

「アナリスト・サーティフィケーション」、「重要な開示事項」については、4 ページをご参照ください。

【修正版】

日興シティグループの調査対象外銘柄

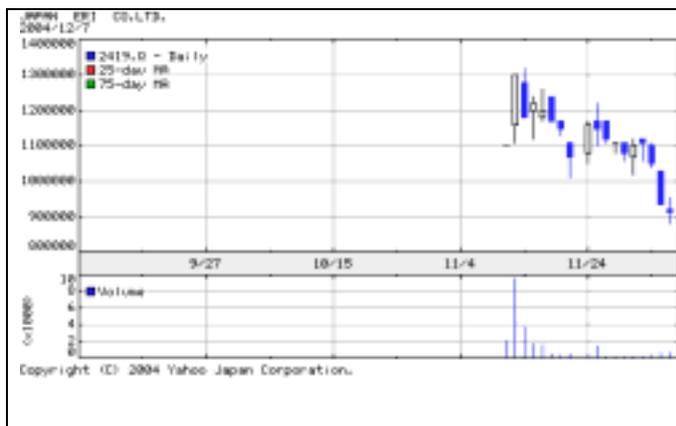
Emerging Growth 日本 ERI (JQ-2419)

ルイジ・リメンタニ
luigi.limentani@nikkocitigroup.com

取材メモ
投資評価なし

Tel : 81-3-5574-4765

12/09/04



会社概要:

【特色】住宅会社、住宅所有者向け建築検査サービス。2004年11月に上場

【連結事業内訳】確認検査 60%、住宅性能評価 27%、他 13% (2004年3月期)

【本社所在地】東京都港区

【時価総額】10,869 百万円 (12/07)

【売買代金(11月11日以降平均1日当たり)】16.5 億円

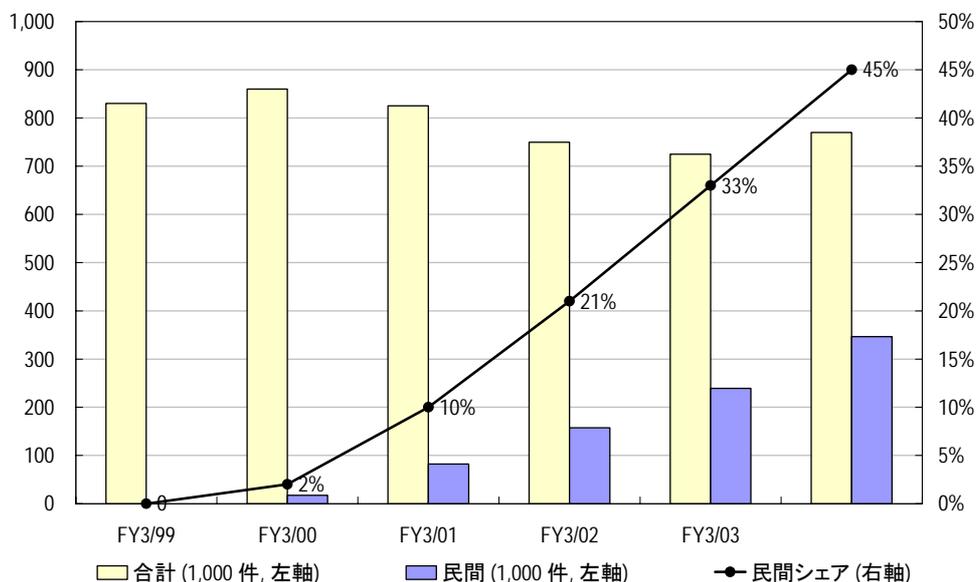
【修正箇所】図表 2 : (誤)出所: 住宅性能評価期間等連絡協議会 (正) 出所: 住宅性能評価機関等連絡協議会
図表 3 : データ内容の誤りを訂正して再掲

建築検査の自由化を追い風に拠点のネットワークを拡大

- 日本 ERI は、1999 年の不動産分野の自由化によって民間にも門戸が開かれたのを機に、建築検査サービス専門企業として約 5 年前に設立された。
- 主力の確認検査事業(2004 年 3 月期売上高構成比は 60%)では、同社は建築事務所を通じて住宅会社に委託されて新しい開発プロジェクトの検査を実施する。内訳は、住宅と事務所がほぼ半々である。そのサービスには、建築物がプロジェクトの仕様に準拠しているかどうかの確認や、プロジェクトが国内法の安全基準を満たしていることの証明などが含まれる。
- こうした種類のサービスを提供できるのは特別な試験に合格し、2 年以上の関連業務経験を有する一級建築士のみである。現在、国内にこうした人材は 2,000 人程度おり、年間約 200 人の建築士が必要な試験に合格している。日本 ERI には現在、115 人の有資格者が勤務しており、また高度な資格が必要なため、従業員の平均年齢は約 48 歳とかなり高い。
- 検査日時の確約が可能で、顧客の書類作成も支援することから、日本 ERI のサービスは官僚的な行政機関よりも競争力が高く、需要は旺盛である。こうした特性のため、図表 1 に示したように、新規建設プロジェクト市場の縮小にもかかわらず、国内検査全体に占める民間企業の構成比は劇的に高まった。また、日本 ERI のサービスは競争力が高いため、現在、政府機関よりも高い価格設定が可能になっている。
- さらに、同社は 18 の支店を持ち、全国的に検査サービスを提供できる唯一の企業であるため、今のところ営業向け投資の必要性も少ない。政府機関を除き、現在競合するのは、主として地元の個人事業者または通常親会社の仕事しか扱わない東京電力や東京ガスなどの系列の子会社である。
- また、日本 ERI は住宅性能評価(2004 年 3 月期売上高構成比は 27%)も手掛ける。このサービスは、建築事務所の要請で住宅所有者が費用を負担し、新築または中古の一戸建てや集合住宅を対象とするもので、現

行法は建築業者にこうした検査を義務付けていないが、地震被害の影響で需要が大幅に拡大した。こうした検査の現在の普及率は図表 2 に示したようにまだ低く、住宅全体の約 11.5% に過ぎない。サービスの価格は確認検査よりも高く、提携しているゼネコンや住宅会社を通じてマーケティングされている。その他のサービス(売上高構成比 13%)には、証券化プロジェクトを扱う金融機関向けデューデリジェンス業務が含まれる。

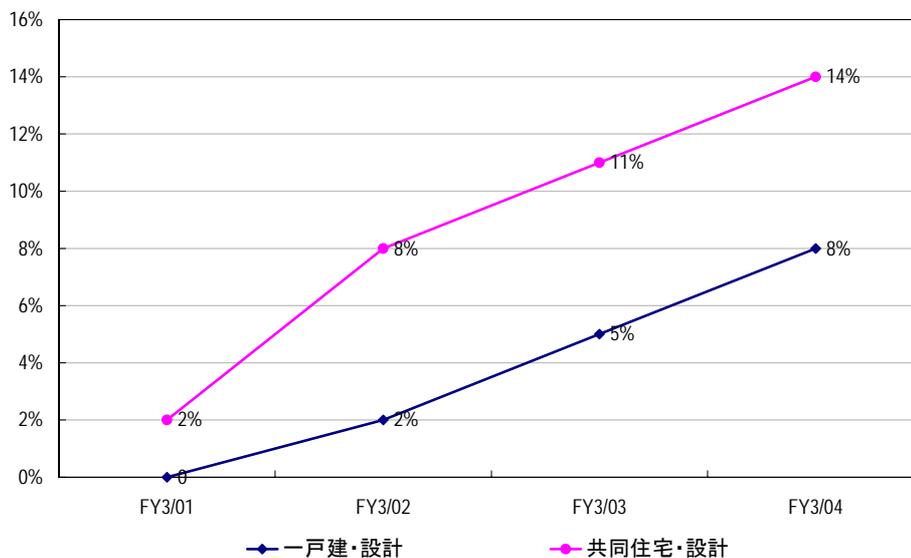
図表 1. 民間による国内建築検査件数の構成比



出所: (社)日本住宅協会

- 会社訪問の際、全体として新築市場が停滞しているにもかかわらず、民間プロジェクトの構成比が拡大しているため、主力の確認検査事業が大きく伸びていることを会社側が確認した。同社はこの事業の中期見通しに対して前向きな姿勢を維持しており、国内では検査の 3 分の 1 を民間が手掛けているが、英国では約 20 年前に民間に門戸が開かれて以来、その構成比は約 85% まで拡大したとのこと。さらに、今後数カ所の拠点を新設する計画で、支店網の拡大を通じて営業活動をさらに強化する意向である。また、会社側は、上場によって事業の透明度が高まってから、デューデリジェンス業務が増加した模様であるとしている。

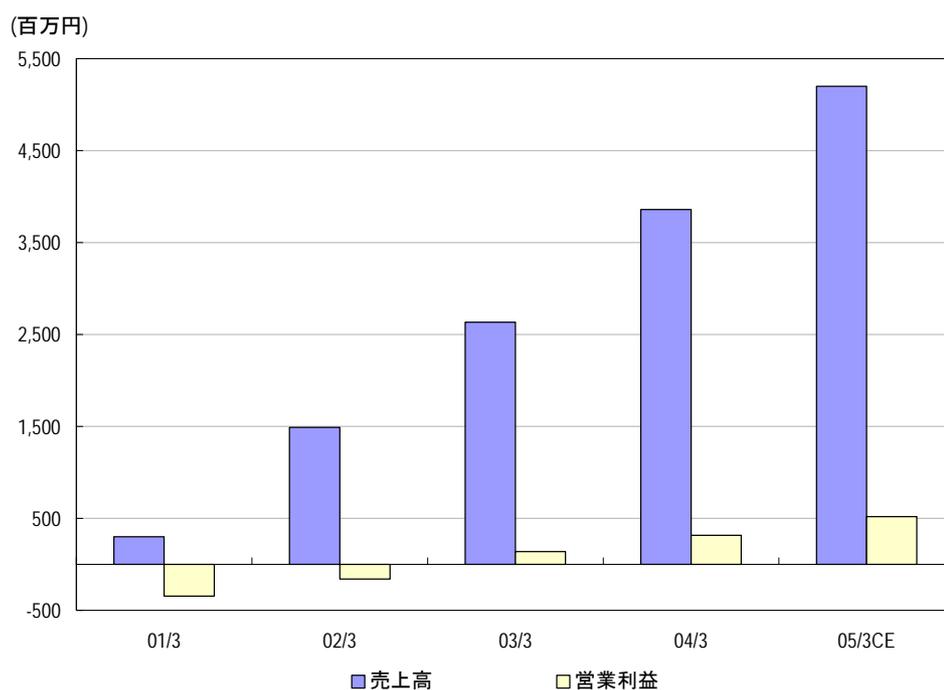
図表 2. 住宅性能評価の普及率



出所: 住宅性能評価機関等連絡協議会

- 長期的には、まだ普及率が低い住宅性能評価と、開発プロジェクト向けの信託口座を利用した融資サービスなどの新しいビジネスモデルを展開しているその他事業が、最も大きく成長に寄与すると同社では予想している。
- 会社側は 2005 年 3 月期売上高を前期比約 35%増、経常利益を同 64%増と予想している。11 月 15 日に発表された 2005 年 3 月期中間決算の売上高と経常利益は、それぞれ会社側通期予想の約 45%、30%だった。これに対して、前年同期の売上高は通期実績の 41%相当だった。会社訪問の際、不動産プロジェクトは季節によって変動するため、通常、売上高は第 4 四半期に集中することを会社側が確認した。
- 2004 年 12 月 7 日の終値は 914,000 円。2005 年 3 月期会社予想に基づく PER は約 31 倍、配当利回りは 0.9%。

図表 3. 売上高と営業利益



出所: 会社資料

私、ルイジ・リメンタニは、本調査レポートに表明された見解が全ての対象企業又は対象有価証券に対する私個人の見解を正確に反映していることを、ここに証明します。また、私は、過去、現在又は将来において、私の報酬のいかなる部分も、本レポート中の特定の推奨若しくは見解に直接的又は間接的に関連しないことを証明します。

重要な開示事項

アナリストの報酬は、シティグループ・グローバル・マーケット・インク及びその関係会社（以下「弊社」といいます）の顧客である投資家に便益をもたらすことを目的とする活動及びサービスに基づいて決定されます。全ての従業員同様、アナリストの報酬は、会社全体の収益性によって決められるものであり、これには、とりわけ、個人顧客部門、機関投資家向けエクイティ部門及び投資銀行部門における収入が含まれます。

スミス・バーニー エクイティ・リサーチ格付分布

現在データ 2004年9月30日

	買い	中立	売り
スミス・バーニー グローバル・エクイティ・リサーチ対象 (2473)	40%	44%	17%
弊社の投資銀行業務の顧客企業のうち、各投資評価カテゴリにおける企業数の割合	55%	55%	47%

投資評価の手引き：スミス・バーニーの株式推奨にはリスク格付と投資格付が含まれます。株価のボラティリティとファンダメンタルズの評価の両方を考慮したリスク格付には、低リスク[L]、中リスク[M]、高リスク[H]、およびスペキュラティブ[S]があります。投資格付はトータルリターン（向こう12カ月の株価予想上昇/下落率と予想配当利回り）とリスク格付によって決まります。先進市場（米国、英国、欧州、日本、オーストラリア、ニュージーランド）の株式の投資格付は以下の通りです。買い[1]:低リスク銘柄の予想トータルリターンは10%以上、中リスク銘柄は15%以上、高リスク銘柄は20%以上、スペキュラティブ銘柄は35%以上。中立[2]:低リスク銘柄は0%~10%、中リスク銘柄は0%~15%、高リスク銘柄は0%~20%、スペキュラティブ銘柄は0%~35%。売り[3]:トータルリターンがゼロもしくはマイナス。新興市場（アジア太平洋、欧州エマージング市場、中東、アフリカ、中南米）の株式の投資格付は以下の通りです。買い[1]:低リスク銘柄の予想トータルリターンは15%以上、中リスク銘柄は20%以上、高リスク銘柄は30%以上、スペキュラティブ銘柄は40%以上。中立[2]:低リスク銘柄は5%~15%、中リスク銘柄は10%~20%、高リスク銘柄は15%~30%、スペキュラティブ銘柄は20%~40%。売り[3]:低リスク銘柄は5%以下、中リスク銘柄は10%以下、高リスク銘柄は15%以下、スペキュラティブ銘柄は20%以下。調査対象銘柄に含めた時点、リスク格付の変更時、およびターゲットプライスの変更時の投資格付は上記のレンジに該当するよう義務づけられています。それ以外の時は、株価の動きやボラティリティのために、予想トータルリターンが上記のレンジから外れる場合もあります。このような特定のレンジからの一時的な乖離は許されませんが、リサーチ・マネジメントによる審査の対象になります。お客様が有価証券の売買をなさる際の投資判断は、お客様自身の投資目的に基づき、銘柄の予想パフォーマンスとリスクを評価した後においてのみ行われるべきです。

その他 開示事項

弊社は、弊社が本レポートで推奨された有価証券のマーケット・メーカーではない場合には、売買気配値を提供するとともに、自己勘定における取引を行うことがあります。弊社は、本レポートにおいて推奨されたことがある有価証券と連動するところの、取引されている金融商品について、通常の発行体です。弊社は、いつでも、本レポートにおいて議論されている対象会社の株式の通常売買を行う可能性があり、当該株式に対して、トレーディング・ポジション（ロング又はショート）を保有することがあります。弊社は本レポートの内容とは一貫性のない証券取引を行う可能性があり、本レポートにおいて言及されている有価証券について、自己勘定で顧客と売買を行うことがあります。

弊社が推奨、勧誘又は売付けを行う有価証券は、(i) 米国連邦預金保険公社の保険の対象ではなく、(ii) 預金保険の対象となる預金機関（シティバンクを含む）の預金又はその他の債務でなく、(iii) 投資元本の損失を含む投資リスクを伴います。本レポート上の情報は、弊社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。これらの情報が正確であるとの保証は致しかねます。また、情報が不完全な場合又は要約されている場合もあります。本レポートに掲載された見解若しくは予測は、本レポート発行時におけるスミス・バーニー エクイティ・リサーチ部門の判断であり、予告なく変更されることがあります。本レポートは、情報提供のみを目的として作成されたもので、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。

シティグループ・グローバル・マーケット・インクは、証券投資者保護公社（SIPC）の参加者です。Copyright Nikko Citigroup Limited, 2004. All rights reserved. スミス・バーニー（Smith Barney）は、シティグループ・グローバル・マーケット・インク及びその関係会社の一部門及びサービス・マークであり、世界中で使用及び登録されています。シティグループ（Citigroup）及びその傘のマーク（Umbrella Device）は、シティコップ及びその関係会社の商号及びサービス・マークであり、世界中で使用及び登録されています。未許可での利用、複製の作成又は開示は法律で禁じられており、告発の対象となります。日興（Nikko）は株式会社日興コーディアルグループの登録商標です。

ご希望に応じまして、追加の情報を入手することができます。

本レポートは、日興シティグループ証券株式会社（以下「日興シティグループ」といいます）が作成したものであり、シティグループ・グローバル・マーケット・インク、シティバンク（以下に定義します）、日興コーディアル証券株式会社または日興ビーンズ証券株式会社によって配布される場合はライセンスに基づいて配布されるものです。

日興シティグループは、一定の米国規制の目的において、シティバンク N.A. 並びにその世界中の子会社及び支店（以下「シティバンク」と総称します）の関係会社として取り扱われます。かかる関係に拘らず、日興シティグループ及びその関係会社が推奨、勧誘、売付け又は保有する有価証券は、(i) 米国連邦預金保険公社の保険の対象ではなく、(ii) 預金保険の対象となる預金機関（シティバンクを含む）の預金又はその他の債務でなく、(iii) 投資元本の損失を含む投資リスクを伴います。日興シティグループ（その親会社、子会社又は関係会社を含む）（以下「弊社」といいます）は、随時、本レポートにおいて言及されている企業に対して、投資銀行業務若しくはその他のサービスを提供すること又はかかるサービスの提供を勧誘することがあります。弊社は、本レポートにおいて議論されている有価証券について、マーケット・メーカーを行うこと又は自己勘定で顧客と売買を行うことがあります。弊社又は本レポートを作成した個人は、いつでも、本レポートにおいて議論されている発行体の有価証券若しくはオプションについてポジションを保有していることがあります。弊社の役職員は、本レポートで言及されている企業の取締役であることがあります。弊社は、過去3年間に、本レポートで言及されている企業の公募において、幹事会社又は共同幹事会社を努めたことがあります。

本レポート上の情報は、弊社が信頼できると判断した情報源から入手したのですが、これらの情報が正確であるとの保証は致しかねます。また、情報が不完全な場合又は要約されている場合もあります。本レポートに掲載された見解若しくは予測は、本レポート発行時における弊社の判断であり、予告なく変更されることがあります。本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたもので、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。

日興 (Nikko) は株式会社日興コーディアルグループの登録商標です。シティグループ (Citigroup) は、シティコープのサービス・マークです。©Nikko Citigroup Limited, 2004. All rights reserved. 未許可での利用、複製の作成又は開示は、法律で禁じられており、告発の対象となります。
