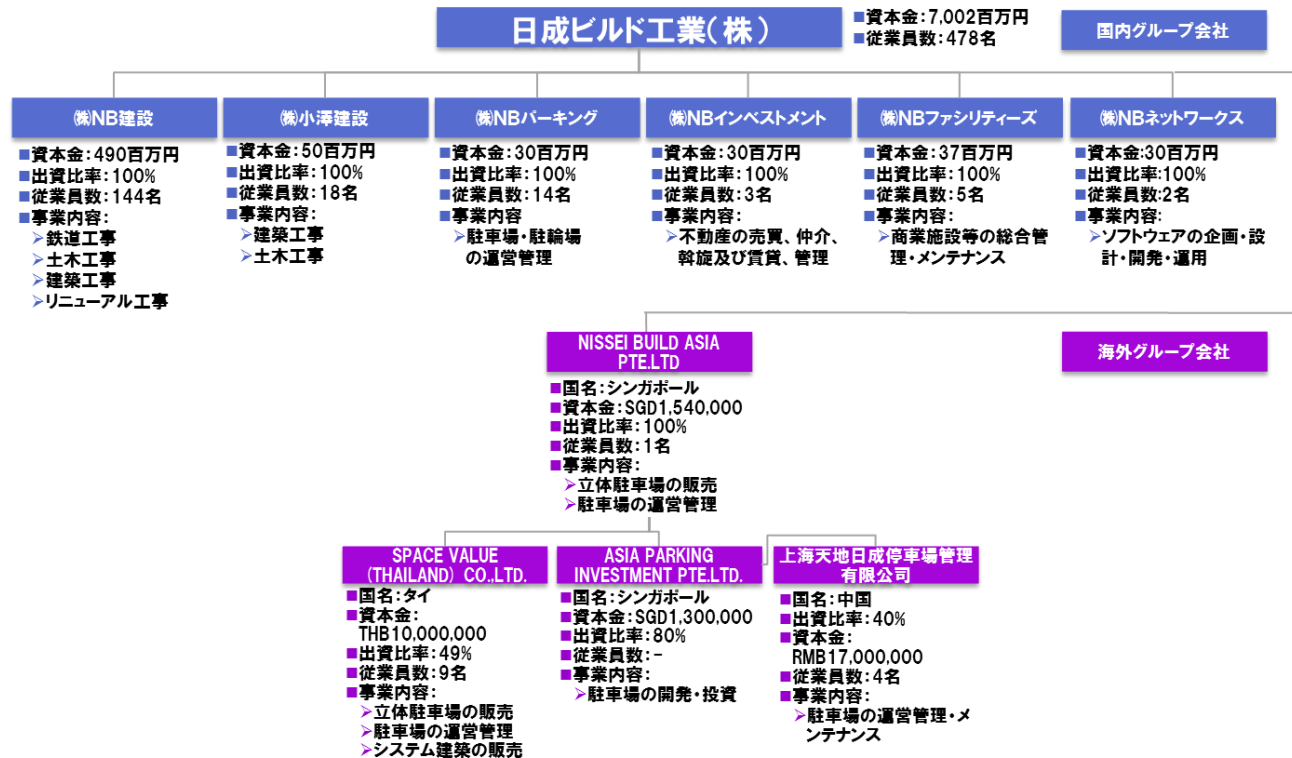
社 名	日成ビルド工業株式会社
住 所	石川県金沢市金石北 3-16-10
代 表 者	代表取締役社長 森岡 篤弘
設 立	1961 年 7 月 3 日
資 本 金	7,002 百万円
従 業 員 数	478 名 (2015 年 3 月期 2Q 累計末現在)
決 算 期	3 月 31 日
上 場 取 引 所	東京証券取引所 市場第一部
売 上 高	2014 年 3 月期:連結 41,854 百万円、単独 25,903 百万円
事 業 目 的	・ システム建築(プレハブハウス及びユニットハウスの販売)、プレハブハウスのレンタル ・ タワー式立体駐車場及び多段式立体駐車場の販売、メンテナンス及びリニューアル ・ 自走式立体駐車場の販売 ・ 鉄道工事、土木工事、建築工事及びリニューアル工事(子会社事業) ・ 駐車場の運営管理(子会社事業) ・ 不動産の売買、仲介、斡旋及び賃貸、管理(子会社事業) ・ 商業施設等の総合管理・メンテナンス(子会社事業) ・ ソフトウェアの企画・設計・開発・運用(子会社事業)

(出所)会社資料より JPR 作成

グループ概要

■工事、メンテナンス、管理等グループ全体で総合的サービス提供

下記の図はグループ全体を示している。国内で主要6社との連携により工事、メンテナンス、管理等総合的なサービス提供を行っている。海外ではシンガポール、タイ、中国の3か国で主に立体駐車場関連事業を推進している。なお2015年3月にはベトナム石油プラント建設・販売企業などと立体駐車場の建設や販売、メンテナンスを手掛ける合弁企業を設立する予定である。



事業概要

■4つの事業を展開

当社は、現在、①システム建築事業、②立体駐車場事業、③総合建設事業、④開発事業の4つの事業を展開している。

システム建築事業	■ システム建築:間口10m~40m、H型軽量鉄骨利用 ➢ 構成部材を標準化し、設計から工場生産、現場施工までをシステム化した建築物 ➢ 日成ビルドは、日本で唯一H型軽量鉄鋼を利用したシステム建築を事業展開 ■ プレハブハウス:間口10m以下、C型鉄骨利用 ➢ 短工期、コストパフォーマンスでニーズに応じた多様な空間を構築 ■ ユニットハウス:工場で完成したユニットを現地に運び設置
立体駐車場事業	■ タワー式立体駐車場:エレベーター方式。限られた敷地を最大限に活用 ■ 機械式立体駐車場:2~6段式をラインナップ ■ 自走式立体駐車場:安全性と利便性、高いコストパフォーマンスを実現 ■ メンテナンス ■ コインパーキング運営
総合建設事業	■ マンション・大型施設・鉄道関連工事 ■ 耐震補強・マンション大規模修繕 ■ 大型ホームセンター・医療・福祉施設・大型商業ビルなど
開発事業 (2015年3月期より)	■ マンション開発/ロードサイド開発事業

(出所)会社説明資料等より抜粋

システム建築事業 (システム建築)

戦略的商品：

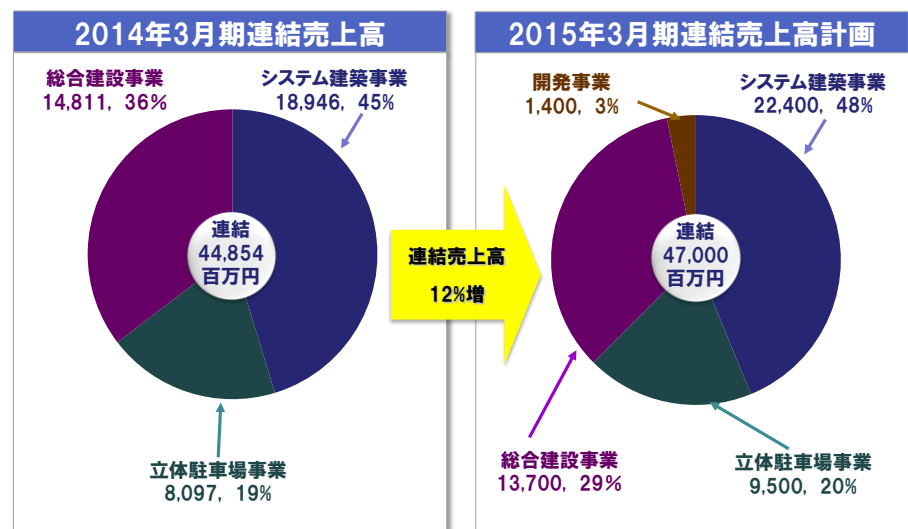
日成 V スパン- S の内部



当社がシステム建築に利用
する H 型軽量鉄骨



売上構成は以下のようにバランスのとれた形となっている。なお開発事業は今期より売上計上される。



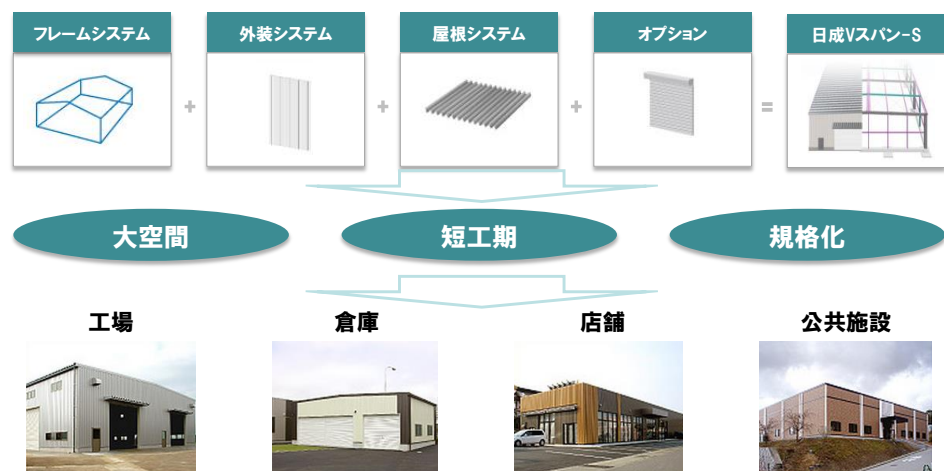
(出所) 会社資料より抜粋

■システム建築事業はシステム建築、プレハブハウス、ユニットハウスを展開

システム建築事業は、システム建築、プレハブハウス、ユニットハウスと幅広い製品群を含む。システム建築事業は復興需要において当社が大きく伸びる原動力となった。

■システム建築：H 型軽量鉄骨によるシステム建築特化

会社ヒアリングによれば、当社は、日本で H 型軽量鉄骨を利用したシステム建築を事業展開している唯一の企業である。H 型軽量鉄鋼を利用することで、重量鉄骨より低費用で建築できるメリットがある。H 型軽量鉄鋼によるシステム建築は間口 10-40m 以下の延床面積の建築に適した工法である。延床面積で見れば 1,000 m² 以下の建築がメインとなる。標準化・規格化されたフレームシステム、外装システム、屋根システムから目的に合ったものを選択し、建物を構築する。用途は、工場、倉庫、店舗、公共施設などである。



(出所) 会社資料より抜粋

競争上の棲み分け成立

■間口が 10～40m の建築物に特化していることの競争上の意義

10～40m の間口に特化することは当社の競争上のポジションを見る上で以下の二つの視点で極めて重要な意義を持つ。

- ① 鉄骨の量が少ない H 型軽量鉄骨でシステム建築が可能になる、その結果、よりコストダウンを図ることが可能
- ② 重量鉄骨を用いてシステム建築を手掛ける鉄鋼・橋梁メーカー（例：川田工業（株）、JFEシビル（株）、（株）住金システム建築、（株）横河システム建築、新日鉄住金エンジニアリング（株））と競合せず、棲み分けが成立

当社のシステム建築の市場規模は 7,000 億円程度

②については、システム建築の有力メーカーである川田工業（株）（川田テクノロジー（株） [3443] - 東証 1 部子会社）と提携し、大規模な建築案件（川田工業向け）と小規模な建築案件（当社向け）でお互いに営業紹介する提携により、棲み分けを明確化している。

その結果、以下の表で示したように、中規模のシステム建築では、競合がすくない状況を享受している。なお、小規模建築物においても中規模建築物で培われた価値提案力、コストダウン力の応用の可能性があり、成長ポテンシャルは大きい。会社ヒアリングによれば、中規模で 5000 億円、小規模で 2000 億円の市場規模があるという。合計で 7,000 億円の市場が当社の主なターゲットとなる。

延べ床面積	市場規模	メインプレイヤー	バリューチェーン	当社の戦略	当社の成長ポテンシャル
大規模 1000㎡以上	5兆円レベル	大手鉄鋼・橋梁メーカーの子会社や事業部門	部材から建設まで一貫して提供する企業が大半 重量鉄骨利用	対象外	—
中規模 1000㎡未満	5,000億円レベル	大手鉄鋼・橋梁メーカーの子会社や事業部門及び当社	部材から建設まで一貫して提供する企業が大半 H型軽量鉄骨活用企業は当社のみ	メインターゲット	大手は規模のメリットを追求しにくいので積極的ではないため、当社の成長ポテンシャルは大きい
小規模	2,000億円レベル	小規模業者乱立	部材から建設まで一貫生産する企業はまれ	メインターゲット	当社のフナストップソリューションの競争力は高く、成長ポテンシャルは大きい

川田工業様との提携で、中規模市場の成長を加速

■ システム建築事業で業務提携。相互に営業情報を共有し、建屋面積で約1000平方メートル以下の場合は日成ビルドが、それを上回る場合は川田工業が受け持つ

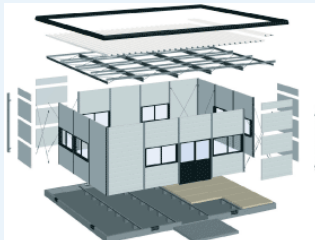
（出所）会社説明資料等より抜粋

鉄鋼メーカーとの共存関係

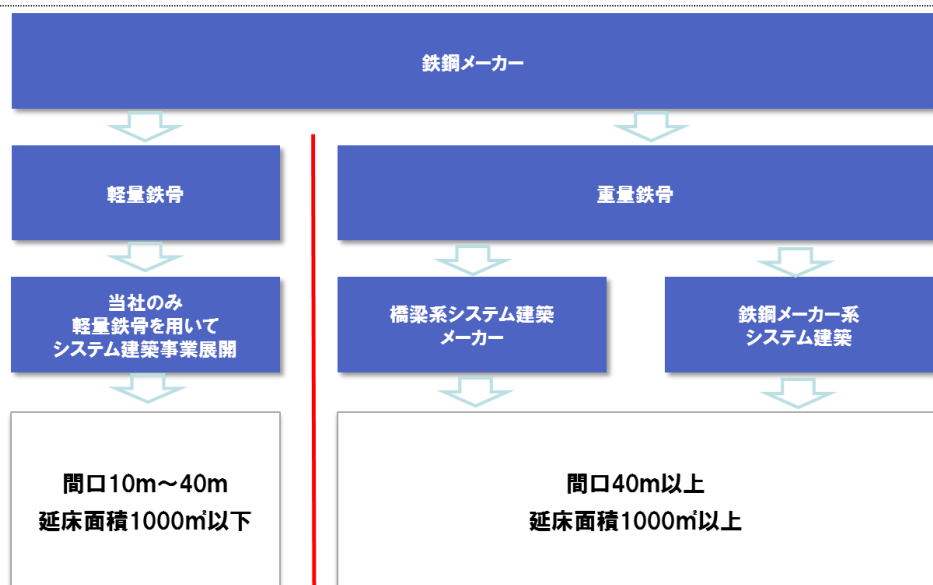
なお、鉄鋼メーカーは、自社でシステム建築を手掛けているが、重量鉄骨を利用した事業に特化しているため、H型軽量鉄骨を当社に供給していても社内において、以下の図で示したように利益相反とならない。歴史的経緯に裏付けられた明確な棲み分けによる、当社の希少的ポジションは維持されるとみている。

システム建築事業 (プレハブハウス)

プレハブハウスのイメージ



短工期、規格化、コストダウンにより、全国展開する、コンビニエンスストア、各種小売りチェーン業者から高い評価



歴史的経緯からすみわけができており、それぞれの事業特性に適合したバリューチェーンが構築されており、すみわけを越えて参入するメリットは非常に低い＝当社の希少的ポジションは維持

(出所) 会社説明資料等より抜粋

■間口が 10m 以下の建築物向け

プレハブハウスは、物の柱や梁、屋根・壁などのさまざまな部材をあらかじめ工場で製造し、建築現場でそれらを組み立てて、建物を完成させる建築方法である。当社では間口が 10m 以下の建築物向けに展開している。各種部材を規格化し、工場生産と現場施工の標準化、品質の向上を実現している。設計～生産～施工の各工程を合理化し、全体工期を短くすることで、建設費を低減する。画一的な施設を全国展開する、コンビニエンスストア、各種小売りチェーン業者に対しては、コストダウン、機動的な店舗展開、スクラップアンドビルドの円滑化を実現している。当社の技術力、提案力、全国展開力は高く評価されている。



短工期

規格化



事務所

店舗

自動車車庫

公共施設

コインランドリー

システム建築事業 (ユニットハウス)

工場で作った完成品を現地に
運んで据え付け



■「完成品を現地に据えつける」ユニット工法の建築物

「完成品を現地に据えつける」ユニット工法の建築物を展開している。工場で完成されたユニットを組み立てて、ニーズに応じた建物を短い工期でつくることができる。ユニットハウスの機動性を活かした移設や増設など、将来の可能性が広がる空間を構築することが可能である。

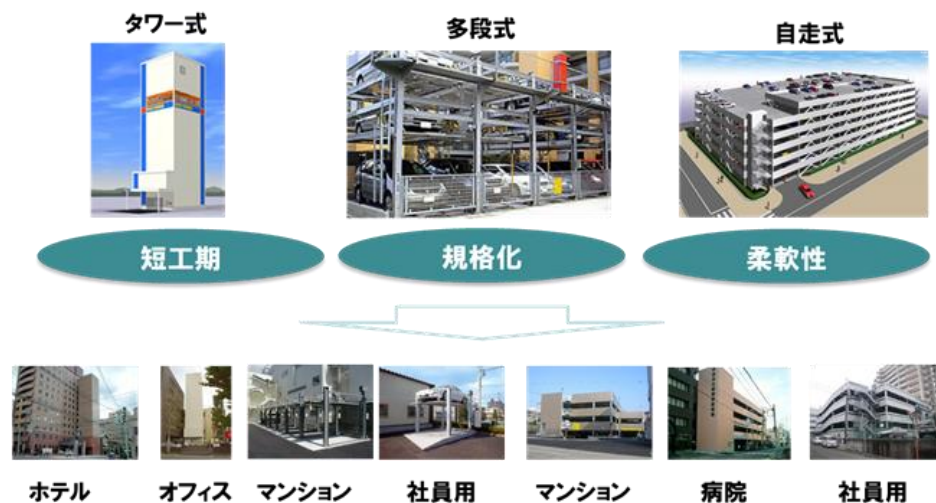


立体駐車場事業

空間を有効活用するための
提案力、技術力に強み

■システム建築のノウハウ应用到に強み

立体駐車場とは、建築物や機械装置によって駐車場を多層化・立体化した駐車場を示す。システム建築ノウハウ応用で、幅広いニーズに柔軟に対応した立体駐車場を規格化した部材で、短工期で提供している。大きく分けて機械式立体駐車場と自走式立体駐車場に分類され、さらに機械式立体駐車場は、タワー式と多段式に分けられる。当社は、空間を有効活用するための提案力に強みがあり、革新的な商品を提供する業界のリーダーである。高度な有効活用ニーズであればあるほど当社の強みが活かされる。都市部の慢性的な駐車場不足になやむ施設において当社の提案力、技術力は高く評価されている。当社の立体駐車場は不動産の有効活用、安定的キャッシュフローを生む施設としても高い魅力がある。豊富な経験により駐車料料金の収入予想の提供が可能であること、建設後のメンテナンス、運営も一貫して手掛けることが不動産投資家にとって非常に魅力である。



総合的にサポート

総合建設事業

首都圏中心に事業展開

開発事業
(2015 年3月期より)

■駐車場のすべてをサポート

定期メンテナンス、コインパーキングの運営、老朽化した機器の交換などのリニューアル等、駐車場に関する各種サービス、運営等も総合的に提供している。

メンテナンス



コインパーキング



新機種リニューアル



■M&A により事業拡充：首都圏を中心に幅広く一般建設を展開

2012 年以降買収した子会社を通じて主に首都圏で事業展開している。株式会社 NB 建設は、鉄道、土木、建築、リニューアルを、小澤建設は商業施設、マンション等を手掛ける。総合建設事業により、恒久的でカスタマイズした顧客ニーズにも対応できる能力が備わった。総合建設とシステム建築や立体駐車場を組み合わせることで提案力の向上が期待できる。また、総合建設業により不動産情報が首都圏で幅広く入手できるメリットも享受できる。



■事業提携により開発事業進出：

2012 年 12 月には、マンションや商業施設開発を手掛ける(株)日本エスコン (JASDAQ 上場、コード 8892、当社 5%出資)と、2013 年 3 月には、トーセイ(株) (東証一部上場、コード 8923)の子会社で、オルタナティブ・インベストメント事業を展開しているトーセイ・リバイバル・インベストメント(株)と業務提携した。こうした提携を踏まえて、2014 年 3 月より、新たに不動産の開発、売買及び賃貸等に関する事業を行う「開発事業」を開始し、不動産の開発用地を取得している。

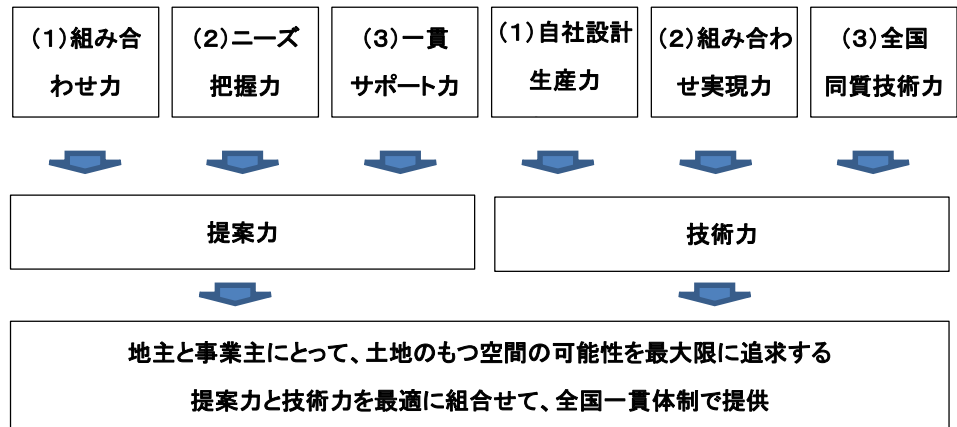


ビジネスモデルの特色

空間の可能性を
最大化する二つの力

■空間の可能性を最大化する二つの力:「提案力」と「技術力」

当社の強みは、空間の可能性を最大化する「提案力」と「技術力」を全国一貫体制により提供できることにある。



(出所) 会社ヒアリングに基づき JPR 作成

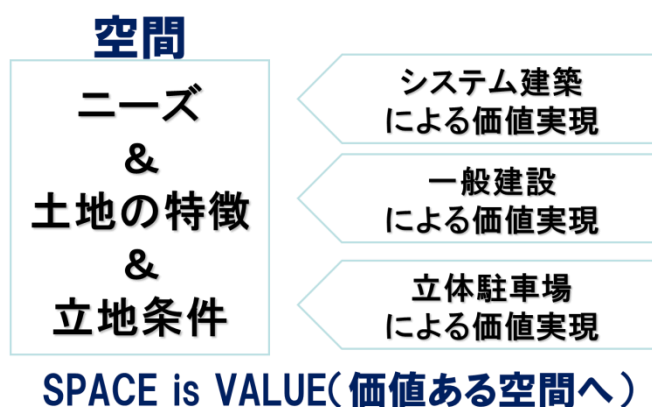
三つの提案力

■「提案力」の柱は三つ: 組み合わせ力、ニーズ把握力、一貫サポート力

第一に、組み合わせ力である。当社は、システム建築、一般建設、立体駐車場を組わせて、空間の価値を最大化する提案力をワンストップで提供できる。システム建築は、短納期、大空間、規格化、低価格、スクラップ＆ビルドの容易性を特徴とする。総合建設（一般建設）においては、恒久的にカスタマイズしたニーズに対応することができる。立体駐車場により、隙間空間の有効利用や空間の利便性が向上する。こうした三つの要素を組わせて、地主や施主のニーズ、土地の特徴、立地条件を踏まえて価値を最大化していくことが当社の提案力の特色である。

三つの要素を組わせて、地主や施主のニーズ、土地の特徴、立地条件を踏まえて価値を最大化

スローガンは「Space is Value」



(出所) 会社ヒアリングに基づき JPR 作成

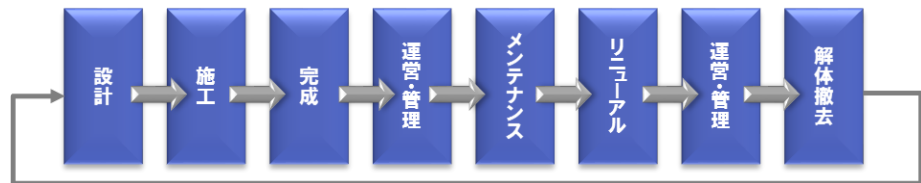
第二がニーズ把握力である。当社のソリューションに対して興味の高い企業に対して、提携企業からの情報をもとにニーズを的確に把握して提案活動を拡大して

三つの技術力

熟練工を必要としないため、
人手不足問題も在来工法に
比較すると影響は少ない

いる。ターゲットは、コンビニエンスストア、病院、公共施設などである。

第三が一貫サポート力である。当社は、手掛けた建物についてワンストップで最適化した一貫サポートを、責任を持って対応することができる。



（出所）会社ヒアリングに基づき JPR 作成

■「技術力」の柱は三つ：自社設計・生産力、組み合わせ実現力、全国における同質な技術力

第一が、自社設計・生産力である。当社は、鉄骨部材、壁・屋根等の建材、タワー式立体駐車場の制御装置・制御プログラムまで、一貫して設計・生産している。規格化大量生産によりコストダウンを進め、熟練工を必要としない建築施工技術により、トータルな費用・工期期間圧縮を可能である。

第二が、組み合わせ実現である。システム建築（日成 V スパン-S、プレハブハウス及びユニットハウスの販売、プレハブハウスのレンタル）、一般建築、立体駐車場（機械式、自走式、コインパーキング、及びそれらの組み合わせ）について、顧客ニーズや土地の特徴等に合わせて多様な提案を自社の技術力で実現することが可能である。

第三が、全国における同質な技術力である。全国に広がる自社工場、提携工務店、営業拠点により設計・生産・施工について全国で同質の技術サービスを提供している。システム建築、駐車場については、熟練工を必要としないため、人手不足問題も在来工法に比較すると影響は少なく、全国における供給力においても当社は対応力が大きい。

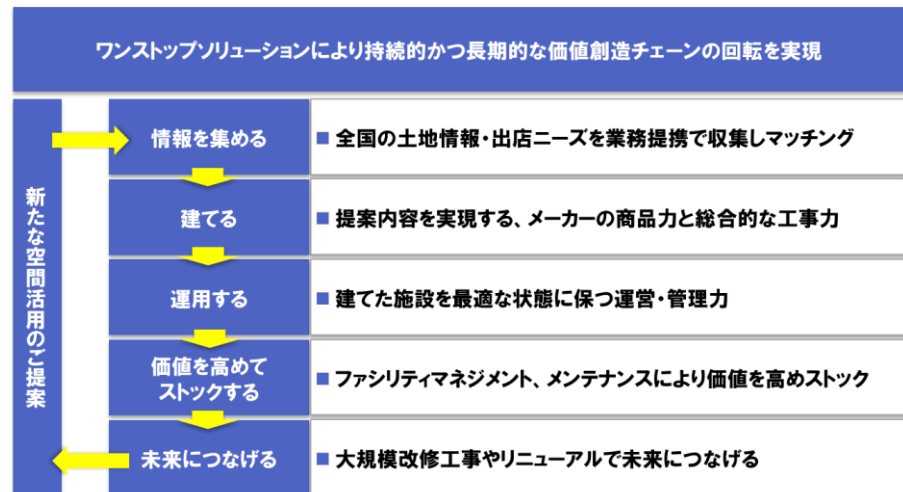
企業価値創造の 仕掛け

ワンストップソリューションにより持続的かつ長期的な価値創造チェーンを実現

「情報を集める」というステージを拡充するために、当社は、以下のような提携戦略を 2012 年以降拡充

■空間の可能性を最大限追求する価値創造チェーン

提案力、技術力の強みをさらに強化するために、当社は、ワンストップソリューションにより持続的かつ長期的な価値創造チェーンを実現することに注力している。具体的には、「情報を集める」→「建てる」→「運用する」→「価値を高めてストックする」→「未来につなげる」→「新たな空間活用のご提案」というサイクルである。



（出所）会社資料等より抜粋

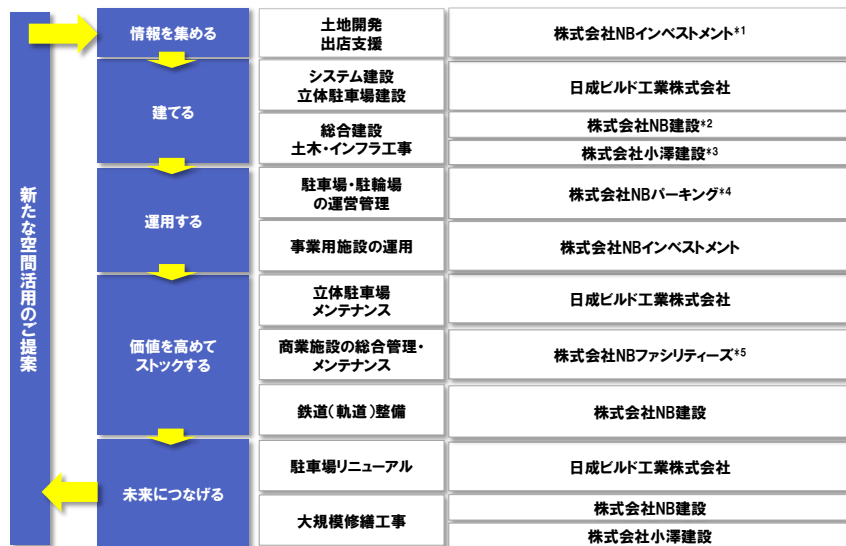
この価値創造チェーンの起点として「情報を集める」というステージを拡充するために、当社は、以下のような提携戦略を 2012 年以降拡充してきた。

情報の内容	アライアンス先	内容	提携時期
あらゆる業種の顧客情報と資金調達情報	■ GEキャピタル株式会社 	■ リース先のご紹介について業務提携	2012年9月
	■ オリックス株式会社 ■ 東証一部上場、証券コード8591 	■ リース先のご紹介について業務提携	2012年8月
出店情報と商業施設の企画・デザイン	■ 株式会社日本エスコン 	■ マンション・商業施設開発の業務・資本提携 ■ 当社5%出資	2012年11月
	■ 株式会社ラックランド 	■ 新製品開発・顧客開拓の資本・業務提携 ■ 当社と5000万円の株式持ち合い	2012年11月
建物のリニューアル情報	■ トーセイ・リバイバル・インベストメント株式会社 	■ 不動産開発、リニューアル、プロパティマネジメントについて業務提携	2013年4月
システム建築営業情報	■ 川田工業株式会社 	■ システム建築事業で業務提携。相互に営業情報を共有し、建床面積で約1000平方メートル以下の場合には日成ビルドが、それを上回る場合は川田工業が受け持つ	2013年9月

（出所）会社資料等より抜粋

また、既に述べた買収戦略により、下記で示すように、価値創造チェーンをすべて当社グループで実現できる体制を構築している。こうした提携戦略や価値創造チェーンの整備は 2012 年からすすめてきたが、まだ完成したばかりであり、その本領は今後本格化していくものと期待できる。

買収戦略により、価値創造
チェーンをすべて当社グル
ープで実現できる体制を構
築



*1:2013年12月設立 *2:2013年2月子会社化 *3:2012年9月子会社化 *4:2013年3月子会社化 *5:2013年9月設立

(出所)会社資料等より抜粋

新たな事業展開

■新たな事業展開:ストックビジネス・海外展開

さらに、当社は新たな事業展開として、ストックビジネスの拡充と、海外における駐車場ビジネスを推進している。ストックビジネスとして、立体駐車場メンテナンス、駐車場・駐輪場の運営管理、事業用施設の運用、商業施設の総合管理・メンテナンスを展開している。ストックビジネスの売上高は、2014 年 3 月 は 2,951 万円であったが、2015 年 3 月期には 5,400 百万円にまで、1.8 倍と急拡大する計画である。さらに会社ヒアリングによれば、2017 年 3 月には 10,000 百万円まで成長させることを目指している。

海外ビジネスは、中国、タイ、シンガポールで展開している。まだ進出して間もないため、売上へのインパクトはさほどないが、日本で培われた立体駐車場のノウハウは、慢性的な駐車場不足に悩むこれらの地域の大都市圏で展開可能であり、今後の成長が期待できる。

ストックビジネスの拡大		海外ビジネスの展開	
立体駐車場 メンテナンス	日成ビルド工業株式会社	中国	上海天地日成停車場管理有限公司
駐車場・ 駐輪場の運営管理	株式会社NBパーキング		■ 駐車場運営・管理事業に特化 ➢ テマパーク及び病院の駐車場運営・管理 ➢ メンテナンス子会社 16,000車室対応
事業用施設の運用 (開発事業)	株式会社NBインベストメント	シンガポール	NISSEI BUILD ASIA PTE. LTD.
商業施設の 総合管理・ メンテナンス	株式会社NBファシリティーズ		ASIA PARKING INVESTMENT PTE. LTD.
			■ 立体駐車場の建設事業を展開 ➢ シンガポール住宅開発局(HDB)案件の取込み ➢ マレーシア市場の開拓促進
		タイ	SPACE VALUE(THAILAND) CO.,LTD.
			■ システム建設・立体駐車場の建設事業を展開 ➢ 現地提携企業が展開する平面駐車場の立体化 ➢ 工業団地駐車場不足への立体化による対応 ➢ 日本企業の工場・倉庫等への対応 ➢ ミヤンマー市場の開拓促進

(出所)会社資料等より抜粋

ストックビジネス拡充 の財務的意義

■固定費カバー率向上による利益創出力の向上

ストックビジネスにおいては、下記の図で言及されるように、大きな成長が見込め、既に述べたように、2017 年 3 月期には、10,000 百万円の売上高の達成を目指している。ストックビジネスの粗利率は平均で 30～40%であり他の事業より粗利率も相対的に高い。ストックビジネスを一層拡大することで固定費をまかなう強靱な収益構造を築いていくことが注目されよう。

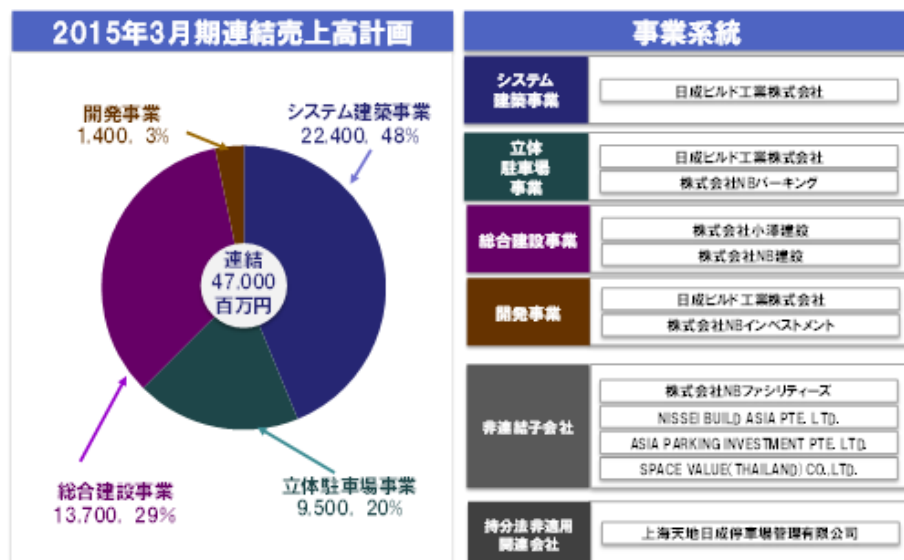
駐車場・駐輪場の運営管理	当社は空間活用に関して幅広いシナジーが見込めるため 駐車場経営会社の買収による成長を推進	2015年3月期 54億円の売上規模 2017年3月期をめどに 100億円超の売上を目指す
事業用施設の運用（開発事業）	キャッシュフローが確実に見込めるコンビニエンスストア、病院併設 駐車場等の運用資産拡大の推進 景気に左右されない確実な出口が見込める案件にフォーカス	
商業施設等の総合管理・メンテナンス	当社は空間活用に関して幅広いシナジーが見込めるため メンテナンス会社の買収による成長を推進	

（出所）会社資料より抜粋

事業セグメントと 事業系統

■事業セグメントと事業系統の関係

非連結の子会社も含めた事業系統と事業セグメントを整理すると以下ようになる。ファシリティ・マネジメントを請け負う、株式会社 NB ファシリティーズ、及び海外子会社はまだ非連結であることは留意されたい。



（出所）会社資料等より抜粋

コーポレートガバナンス

取締役会構成

■取締役9名、監査役3名

そのうち、社外取締役は1名、社外監査役は2名である。

代表取締役社長	森岡 篤弘
専務取締役	森岡 直樹
常務取締役	本吉 義昭
常務取締役 生産本部長	藤原 敬二
取締役 営業本部長	縄巻 正夫
取締役 技術本部長	谷田 信
取締役 営業本部首都圏事業部長 兼関東ブロック長	上田 秀樹
取締役 メンテナンス本部長	小谷 幸次
取締役	菊地 潤也（社外取締役）
常勤監査役	松本 明洋
監査役	荒川 勝治（社外監査役）
監査役	徳野 光宏（社外監査役）

（出所）有価証券報告書、平成 26 年 3 月 31 日現在。

主要株主

■分散された株主構造

上位 10 の株主を見ると、銀行、証券会社等の金融機関が上位を占めており、分散されている。創業家の持分は上位 10 位の中で 10%未満であり、創業者が支配する形にはなっていない。取締役会構成や、株主構造を見る限り、経営監視が機能する上で大きな懸念点は特にない。

	株主名	所有 株式数 千株	議決権 比率%
1	日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	6,307	8.87
2	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）	5,594	7.87
3	有限会社森岡インターナショナル	4,551	6.40
4	株式会社北陸銀行	2,684	3.77
5	株式会社北國銀行	2,607	3.67
6	野村信託銀行株式会社（投信口）	2,235	3.14
7	日本生命保険相互会社	2,055	2.89
8	BNP-PARIBAS SECURITIES SERVICES	1,660	2.33
9	森岡 篤弘	1,423	2.00
10	GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	1,367	1.92

（出所）有価証券報告書、平成 26 年 3 月 31 日現在。

株主還元方針

■標準的な配当政策方針

有価証券報告書によれば、「財務状況や将来の事業展開等を総合的に勘案しつつ、安定した配当を継続して実施することを基本方針」とし、「内部留保資金については、事業の拡大を図るための有効投資に備え、将来の利益還元に資するために活用していきたいと考えている。」と記されている。2014 年 3 月期の配当性向は 30.4%、今後の見通しも 30%程度であり、配当性向が特に低いとは言えない。

ビジネスモデルの評価

外部環境からの評価

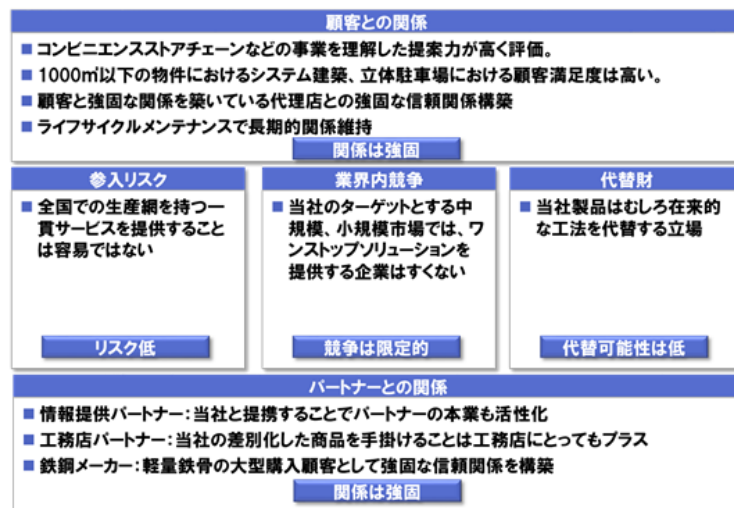
■政治、経済、社会環境からの評価：

マイナス要因としては、建設資材価格の高止まりや労働力不足に伴う労務単価の上昇懸念などが挙げられる。プラス面は、東京オリンピック開催に向けた首都圏を中心とする土地価格上昇見通し、低金利による土地運用メリットの拡大、2015 年1月からの相続税増税対策による不動産運用ニーズ拡大（不動産は相続税評価において現金よりも低く評価される傾向があるため、相続税対策として、現金を不動産に変換するニーズは拡大する）等が挙げられる。総じてみれば外部環境はプラスと考えられる。

5 フォース分析からの評価

■5 フォース分析：強固な市場ポジション

以下の図で示すように、5つの要素すべてにおいて強固な市場ポジションを築いていると評価できる。

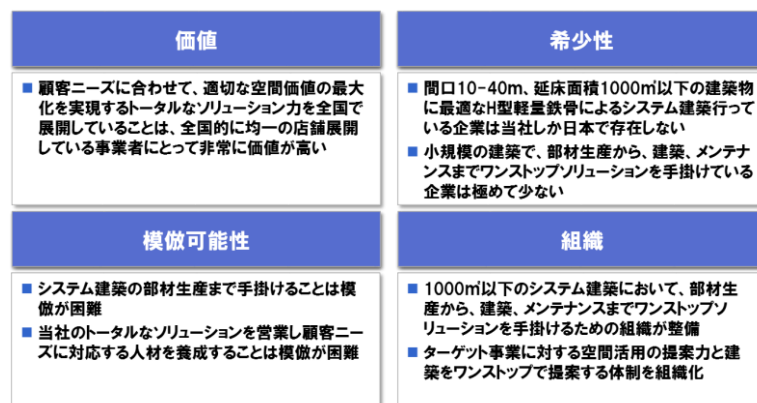


（出所）会社説明会資料より抜粋

VRIO 分析からの評価

■VRIO 分析でみる経営資源の評価

Value（差別化された価値）、Rareness（希少性）、Imitation（模倣困難性）、Organization（組織として根付いているか）のすべてにわたって、競争優位性のある経営資源を構築していると評価できる。



（出所）会社説明会資料より抜粋

財務分析からの評価

復興需要で大幅な成長、その後、M&A 戦略と提携戦略で成長

2012 年からの積極的な提携戦略による事業拡大の動きが成長性を押し上げ

■成長性の評価

2012 年からの当社の成長性を過去の数字でみると、2012 年 3 月期は、復興需要が大きく拡大し、その後 M&A や提携戦略について拡大した。当社は 2016 年 3 月期において売上高、営業利益、当期純利益を示しているが、2010 年 3 月期を起点とすると、それぞれ、年率 17%、42.1%、42.8%と大幅な成長を遂げた。



決算期 (単位:百万円)	2010年 3月期	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期	2015年 3月期計画	2016年 3月期計画
売上高	18,367	17,204	41,879	25,487	41,854	47,000	50,000
売上総利益	3,305	3,148	9,591	5,271	6,356	7,650	8,300
販売費及び一般管理費	2,911	2,596	3,258	3,423	4,031	4,400	4,800
営業利益	394	552	6,333	1,847	2,324	3,250	3,500
経常利益	477	545	6,436	1,979	2,490	3,250	3,500
当期純利益	242	249	2,196	1,747	1,753	2,050	2,250

(出所)会社資料より抜粋

事業毎に見ると、提携戦略が進んだ 2013 年 3 月期から 2015 年 3 月期(会社計画)で、立体駐車場事業で前年比 26.9%増、39.0%増、17.3%増と二桁超の拡大が続いていることが注目される。また、システム建築においても復興需要の減少のマイナスの影響がほぼなくなる 2015 年 3 月期においては 18.2%増が計画されている。2012 年からの積極的な提携戦略による事業拡大の動きが成長性を押し上げていると見られる。

決算期 (単位:百万円)	2010年 3月期	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期	2015年 3月期計画
売上高	18,367	17,204	41,879	25,487	41,854	47,000
システム建築事業	11,367	11,327	37,288	18,236	18,945	22,400
立体駐車場事業	6,998	5,877	4,590	5,824	8,097	9,500
総合建設事業	0	0	0	1,426	14,811	13,700
開発事業	0	0	0	0	0	1,400
売上高成長率	-25.0%	-6.3%	143.4%	-39.1%	64.2%	12.3%
システム建築事業成長率		-0.4%	229.2%	-51.1%	3.9%	18.2%
立体駐車場事業成長率		-16.0%	-21.9%	26.9%	39.0%	17.3%
総合建設事業成長率		-	-	-	-	-7.5%
開発事業成長率		-	-	-	-	-

(出所)有価証券報告書より JPR 作成。

2014 年 3 月期の営業利益率は 5.6%、2016 年 3 月期には 7.0%へと改善

■利益率、EPS、配当性向の評価

利益率は復興需要の影響が顕著だった 2012 年 3 月期に大きく拡大したが、復興需要の影響の剥落後の 2014 年 3 月期には営業利益率は 5.6%となった。その後会社計画では、2015 年 3 月期では 6.9%、2016 年 3 月期では 7.0%と緩やかに改善する見通しである。



決算期（単位：百万円）	2010年 3月期	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期	2015年 3月期計画	2016年 3月期計画
売上総利益率	18.0%	18.3%	22.9%	20.7%	15.2%	16.3%	16.6%
販売費及び一般管理費 売上高	15.8%	15.1%	7.8%	13.4%	9.6%	9.4%	9.6%
営業利益率	2.1%	3.2%	15.1%	7.3%	5.6%	6.9%	7.0%
経常利益率	2.6%	3.2%	15.4%	7.8%	5.9%	6.9%	7.0%
当期純利益率	1.3%	1.4%	5.2%	6.9%	4.2%	4.4%	4.5%

（出所）会社説明資料等より

選別受注で総合建設業の利益率を改善

セグメント情報から見ると、2013 年 3 月期より M&A により加わった総合建設業は、システム建築事業、立体駐車場事業に比較すると利益率が低い。総合建設業において選別受注による利益率改善が図られ、赤字から黒字へと転換した。

決算期（単位：百万円、%）		2013年 3月期	2014年 3月期
売上高	システム建築事業	18,239	18,945
	立体駐車場事業	5,824	8,097
	総合建設事業	1,426	14,811
	連結	25,487	41,854
セグメント利益	システム建築事業	3,228	2,820
	立体駐車場事業	397	287
	総合建設事業	-161	677
	調整	-1,617	-1,460
連結営業利益		1,847	2,324
利益率	システム建築事業	17.7	14.9
	立体駐車場事業	6.8	8.4
	総合建設事業	-11.3	1.9
	調整	-	-
連結営業利益率		7.2	5.6

（出所）有価証券報告書より JPR 作成。

ROE は 10%超の水準

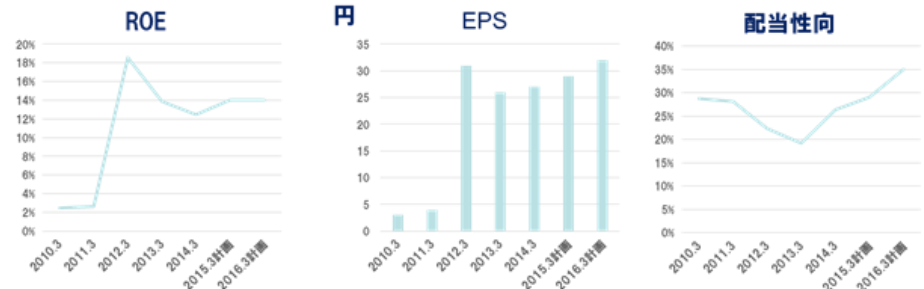
配当性向は 30%

総じて安定的かつ効率的な
バランスシート構成

ネット DE レシオは 0.13 倍

2014 年 3 月期は棚卸資産の
増加が最大のキャッシュア
ウト項目

ROE は 2012 年 12 月期に 20%超となったあとも 10%以上の水準を維持している。2012 年 3 月期以前は一桁だった EPS は復興需要後 31 円となった、その後一旦 26 円に低下するが、徐々に拡大し 2016 年 3 月期には、34 円を超える計画である。配当性向は 30%を超える見通しである。利益率の増加が着実に ROE、EPS の改善につながっており、配当性向の上昇とも相まって株主への還元度合いが高まっている。



決 算 期	2010年 3月期	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期	2015年 3月期計画	2016年 3月期計画
R O E	2.6%	2.6%	20.6%	14.2%	13.0%	14.0%	14.0%
E P S (円)	2	4	31	26	27	31	34
配 当 性 向	46.6%	28.1%	22.3%	19.2%	26.4%	29.0%	35.0%

(出所)会社説明資料等より

■バランスシートの評価

総資産は 2014 年 3 月期末で 37,954 百万円である。期末ベースの総資産回転率は、売上高 41,854 百万円÷総資産 37,954 百万円＝1.1 倍である。流動資産は 25,064 百万円と総資産の6割以上であり、流動性の高い資産構成となっている。ネット DE レシオは(長期借入社債等＋短期借入金等－現預金)÷純資産＝0.13 倍となり、財務安定性は高い。総じて安定的かつ効率的なバランスシート構成となっているといえる。なお、個別項目を見ると 2014 年 3 月期において棚卸資産が大きく拡大しているが、主に(株)日本エスコンとの分譲マンション協業プロジェクトにおける建設用地等の取得により仕掛販売用不動産が増加したことが主な要因である。

決算期 (単位:百万円)	2010年 3月期	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期
流動資産	11,657	10,581	21,685	23,308	25,064
現預金	3,421	2,458	11,387	6,678	4,879
受取手形売掛金	6,610	6,191	7,629	13,012	11,737
棚卸資産	1,466	1,687	2,619	2,578	7,731
繰延税金資産	-	-	-	195	318
固定資産	12,603	12,365	8,649	11,843	12,889
有形固定資産	9,962	10,307	7,249	8,399	9,205
償却対象資産	4,389	4,694	3,035	3,547	4,718
土地	5,569	5,610	4,213	4,246	4,486
無形固定資産	93	72	80	189	254
のれん	-	-	-	47	35
投資その他の資産	2,546	1,985	1,320	3,254	3,429
投資有価証券	1,526	976	122	2,025	2,323
総資産	24,260	22,946	30,335	35,152	37,954

(出所)会社説明資料等より

決算期(単位:百万円)	2010年 3月期	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期
流動負債	11,621	10,115	14,800	18,628	19,815
支払手形買掛金	3,984	3,992	7,742	11,410	10,354
短期借入社債等	4,999	3,717	1,666	2,359	4,394
固定負債	3,161	3,341	3,715	3,648	3,988
長期借入社債等	2,251	2,247	2,705	2,091	2,298
繰延税金負債	-	7	2	144	77
負債	14,782	13,456	18,515	22,276	23,803
純資産	9,478	9,490	11,819	12,875	14,151
資本金	7,002	7,002	7,002	7,002	7,002
資本剰余金	1,913	1,913	1,913	1,913	1,913
利益剰余金	715	894	3,020	4,279	5,701
自己株式	-123	-123	-126	-624	-625
株主資本	9,507	9,686	11,810	12,570	13,992
評価換算差額等	-29	-196	-	289	120
新株予約権	-	-	8	16	37
負債及び純資産	24,260	22,946	30,335	35,152	37,954
自己資本	9,478	9,490	11,810	12,859	14,113
有利子負債	7,250	5,964	4,371	4,450	6,692

(出所)会社説明資料等より

決算期	2010年 3月期	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期
ROE（期末ベース、前頁と整合性無）	2.5%	2.6%	18.6%	13.9%	12.5%
ROA（期末ベース、前頁と整合性無）	1.6%	2.4%	20.9%	5.3%	6.1%
ネットD/Eレシオ(倍)	0.40	0.36	-0.59	-0.18	0.13
総資産回転率(倍)	0.76	0.75	1.38	0.73	1.10

(出所)開示資料よりJPR作成。期末ベースで計算しているため、前述の数字とは異なる。

■キャッシュフロー

2014 年 3 月期は棚卸資産の増加が最大のキャッシュアウト項目となっている。

決算期(単位:百万円)	2010年 3月期	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期
営業CF	1,364	1,061	10,368	-50	-1,633
税引前(当期)利益	294	306	3,211	1,885	1,764
減価償却費	720	700	553	347	504
のれん償却	-	-	-	76	18
売上債権の増減額	1,248	419	-1,437	767	1,278
棚卸資産の増減額	1,500	-221	-932	155	-5,141
仕入債務の増減額	-1,574	7	3,749	-1,084	-1,064
小計	1,645	1,212	10,678	1,549	-1,658
利息配当金の受取額	36	26	27	7	27
利息の支払額	-163	-140	-96	-77	-75
法人税等の支払・還付	-153	-37	-50	-1,529	73
投資CF	-94	-646	235	-2,266	-2,248
有形無形固定資産増減	-71	-1,035	-296	-841	-1,397
(投資)有価証券増減	-63	5	740	-1,258	-972
財務CF	-564	-1,367	-1,678	-2,364	1,744
借入金・社債増減	-553	-1,283	-1,593	-1,346	2,117
自己株式の増減	-1	0	-2	-498	-1
配当金の支払	0	-70	-68	-483	-329
現金同等物	3,387	2,434	11,359	6,678	4,679

(出所)会社説明資料等より

2015 年 3 月期 2Q 累計決算のレビューと今期の見通しについて

2015 年 3 月期 2Q 累計
決算

通年では前年同期比で売上高 12%増の 47,000 百万円、営業利益 40%増の 3,250 百万円の計画

具体的な長期的成長メッセージの今後の発信に期待

■下期偏重により、2015 年 3 月期 2Q 累計における中間決算は微減収増益

下期偏重により、2015 年 3 月期 2Q 累計における中間決算では、売上高は前年同期比で 0.9%減、営業利益で 16.2%増にとどまっている。通年では前年同期比で売上高 12%増の 47,000 百万円、営業利益 40%増の 3,250 百万の計画となっている。中期経営計画において 2016 年 3 月期は売上高 50,000 百万円、営業利益は 3,500 百万円であるが、2015 年 3 月期と比較して、売上高で 6%増、営業利益で 8%増と 10%を下回っており、成長率が鈍化する見通しである。これまでの拡大戦略や利益率改善の動きからみて、JPR はこの数字は保守的と見ている。具体的な長期的成長メッセージの今後の発信に期待したい。

(単位:百万円)

	2014/3月期2Q累計実績		2015/3月期2Q累計実績		増減	
	金額	売上高比(%)	金額	売上高比(%)	金額	率(%)
売上高	19,256	100.0	19,086	100.0	△170	△0.9
売上総利益	2,892	15.0	3,060	16.0	168	5.8
販売費及び一般管理費	1,971	10.2	1,991	10.4	19	1.0
営業利益	920	4.8	1,069	5.6	148	16.2
経常利益	943	4.9	1,106	5.8	163	17.3
当期純利益	509	2.6	709	3.7	199	39.3

(単位:百万円)

	2014/3月期2Q累計実績		2015/3月期2Q累計実績		増減	
	金額	構成比(%)	金額	構成比(%)	金額	率(%)
販売事業	5,496	28.5	7,164	37.5	1,668	30.4
レンタル事業	2,827	14.7	3,310	17.4	483	17.1
システム建築事業	8,323	43.2	10,474	54.9	2,151	25.8
販売事業	2,859	14.9	1,958	10.3	△901	△31.5
メンテナンス事業	865	4.5	779	4.1	△86	△9.9
駐車場運営・管理事業	278	1.4	602	3.1	324	116.7
立体駐車場事業	4,003	20.8	3,341	17.5	△662	△16.5
総合建設事業	6,929	36.0	5,260	27.5	△1,668	△24.1
開発事業	-	-	9	0.1	9	-
合計	19,256	100.0	19,086	100.0	△170	△0.9

決算期(単位:百万円)	2014年 3月期実績	2015年 3月期計画	2016年 3月期計画
売上高	41,854	47,000	50,000
営業利益	2,324	3,250	3,500
経常利益	2,490	3,250	3,500
当期純利益	1,753	2,050	2,250
1株当たり当期純利益(円)	26.5	31.0	34.0
営業利益率	6%	7%	7%
ROE	13%	14%	14%
配当性向	26%	29%	35%

(出所)会社説明資料より

エクイティ・ファイナンス動向

自己株式を活用した
第三者割当

新株予約権を利用した
15.5%の希薄化

全予約権が行使されば 40
億円近く資金調達

資金調達が成功すれば、
140 億円の純資産は大幅に
強化され、投資活動が加速
化へ

「拡大ステージによる利益向
上」→「株価上昇」→「新株
予約権行使による資金調
達」→「投資活動拡大による
さらなる利益向上」という好
循環が生まれるかどうかが
注目

■300 円、350 円、500 円を行使価格とする新株予約権を 10 百万個発行

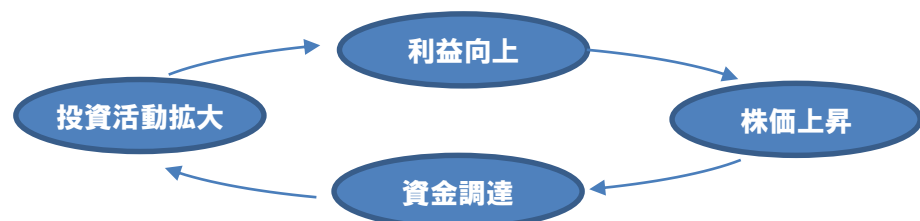
当社は、2014 年 11 月 26 日に、ドイツ銀行ロンドン支店を割当先として、10 百万個の新株予約権を発行した。行使の際には、自己株式が活用されることを考慮すると 15.5%の希薄化となる。三つの行使価格、300 円、350 円、500 円が設定され、行使されるとそれぞれ 3 百万株、3 百万株、4 百万株の株式が発行される。現在の株価を上回っており、株価が上昇しない限り希薄化はおきないため、既存株主に配慮がなされた資金調達方法とみることができる。

資金調達額は 900 百万円、1,050 百万円、2,000 百万円、合計で 3,950 百万円の資金調達がなされることになる。行使期間は 3 年である。行使については、当社の承諾を必要とするので、株価インパクトや、第三者割当された後の市場での売却動向などが配慮されることを期待したい。なお、2015 年 5 月 26 日以降当社の判断で行使価額の修正が可能である。資金使途としては、リース用建物資産、コンビニ等の土地・店舗等、コインパーキング事業、ファシリティ・マネジメント事業の M&A 資金に充てられる。当社は各種シナジーを考慮してより戦略的な買収価格を提示できることがファシリティ・マネジメント事業買収時の強みとなる。

	第1回新株予約権	第2回新株予約権	第3回新株予約権
発行数	3,000,000 個	3,000,000 個	4,000,000 個
発行価額の総額	1,140,000 千円	840,000 千円	1,000,000 千円
発行価額	0.38 円	0.28 円	0.25 円
行使価額	300 円	350 円	500 円
「行使価額の修正」の項目	有	有	有
行使請求期間	3 年間	3 年間	3 年間
行使許可条項	有	有	有

(出所)会社開示資料より抜粋

既に述べたように、当社は、空間の可能性を最大化する「提案力」と「技術力」を全国一貫体制により提供する強みを活かすために、①M&A 戦略、②提携戦略、③高収益ストック型ビジネス拡大、④海外進出、を進めている。こうした施策は 2012 年からとられてきたので、今後その成果がより明確に数字として表れてくるステージとなろう。冒頭述べたように JPR は、創業二代目の森岡篤弘社長の強力なリーダーシップのもと、成長性及び収益性の双方で次元の異なる拡大ステージへと移行しつつあり、株価水準はその移行を織り込んでいないとみている。新株予約権の発行による資金調達によって、「拡大ステージによる利益向上」→「株価上昇」→「新株予約権行使による資金調達」→「投資活動拡大によるさらなる利益向上」という好循環が生まれるかどうか注目されよう。



比較類似会社分析および株価チャート

建設関連製品分野
との比較

現状はごく平均的なパフォー
マンス、バリュエーション

足元の利益水準から見れば
特に割安感はない

■建設関連製品分野の上場企業との比較

建設関連製品分野の上場企業比較したのが以下の表である。

コード	会社名	前期実績 営業利益率	今期計画 営業利益率	今期実績 期末ROE	今期実績 期末ROA	前期実績 PER	今期計画 PER	前期実績 PBR	前期実績 EBITDA倍率
1916	日成ビルド工業(株)	5.6	6.9	12.4	1.10	9.2	10.7	1.32	8.0
2445	エスアールシータカミヤ(株)	9.4	10.7	18.6	0.87	21.7	26.4	4.67	9.5
4212	積水樹脂(株)	13.8	13.6	8.3	0.69	11.2	10.7	0.91	5.0
5011	ニチレキ(株)	11.1	9.9	11.0	1.12	7.8	7.0	0.80	1.5
5202	日本板硝子(株)	0.1	3.4	-10.7	0.66	91.9	-4.7	0.48	11.9
5262	日本ヒューム(株)	6.0	4.9	7.5	0.84	8.0	10.7	0.82	6.6
5269	日本コンクリート工業(株)	5.2	5.4	3.5	0.62	20.3	27.8	1.00	11.2
5273	三谷セキサン(株)	9.3	8.9	9.8	1.09	12.3	11.6	1.13	4.7
5288	ジャパンバイル(株)	6.0	5.7	12.0	1.17	10.2	8.8	1.06	3.6
5929	三和ホールディングス(株)	6.6	7.1	8.9	1.11	16.6	17.8	1.65	8.1
5930	文化シャッター(株)	7.5	7.5	15.8	1.15	8.2	7.6	1.24	4.1
5933	アルインコ(株)	7.7	7.9	13.3	1.17	9.4	8.8	1.15	5.4
5959	岡部(株)	10.2	10.4	9.2	0.80	12.1	12.6	1.18	6.1
6581	日立工機(株)	3.3	4.6	1.5	0.89	24.1	50.1	0.79	11.5
6586	(株)マキタ	14.3	15.5	8.8	0.74	17.5	17.0	1.50	10.1
7438	コンドーテック(株)	6.8	6.8	10.6	1.39	10.9	10.7	1.14	4.8
7463	(株)アドヴァン	24.5	24.4	9.5	0.45	9.8	10.8	0.93	7.7
7821	前田工機(株)	13.4	13.6	11.0	0.87	14.0	14.9	1.90	8.2
7943	ニチハ(株)	8.2	7.3	10.4	0.99	10.1	8.7	0.83	4.2
7949	小松ウオール工業(株)	13.2	14.2	8.4	0.88	8.6	11.2	0.97	5.0
7971	東リ(株)	2.8	3.1	5.2	1.30	8.3	10.9	0.57	4.3
8007	高島(株)	1.9	2.0	10.7	2.16	8.5	9.1	0.96	6.0
8087	フルサト工業(株)	3.8	3.5	4.5	1.55	12.5	15.1	0.71	4.0
9639	三協フロンテア(株)	12.4	12.7	9.6	0.56	9.7	9.9	0.92	4.1
9663	(株)ナガワ	13.8	14.7	6.2	0.65	19.2	22.3	1.31	5.8
9761	東海リース(株)	3.2	4.8	1.8	0.43	18.4	26.3	0.48	6.9
9763	丸紅建材リース(株)	3.3	3.5	8.8	0.61	13.0	11.4	1.01	25.4
9991	ジェコス(株)	5.9	7.6	9.4	0.91	12.5	18.3	1.70	11.6
平均		8.2	8.6	8.4	0.96	15.6	14.4	1.18	7.3
MAX		24.5	24.4	18.6	2.16	91.9	50.1	4.67	25.4
上位25%		11.4	11.2	10.8	1.13	16.8	17.2	1.25	8.5
中位		7.2	7.4	9.3	0.89	11.7	11.0	1.00	6.1
下位25%		4.8	4.9	7.2	0.68	9.4	9.7	0.83	4.6
MIN		0.1	2.0	-10.7	0.43	7.8	-4.7	0.48	1.5

(出所) 株価、時価総額は 1 月 16 日終値

当社の営業利益率、ROA は中位から下位、ROE は上位 25% の水準である。PER は前期実績、今期計画ベースで中位から下位である。PBR は上位、EBITDA 倍率は上位から中位の水準である。足元の利益率等から見れば、比較類似会社から見て特に割安な水準とはいえない。2012 年以降の積極的な M&A、提携戦略による今後の成長期待が織り込まれることが、PER 等の水準が切りあがるためには必要となろう。

株価チャート(円)



(出所) FactSet 等より JPR 作成。

DCF モデルによるセンシティビティ分析

DCF モデルによる
センシティビティ分析

■センシティビティ分析の概要

当社は2016年3月期まで中期経営計画を発表している。また、会社ヒアリングによってストックビジネスが2017年3月期までに100億円となると言及している。それ以降の成長性の株価への影響を分析するため DCF 法によるセンシティビティ分析を行った。フロービジネスは2016年3月期から2020年3月期、ストックビジネスは2017年3月期から2020年3月期まで、売上高成長性を-2.5%から7.5%に変化させた。2020年3月期以降の成長率はゼロとにおいて試算した。新株予約権について、①すべて未行使、②すべて行使の二つをおこなった。収益構造、資産構造は足元のヒアリングに基づき大きな変化がないという前提で計算を行っている（詳細後述参照）。加重平均資本コストについては、以下を前提としている。

①過去3年間の株価変動から求めた β 値 1.125、②2014年3月期の税引き後支払利息÷有利子負債平残、③2014年12月30日の国債10年指標利回り、④有利子負債額は2015年3月期2Q累計末値、⑤時価総額は2014年12月30日終値ベース。リスクプレミアム別の加重平均資本コスト(WACC)は以下のように推計し、センシティビティ分析では4%から9%のWACCについて分析を行った。

リスクプレミアム	5%	6%	7%	8%	9%	10%
WACC 推計値	4.7%	5.3%	6.2%	7.0%	7.8%	8.7%

(出所)JPR 作成

■2015年1月16日終値291円は成長見通しを全く織り込んでいない水準
センシティビティ分析の結果は以下の通りである。

2015年1月16日終値291円は、中期経営計画見通しやストックビジネスの拡大、2017年3月期以降の成長余地をさほど織り込んでいない水準

新株 予約権	WACC	2017/3～2020/3までの年平均成長率				
		-2.50%	0.00%	2.50%	5.00%	7.50%
①すべて 未行使	4%	956	1,010	1,064	1,125	1,185
	5%	761	800	839	884	928
	6%	631	661	690	724	757
	7%	538	561	584	610	636
	8%	468	486	504	525	546
	9%	414	428	443	460	476
②すべて 行使	4%	828	874	921	973	1,026
	5%	659	693	726	765	803
	6%	546	572	597	627	655
	7%	465	486	505	528	551
	8%	405	421	437	455	472
	9%	358	371	383	398	412

(出所)JPR 作成。

WACC9%において、新株予約権がすべて行使、成長率が、マイナス2.5%へ落ち込んだとしても株価は358円と推計された。新株予約権すべて行使されたケースで、WACCが7%とすると、2.5%成長の前提では505円、7.5%の前提では551円と推計された。2012年以降の積極的な拡大策によって2016年3月期以降の成長率が高まれば、新株予約権行使による希薄化を考慮しても500円程度、またそれ以上の株価上昇余地は十分にあると判断できよう。2015年1月16日終値291円は、中期経営計画見通しやストックビジネスの拡大、2017年3月期以降の成長余地をさほど織り込んでいない水準といえる。

DCF モデルの前提: WACC7%、成長率 2.5% ケース

(単位: 指定がなければ 100 万円、または倍)

	2015/3計	2016/3計	2017/3予	2018/3予	2019/3予	2020/3予	2021/3予
売上高	47,000	50,000	54,500	55,870	57,270	58,710	58,710
システム建築事業	22,400	23,000	23,600	24,200	24,810	25,440	25,440
プレハブ建築販売事業(フロー型)	15,000	15,400	15,800	16,200	16,610	17,030	17,030
プレハブ建築リース事業(フロー型)	7,400	7,600	7,800	8,000	8,200	8,410	8,410
立体駐車場事業	9,500	11,000	13,650	13,990	14,340	14,690	14,690
立体駐車場販売事業(フロー型)	5,500	6,000	6,550	6,710	6,880	7,050	7,050
立体駐車場メンテナンス事業(ストック型)	2,100	3,000	4,300	4,410	4,520	4,630	4,630
駐車場運営・管理事業(ストック型)	1,900	2,000	2,800	2,870	2,940	3,010	3,010
総合建設事業(フロー型)	13,700	14,000	14,350	14,710	15,080	15,460	15,460
開発事業(ストック型)	1,400	2,000	2,900	2,970	3,040	3,120	3,120
フロー型売上高	41,600	43,000	44,500	45,620	46,770	47,950	47,950
ストック型売上高	5,400	7,000	10,000	10,250	10,500	10,760	10,760
成長率							
売上高成長率	12.3%	6.4%	9.0%	2.5%	2.5%	2.5%	0.0%
システム建築事業(除く復旧関連)成長率	21.5%	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	0.0%
売上総利益	7,650	8,300	9,410	9,650	9,880	10,130	10,130
販売費及び一般管理費	4,400	4,800	5,230	5,360	5,500	5,640	5,640
(売上高比)	9.4%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
のれん	18	17	0	0	0	0	0
営業利益	3,250	3,500	4,180	4,290	4,380	4,490	4,490
受取利息配当金	71	45	39	34	32	32	32
支払利息等	71	45	39	34	32	32	32
(有利子負債平残金利)	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
経常利益	3,250	3,500	4,180	4,290	4,380	4,490	4,490
税引前利益	3,250	3,500	4,180	4,290	4,380	4,490	4,490
法人税等	1,200	1,250	1,493	1,532	1,564	1,604	1,604
(法人税等÷税引前利益)	36.9%	35.7%	35.7%	35.7%	35.7%	35.7%	35.7%
当期純利益	2,050	2,250	2,687	2,758	2,816	2,886	2,886
売上総利益率	16.3%	16.6%	17.3%	17.3%	17.3%	17.3%	17.3%
営業利益利益率	6.9%	7.0%	7.7%	7.7%	7.6%	7.6%	7.6%
期末ベース							
ROE	13.2%	13.1%	14.0%	13.2%	12.3%	12.6%	12.6%
ROA	8.5%	8.6%	9.6%	9.4%	9.1%	9.2%	9.2%
ネットD/Eレシオ	-0.12	-0.17	-0.19	-0.25	-0.29	-0.28	-0.28
総資産回転率	1.23	1.24	1.25	1.22	1.19	1.21	1.21
配当	463	595	788	941	965	2,816	2,886
内部留保	1,587	1,656	1,900	1,817	1,850	71	0
一株益(円)	28.8	31.6	37.8	38.8	39.6	40.6	40.6
一株純資産(円)	221	245	271	297	323	324	324
一株配当年間(円)	9	11	13	14	40	41	41
普通株配当金(円)	595	788	941	965	2,816	2,886	2,886
発行済株式数(株)	71,113,168	71,113,168	71,113,168	71,113,168	71,113,168	71,113,168	71,113,168
自己株式数(株)	-6,725,410	-6,725,410	-6,725,410	-6,725,410	-6,725,410	-6,725,410	-6,725,410
潜在株(行使価格300円)	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000
潜在株(行使価格350円)	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000
潜在株(行使価格500円)	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000

(出所) JPR 作成。2015 年 3 月期は会社計画値をベースに、フロー型事業、ストック型の売上総利益率等を会社ヒアリング等から JPR が推計。2017 年 3 月期はストック型事業の売上高が 10,000 百万円となることを前提に、JPR が推計。

(単位: 指定がなければ 100 万円、または倍、日)

	2015/3計	2016/3計	2017/3予	2018/3予	2019/3予	2020/3予	2021/3予	
現預金	5,479	5,829	6,353	6,513	6,676	6,844	6,844	
受取手形売掛金	13,180	14,021	15,283	15,667	16,060	16,464	16,464	
棚卸資産	4,947	5,263	5,736	5,881	6,028	6,180	6,180	
その他流動資産	717	717	717	717	717	717	717	
償却対象資産	5,298	5,636	6,144	6,298	6,456	6,618	6,618	
土地	5,038	5,359	5,841	5,988	6,138	6,293	6,293	
のれん以外の無形固定資産	219	219	219	219	219	219	219	
のれん	17	0	0	0	0	0	0	
投資その他の資産	3,429	3,429	3,429	3,429	3,429	3,429	3,429	
その他資産	0	0	0	0	0	0	0	
総資産	38,324	40,473	43,737	45,684	48,050	48,651	48,651	
支払手形買掛金	11,627	12,369	13,482	13,821	14,168	14,524	14,524	
その他流動負債	5,690	6,053	6,598	6,764	6,933	7,108	7,108	
短期借入社債等	1,280	669	376	0	0	0	0	
長期借入社債等	2,298	2,298	2,298	2,298	2,298	2,298	2,298	
その他固定負債	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690	
純資産	15,738	17,394	19,293	21,111	22,961	23,032	23,032	
資本金	7,002	7,002	7,002	7,002	7,002	7,002	7,002	
資本剰余金	1,913	1,913	1,913	1,913	1,913	1,913	1,913	
利益剰余金	7,288	8,944	10,843	12,661	14,511	14,582	14,582	
自己株式	-625	-625	-625	-625	-625	-625	-625	
株主資本	15,578	17,234	19,133	20,951	22,801	22,872	22,872	
評価換算差額等	120	120	120	120	120	120	120	
新株予約権	40	40	40	40	40	40	40	
少数株主持分	-	-	0	0	0	0	0	
負債及び純資産	38,324	40,473	43,737	45,684	48,050	48,651	48,651	
現預金÷売上高×365	42.5	42.5	42.5	42.5	42.5	42.5	42.5	
受取手形売掛金÷売上高×365	102.4	102.4	102.4	102.4	102.4	102.4	102.4	
棚卸資産÷売上高×365	38.4	38.4	38.4	38.4	38.4	38.4	38.4	
その他流動資産÷売上高×365	5.6	5.2	4.8	4.7	4.6	4.5	4.5	
売上高÷償却対象資産(①)	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9	
売上高÷土地(②)	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	
①+②	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	
支払手形買掛金÷売上高×365	90.3	90.3	90.3	90.3	90.3	90.3	90.3	
その他流動負債÷売上高×365	44.2	44.2	44.2	44.2	44.2	44.2	44.2	
減価償却費	566	600	627	655	701	712	715	
(減価償却費/平残償却対象有形固定資産)	11.3%	11.0%	10.7%	10.5%	11.0%	10.9%	10.8%	
推計償却資産設備投資	1,146	938	1,135	810	859	874	715	
土地投資	552	322	482	147	150	154	0	
配当金の支払	-463	-595	-788	-941	-965	-2,816	-2,886	
配当金の支払÷前年度の純利益	26.4%	29%	35%	35%	35%	100%	100%	
	2015/3計	2016/3計	2017/3予	2018/3予	2019/3予	2020/3予	2021/3予	永久価値
NOPAT	2,095	2,279	2,712	2,780	2,836	2,907	2,907	
減価償却費	566	600	627	655	701	712	715	
設備投資	-1,697	-1,259	-1,617	-956	-1,009	-1,028	-715	
運転資本増加	3,237	-52	-78	-24	-24	-25	0	
FCF	4,200	1,568	1,645	2,455	2,504	2,565	2,907	2,907
ディスカウントファクター	0.935	0.873	0.816	0.763	0.713	0.666	0.623	8.9
現在価値FCF	3,925	1,369	1,343	1,873	1,785	1,709	1,810	25,861
NPV	39,676							
有利子負債	6,965							
現預金	4,879							
株主価値	37,590							
推計株価(円)	584							
ダイリユーション後株価(円)	505							

(出所) JPR 作成。

ディスクレマー

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュが「ANALYST NET」のブランド名で発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。株式会社ティー・アイ・ダヴリュは原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております）。
- 株式会社ティー・アイ・ダヴリュは、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。
- 執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、株式会社ティー・アイ・ダヴリュならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、株式会社ティー・アイ・ダヴリュの承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。
- 「ANALYST NET」は株式会社ティー・アイ・ダヴリュの登録商標です。