

# ホリスティック企業レポート (2419 日本 ERI 東証二部)

フォロー・レポート  
2013年3月15日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済20130312

# 日本 ERI (2419 東証二部)

発行日: 2013/3/15

民間の建築物検査センターとして唯一の上場会社。中・大型共同住宅の建築確認と住宅性能評価に強み

## > 要旨

アナリスト: 馬目 俊一郎  
+81(0)3-6858-3216  
manome@stock-r.org

### ◆ 労働集約的なビジネスモデル

- ・同社の主力事業は、法律で義務付けられた建築物の確認・検査や、任意の住宅性能評価などで、中・大型共同住宅の建築確認と住宅性能評価に強みを持つ。
- ・コア事業の確認検査事業と住宅性能評価事業は、一級建築士や建築基準適合判定資格者など、プロの有資格者が担う労働集約的なビジネスモデル。一人当たりの業務量が限られることから、持続的な売上高成長には人材の拡充と育成が必要不可欠。

### 【主要指標】

	2013/3/8		
株価 (円)	1,379		
発行済株式数 (株)	7,796,400		
時価総額 (百万円)	10,751		
	前期	今期E	来期E
PER (倍)	15.3	11.3	9.6
PBR (倍)	5.0	3.8	2.9
配当利回り (%)	2.2	2.5	2.9

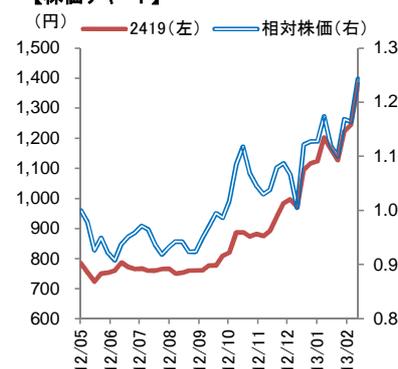
### ◆ 13年5月期は会社予想の上振れを見込む

- ・2013年5月期の会社予想は売上高が前期比8.0%増の121.8億円、営業利益は同11.0%増13.2億円→14.6億円。これに対し当センターでは、売上高が前期比9.0%増の123.0億円、営業利益は同21.3%増の16.0億円と会社予想の上振れを見込む。これは消費税増税前の特需や震災復興の建築本格化、携帯電話アンテナ基地局需要などが主因。

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン (%)	11.6	38.3	81.2
対TOPIX (%)	6.7	16.5	30.9

### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2012/5/21

## > 投資判断

### ◆ 中長期的な想定株価レンジは1,800円~2,200円

- ・当センターでは消費税増税前の特需で14年5月期の13.0%増収、21.9%営業増益を予想するも、15年5月期は増税後の反動減で9.4%減収、15.4%営業減益を予想。これを基にした同社の中長期的な適正株価は1,800円~2,200円を想定する。

### 【2419 日本ERI 業種: サービス業】

決算期	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 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)	
2011/5	10,438	16.3	1,000	119.4	1,046	118.9	671	28.0	26,002	63,595	6,900	
2012/5	11,289	8.1	1,319	31.9	1,310	25.2	702	4.5	90.2	274.4	30.0	
2013/5	旧CE	12,024	6.5	1,325	0.4	1,336	2.0	782	11.4	99.9	—	30.0
	新CE	12,189	8.0	1,464	11.0	1,472	12.3	859	22.4	110.2	—	32.0
2013/5	旧E	12,400	9.8	1,600	21.3	1,610	22.9	950	35.3	121.3	359.7	36.0
	新E	12,300	9.0	1,600	21.3	1,610	22.9	950	35.3	121.9	366.0	34.0
2014/5	旧E	13,600	9.7	1,800	12.5	1,800	11.8	1,080	13.7	137.9	456.6	41.0
	新E	13,900	13.0	1,950	21.9	1,960	21.7	1,120	17.9	143.7	475.6	40.0
2015/5	旧E	14,300	5.1	1,900	5.6	1,900	5.6	1,140	5.6	145.6	558.2	44.0
	新E	12,600	-9.4	1,650	-15.4	1,660	-15.3	960	-14.3	123.1	558.8	40.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

## フォロー・レポート

2/8

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

## 決算サマリー

### > 事業内容

労働集約的ビジネスモデルのため、人材確保が成長の源泉

#### ◆ 民間の建築物検査機関として唯一の上場会社

同社の主力事業は建築基準法で義務付けられた建築物の確認・検査等や、住宅品質確保促進法(住宅の品質確保の促進等に関する法律)に基づく任意の住宅性能評価など。同社は第三者検査機関として唯一の上場会社で、傘下に不動産取引の評価等を行う ERI ソリューションと、建築士向け講習等を実施する ERI アカデミーを従える。

事業セグメントは、着工前の建築確認や完成時の完了検査などを行う「確認検査事業」と、品質証明的要素の設計住宅性能評価や建設住宅性能評価などの「住宅性能評価および関連事業」(以下:住宅性能評価事業)、住宅省エネラベル審査や住宅瑕疵担保保険検査のほか子会社が展開する「その他」で構成される。

コア事業の確認検査事業と住宅性能評価事業は、一級建築士や建築基準適合判定資格者など、プロの有資格者が担う労働集約的ビジネスモデル。一人当たりの業務量が限られることから、持続的な売上高成長には人材の拡充と育成が必要不可欠となる。

#### ◆ 中・大型共同住宅の建築確認と住宅性能評価に強み

業界環境だが、上位プレーヤーへの集約が進むなか、大手ハウスメーカー5社(ミサワホーム、大和ハウス工業、パナホーム、三井ホーム、積水化学工業)が出資母体である同社の強みは、中・大型共同住宅の建築確認及び住宅性能評価と考えられる。

同社資料によると、1-3号建築物(中・大型案件)の建築確認シェアは、08年度の11.7%から11年度には17.2%に上昇。他方、住宅性能評価シェアは戸建住宅が同様に20.8%から24.8%、共同住宅は16.9%から20.5%といずれもシェアを伸ばし、これが持続的な売上高成長につながっている。同社は多様なサービスラインナップと全国展開力をベースに、高単価で収益性向上が見込める中・大型案件の獲得に注力する方針である。

### > 決算概要

#### ◆ 13年5月期第2四半期決算は予想を上回る着地

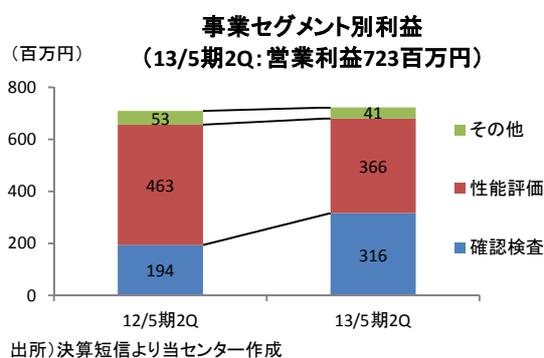
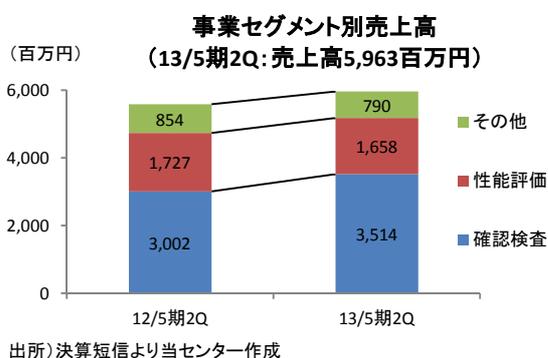
2013年5月期第2四半期決算は売上高が前年同期比6.8%増の59.6億円、営業利益は同1.8%増の7.2億円、四半期純利益は特別利益計上と税負担軽減で同13.2%増の4.5億円と、会社予想(売上高58.8億円、営業利益6.1億円、四半期純利益3.6億円)を上回る着地となった。

事業セグメント別に見ると、確認検査事業は売上高が前年同期比17.1%増の35.1億円、営業利益は同63.0%増の3.1億円。携帯電話のアンテナ基地局案件や、単価の高い大型案件の建築確認が増加。な

かでも 500 m<sup>2</sup>~5,000 m<sup>2</sup>の中・大型案件は金額ベースで同 19.6%増となったほか、震災復興需要で津波被災地域の建築需要が立ち上がり始めたうえ、消費税増税を 14 年 4 月に控えて共同住宅等の駆け込み需要も寄与した。

住宅性能評価事業は売上高が前年同期比 4.0%減の 16.5 億円、営業利益は同 20.9%減の 3.6 億円。長期優良住宅技術審査が伸長するも、住宅エコポイント制度の終了が響いた。

その他は売上高が前年同期比 7.5%減の 7.9 億円、営業利益は同 23.0%減の 0.4 億円。評定業務は免震案件等で拡大するも、住宅瑕疵担保保険検査などが軟調に推移した。



> 業績見通し

消費税増税前の特需や震災復興需要、携帯電話アンテナ基地局需要が追い風

◆ 第 2 四半期決算の上振れで通期予想を増額修正

同社は 2013 年 5 月期第 2 四半期決算が想定を上回ったことから、通期予想の売上高を 120.2 億円→121.8 億円 (前期比 8.0%増)、営業利益は 13.2 億円→14.6 億円 (同 11.0%増) にそれぞれ増額修正した。売上面では消費税増税前の駆け込み需要や津波被災地での建築本格化が見込まれるうえ、上期と同様にアンテナ基地局需要が継続する見込み。

一方、コスト面ではこれら需要増に備えて人員拡充を急ぎ、期末人員数は 12 年 5 月期末の 858 名から 13 年 5 月期末には約 900 名に増加する見通しだが、利益面では売上高の伸長でコスト増を吸収する構えである。

◆ 当センターは 13 年 5 月期会社予想の上振れを見込む

前述した 2013 年 5 月期会社予想の増額修正は、第 2 四半期決算の上振れ分を加味したに過ぎず、なおも上振れ余地を含むと考えられる。当センターではエコポイント制度終了の影響が想定以上のため、前回のレポート (12 年 9 月発行) の売上高予想を微減額修正するも、利益予想は高単価の大型案件寄与を見込み従来予想を継続する。当センターの 13 年 5 月期予想は売上高が前期比 9.0%増の 123.0 億円、営業利益は同 21.3%増の 16.0 億円を見込む。

14年5月期は消費税増税前の特需で増収増益、15年5月期は増税後の反動減で減収減益を予想

#### ◆ 消費税増税の影響を加味して中期業績予想を修正

当センターでは2度に渡る消費税増税(2014年4月:5%→8%、15年10月:8%→10%)の影響等を加味し、前回レポートの中長期業績予想を修正した。

この前提として、1) 消費税増税前の駆け込み需要で13年度の新設住宅着工戸数10%増、2) 増税後の反動減で14年度の新設住宅着工戸数15%減、3) 津波被災地の建築需要を今後数年で30万戸、4) データ通信量の多いスマートフォン普及でアンテナ基地局需要が継続、などを想定した。

以上を加味して業績予想を見直した結果、14年5月期は増税前の特需に震災復興需要が加わり、売上高136.0億円→139.0億円、営業利益18.0億円→19.5億円に増額修正した。

一方、15年5月期は復興需要とアンテナ需要で消費税増税後の反動減を補えず、売上高143.0億円→126.0億円、営業利益19.0億円→16.5億円に減額修正した。なお、消費税増税後には何らかの住宅取得減免措置が採られる可能性を否定できないものの、当センターでは現段階で新規の住宅促進政策を考慮していない。

結論として、中長期の業績予想では、消費税増税後に減収減益の可能性が高いと考えられるものの、増税後の反動減を和らげるためにも、オフィスビルや工場など非住宅分野への取り組み強化が求められる。

長期的には、「都市の低炭素化の促進に関する法律」施行による低炭素建築物の認定制度や、既存ビルの耐震診断義務化が検討されている耐震改修促進法改正の動き、中古住宅などの既存ストック活用推進などの住宅政策が、住宅性能評価事業のポートフォリオ拡充を後押しすると考えられる。

#### ◆ キャッシュフローは訴訟の行方をほぼ織り込み済み

同社を含む数者は、12年1月に横浜地方裁判所でマンション立替費用賠償金14.0億円の支払い判決を受け、現在東京高等裁判所で係争中である。

同社はこの対応で12年5月期に11.9億円を供託済みであり、仮に東京高裁で敗訴の場合、特別損失等で期間損益と株主資本への影響は避けられないものの、遅延損害金を除きキャッシュフローには大きな影響を及ぼさないと推察されることから、東京高裁の判決によって同社のキャッシュポジションが著しく悪化するとは考えにくい。

## 投資判断

### > 株主還元

#### ◆ 配当性向 30%を目途に株主還元

同社は株主への利益還元を重要な経営課題と捉え、配当政策は内部留保と業績を勘案しながら、配当性向 30%を目途に利益還元を行う方針である。2013年5月期は当初年30円配当予想だったが、第2四半期時点で通期業績予想を増額修正したことから、配当も年32円(配当性向29%相当)への増配を公表している。

人材とノウハウが資産である同社のビジネスモデルは、製造業と違い大型投資を必要としない。一方、訴訟リスクやM&Aなどの成長戦略に備えた内部留保が求められるものの、当センターでは業績予想を基に配当性向30%維持が中長期的に可能と考えている。ただし、特別損失計上による一過性の最終赤字転落による無配は否定しない。

### > 株価バリュエーション

#### ◆ 株価は係争リスク等を意識して割安な水準

上場会社に競合企業が存在しないため、株価バリュエーションの同業他社比較が出来ないものの、現在のバリュエーションは当センターの2013年5月期予想PERで11.3倍に過ぎず、東証二部全銘柄の今期予想PER18.0倍に比べても割安な水準と考えられる。

同社のバリュエーションが低い要因として、訴訟問題や消費税増税後の反動減に対する懸念などが考えられるものの、これらイレギュラー要因を排除した実力ベースのフェアバリューは予想PER15倍~18倍が妥当と推察される。

上場企業の同社は投資家への情報開示が求められるなか、消費税増税影響などのイレギュラー要因を排除した、期間3年~5年の中期経営計画の公表が望まれる。

### > 今後の株価見通し

#### ◆ 中長期的な想定株価レンジは1,800円~2,200円に修正

当センターでは同社の中長期的な想定株価レンジを前回レポートの1,100円~1,300円から1,800円~2,200円に修正する。この要因は株式市場のバリュエーション水準の上昇が大きい。前回レポートでは同社のフェアバリューを予想PER9倍~11倍に設定したが、相場上昇で株式市場のリスク受容度が増したことから、今回は上記のように予想PER15倍~18倍に引き上げ、これに当センターの2015年5月期予想EPS123.1円を当てはめた。

ただし、修正した中長期的な想定株価レンジ1,800円~2,200円は、訴訟問題の解決を前提としている。

## 本レポートの特徴

### ■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

### ■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

### ■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、質の高い客観的な企業情報を提供します

## 本レポートの構成

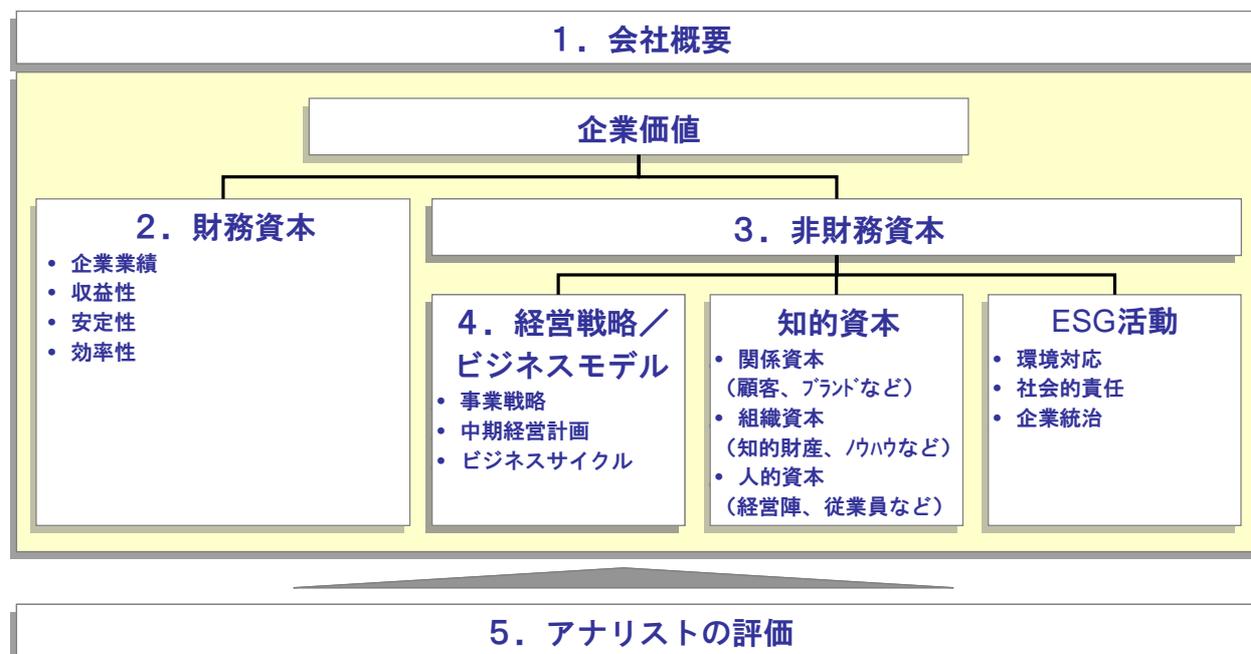
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。