

ホリスティック企業レポート

地盤ネット

6072 東証マザーズ

フル・レポート
2014年2月7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20140204

要旨

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

1. 会社の概要

- ・地盤ネット(以下、同社)は、住宅地盤調査・判定における建築主の不利益を排除する「住生活エージェント」を事業コンセプトに、戸建住宅の地盤解析と地盤補償に関連したサービスを全国の工務店向けに提供するB to Bビジネスを営んでいる。
- ・同社のビジネスモデルは、無料の地盤解析で集客し、有料の地盤補償で収益を獲得するモデルである。

2. 財務面の分析

- ・08年に設立された同社は、登録ビルダー数(工務店数)の積み上げで創業期を脱し、11/3期以降は成長ステージに入ったと考えられる。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本は、無料の地盤解析と有料の地盤補償をワンセットにした独自のビジネスモデルである。これにより、建築主や工務店のコスト削減に寄与している。

4. 経営戦略の分析

- ・成長ステージに入った同社は、14/3期～16/3期中期経営計画を作成し、最終年度の16/3期には売上高54.8億円(13/3期比4倍)、営業利益18.7億円(同4.5倍)を目指している。

5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターは登録ビルダー数の積み上げを背景にした地盤補償件数の拡大から、同社における成長モメンタムの加速を予想する。
- ・一方、同社の事業等のリスク要因としては、大口工務店からの価格引き下げ圧力や新規参入業者による競争激化、法体系変更によるビジネスチャンスの喪失などが考えられる。

【主要指標】

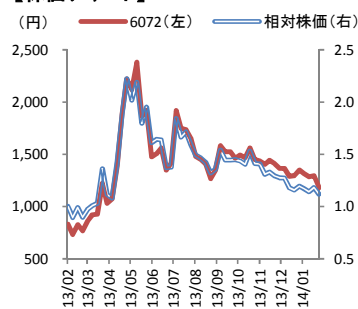
| | 2014/1/31 |
|------------|-----------|
| 株価(円) | 1,182 |
| 発行済株式数(千株) | 22,503 |
| 時価総額(百万円) | 26,599 |

| | 前期 | 今期E | 来期E |
|----------|-------|------|------|
| PER(倍) | 110.8 | 54.3 | 35.5 |
| PBR(倍) | 31.8 | 20.8 | 13.7 |
| 配当利回り(%) | 0.2 | 0.3 | 0.6 |

【株価パフォーマンス】

| | 1カ月 | 3カ月 | 12カ月 |
|-----------|-------|-------|-------|
| リターン(%) | -12.3 | -18.7 | 13.0 |
| 対TOPIX(%) | -6.4 | -20.4 | -13.0 |

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2013/2/4

【6072 地盤ネット 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) |
|-----------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 2011/3 | 165 | 455.1 | 27 | - | 31 | - | 19 | - | 3.9 | 4.3 | 0.0 |
| 2012/3 | 630 | 280.8 | 175 | 539.7 | 176 | 459.2 | 96 | 407.1 | 5.5 | 13.1 | 0.0 |
| 2013/3 | 1,390 | 120.4 | 371 | 111.4 | 358 | 103.6 | 214 | 122.2 | 10.7 | 37.1 | 2.0 |
| 2014/3 CE | 2,426 | 74.5 | 677 | 82.3 | 677 | 89.0 | 405 | 89.1 | 18.4 | - | 4.0 |
| 2014/3 E | 2,600 | 87.1 | 820 | 121.0 | 820 | 129.1 | 490 | 129.0 | 21.8 | 56.9 | 4.0 |
| 2015/3 E | 3,700 | 42.3 | 1,250 | 52.4 | 1,250 | 52.4 | 750 | 53.1 | 33.3 | 86.2 | 7.0 |
| 2016/3 E | 5,500 | 48.6 | 2,200 | 76.0 | 2,200 | 76.0 | 1,300 | 73.3 | 57.8 | 137.0 | 12.0 |

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 中期経営計画

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 建築主の不利益を排除する住生活エージェントを目指す

地盤ネット(以下、同社)は、住宅地盤調査・判定における建築主の不利益を排除する「住生活エージェント」を事業コンセプトに、戸建住宅の地盤解析と地盤補償に関連したサービスを全国の工務店向けに提供する B to B ビジネスを営んでいる。

一般的に住宅産業は建築主(生活者)と工務店等との情報格差が大きく、情報弱者である建築主が不利益を被るケースが散見されるなか、同社は住生活エージェントとして第三者的な地盤判定と地盤補償を提供する「地盤セカンドオピニオン」や、地盤調査から地盤補償まで一貫したサービスをする「地盤安心住宅システム」、地盤のプロによるチェック機能を有する「地盤インスペクターサービス」など三つのサービスを軸に事業を展開している。なかでもコアサービスの地盤セカンドオピニオンでは、地盤改良工事の無駄排除や適正価格の提示、地盤の10年補償など、建築主の不利益排除とリスクマネジメントを担っている。

地盤セカンドオピニオンは工務店から依頼された地盤改良工事の判定や工法、金額などを第三者的な立場で判定するサービスである。判定材料の地盤データは他社の調査データを用いて解析し、地盤改良工事の要・不要を無料で判定した後、改良工事が不要な場合は希望する工務店に対し、地盤修復工事や住宅損害を10年間に亘り最大5,000万円まで補償する「地盤品質証明書」及び「地盤解析報告書」を有料(84,000円)で発行している。他方、改良工事が必要な場合は、同社が地盤改良工事に直接関与すること無く、第三者的な立場から工法と金額の妥当性をチェックしている。工事完了後に希望する工務店に地盤補償する地盤品質証明書を有料(84,000円)で発行する仕組みである。

以上から地盤セカンドオピニオンは、地盤改良工事の要・不要の判定を無料でを行い、10年間に亘り最大5,000万円まで補償する地盤品質証明書の有料発行が収益源となることから、同社のコアサービスは地盤補償サービスとも言えよう。

地盤安心住宅システムは工務店からの依頼で、同社が地盤調査から地盤品質証明発行による地盤補償までを一貫して提供するサービスである。有料(31,500円)で受託した地盤調査は提携先の専門会社に外注し、「地盤調査報告書」を工務店に提出している。データ解析で地盤改良工事の要・不要を無料で判定した後、改良工事が不要な場合は希望する工務店に対し地盤品質証明書及び地盤解析報告書を有料(84,000円)で発行している。改良工事が必要な場合は、データ解析

に基づき地盤改良工法の助言や工事内容のチェックを行い、工事完了後に希望する工務店に地盤品質証明書を有料(84,000円)で発行している。

地盤安心住宅システムの収益源は有料の地盤調査と地盤品質証明書の発行のほか、地盤改良工事のなかでも一部軟弱な地盤を安価に補強する部分転圧工事に関する収入だが、実際の工事は専門業者へ外注している。

地盤インスペクターサービスは地盤のプロによるチェックサービスである。同社が中心となって設立した「一般社団法人地盤安心住宅整備支援機構」の認定を受けた資格者である地盤インスペクターが、工務店の要請で地盤改良工事の現場をチェックし、適正工事の確認後に「地盤改良工事検査済証」と有料の地盤品質証明書を発行する仕組みで、13/3 期末の有資格者は全国で 1,050 名程度である。

資格者である地盤インスペクターは同社から独立しているため、委託手数料等は収益には直接結びつかないものの、地盤改良工事の品質を担保することで建築主のリスクマネジメントをサポートするほか、有料で地盤を補償する地盤品質証明書の発行を伴うことから、間接的に地盤セカンドオピニオンと地盤安心住宅システムの集客力と収益力向上につながると推察される。

> ビジネスモデル

◆ 無料の地盤解析で集客して有料の地盤補償で収穫

同社のビジネスモデルは、無料の地盤解析で集客し、有料の地盤補償で収益を獲得するモデルと考えられる。地盤補償は定額課金のため、成長には補償件数に相当する地盤品質証明書発行数の増加が欠かせないことから、顧客である工務店の登録数(登録ビルダー数)が有効な業績指標と推察される。また、実際の地盤補償金支払いは提携先の損害保険会社2社(あいおいニッセイ同和損害保険、富士火災海上保険)が行うため、同社のリスクは限定的と推察される。

同社の売上計上区分は提供する三つのサービス体系(地盤セカンドオピニオン、地盤安心住宅システム、地盤インスペクター)によって区分されておらず、サービスで得られる収益ごとに区分され、地盤品質証明書の発行で地盤補償を行う「地盤解析サービス」、地盤調査を請け負う「地盤調査サービス」、地盤改良工事のなかで部分転圧に関する収入などの「地盤転圧工事サービス等」で示される。このうち地盤解析サービスは、同社の提供サービス全てに係ることから、売上高全体に占める構成比は約 60%に達する。

利益率が最も高い地盤解析サービスが同社の成長ドライバーと推察される。主力の地盤解析サービスは定額課金で地盤を補償することから、毎期の保証件数の増加が成長の源泉となる。他方、主なコストは損害保険会社に支払う保険料であり、これは当該売上高の10%程度と推定される。

一方、地盤調査サービス(定額課金)と地盤転圧工事サービスも、毎期の件数の増加が売上高成長の原動力となるものの、これらは専門業者への外注となることから、利益率が低く利益寄与は手数料収入程度に留まると推察される。

したがって、同社の利益成長には、利益率の高い地盤解析サービスの拡大が欠かせず、これには無料の地盤解析で集客した工務店を、漏れなく有料の地盤補償に結び付けることが求められる。

将来の業績を占ううえで重要な工務店の集客手段としては、地盤セカンドオピニオンによる無料の地盤解析のほか、地盤安心住宅システムによる地盤調査から地盤補償までの一貫サービスや地盤インスペクターによる工事確認など、同社が提供するそれぞれのサービスが相互に補完するシステムを整えている。

> 市場構造とポジション

◆ 09年施行の住宅瑕疵担保履行法でビジネスチャンスが拡大

同社のビジネスモデルは、09年10月施行の住宅瑕疵担保履行法(特定住宅瑕疵担保責任の履行の確保等に関する法律)に起因する。この法律は欠陥住宅などのトラブルから住宅購入者を守るため、2000年4月に施行した品確法(住宅の品質確保の促進等に関する法律)を補完する法律である。品確法では工務店等の売り主に対し、新築住宅の10年瑕疵担保責任が義務づけられているものの、05年に発生した耐震強度偽装問題では売り主の倒産で瑕疵担保責任が履行されず、住宅購入者が抱えた多額の改修費用等が社会問題となった。

この問題を解消すべく住宅瑕疵担保履行法では、工務店等の売り主に対して、瑕疵担保責任を確実に履行できるよう住宅瑕疵担保責任保険加入または瑕疵担保保証金の供託を義務化した。

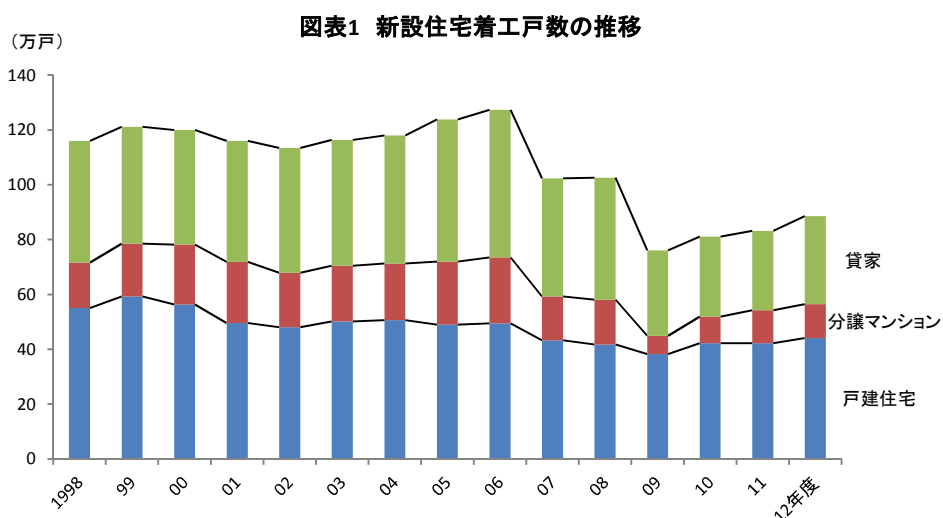
住宅瑕疵担保履行法の施行で、工務店等の住宅供給者には新築戸建住宅の地盤調査や解析を行うことが義務付けられたうえ、瑕疵担保責任の明確化で資力に余裕のある大手工務店は供託金を積み増す一方で、大部分の工務店では住宅瑕疵担保責任保険への加入が一般的となった。

住宅瑕疵担保責任保険への加入には、地盤調査や解析に加え必要であれば地盤改良工事を施した後に、保険適用の検査をクリアしなければならない。これらは工務店にとってコスト増と工期の長期化につながりかねない。同社は無料の地盤解析と有料の地盤補償というビジネスモデルを打ち出し、不要な地盤改良工事や住宅瑕疵担保責任保険検査手数料の排除などにより、工務店はもとより建築主の住生活エージェントとしての役割を担っている。

◆ **メインターゲットの新築戸建は安定的に推移**

同社がターゲットとする新築戸建(持家+分譲一戸建)の着工戸数は、景気変動や法改正等の影響を受けながらも、分譲マンションや貸家に比べると堅調に推移している。

国土交通省の「建築着工統計調査報告」によると、新設住宅着工戸数は07年の改正建築基準法施行による建築確認審査の厳格化やリーマンショックの影響を受け、06年度の129万戸から09年度には78万戸にまで減少した。10年度以降は住宅ローン減税拡大や住宅エコポイント制度、贈与税の非課税枠拡大などがプラスに働き、12年度には89万戸まで回復している。



出所)国土交通省「建築着工統計調査報告」より証券リサーチセンター作成

この間、分譲マンションと貸家は法改正や景気変動の影響を強く受けるも、同社がターゲットとする戸建住宅は住宅促進策の効果もあり総じて40万戸~50万戸のレンジで堅調に推移していることから、市場環境からみた同社のビジネスリスクは、分譲マンションや貸家と比較して小さいと考えられる。

一方、現時点における新築戸建市場のリスク要因として、14年4月の消費税増税後に予想される駆け込み需要の反動減が挙げられよう。国土交通省の「建築着工統計調査報告」によると、足元の新設戸建着工戸数は持家が月次ベースで前年同月比11%増～22%増、分譲一戸建も同8%増～15%増で推移するなど、消費税増税前の駆け込み需要で押し上げられていると推察される。14年度はこの反動減が懸念されるものの、政府は消費税増税後の需要促進策として、住宅ローン減税の控除限度額増額に加え、住宅購入の現金給付制度が新規に導入される見通しから、戸建住宅の大幅な反動減は避けられるとも考えられよう。

> 沿革と経営理念

◆ 業務上の競合は住宅設備メーカーや建築物検査機関などを想定

住宅瑕疵担保責任保険に関する業務上の競合は、保険加入に必要な地盤調査や解析、地盤改良工事並びに保険適用の検査機関等が考えられる。主な競合としては住宅設備大手 LIXIL グループ (5938 東証一部) 系列のジャパンホームシールド、建築物検査機関の ERI ホールディングス (6083 東証一部)、地盤改良工事のサムシングホールディングス (1408 東証 JQG) などが挙げられよう。

一方、同社のコアビジネスは地盤補償のため、保証ビジネス全般から見た類似企業としては売掛債権保証のイー・ギャランティ (8771 東証一部) や、住宅ローン保証の全国保証 (7164 東証一部) などが想定されるものの、同社のビジネスモデル (無料の地盤解析で集客し有料の地盤補償で収獲) に対する厳密な競合先は、上場企業には存在していないと考えられる。

◆ 08年設立の地盤ビジネスベンチャー企業

同社は住宅瑕疵担保履行法が施行される1年前の08年に、現社長の山本勉氏によって設立され地盤セカンドオピニオンをスタートさせた。その後、大都市を中心に営業拠点を整備し、12年12月に東証マザーズに上場した。13/3 期末の営業拠点は東京本社に加えて6拠点 (札幌、仙台、横浜、名古屋、大阪、福岡) を有し、社員数38名の地盤ビジネスにおけるベンチャー企業と言えよう。

社長の山本氏は三洋証券、アイフルホームテクノロジー (現 LIXIL 住宅研究所)、アメリカンホームシールドジャパン (現ジャパンホームシールド) を経て同社を設立した。住宅業界で習得した地盤解析や補償ノウハウを基に、住生活エージェントを目指すべく同社のビジネスモデルを創設している。

◆ 社長の山本氏が実質的に株式の過半数を支配

13/3 期末の大株主は、社長の山本氏が個人名義と資産管理会社名義 (HOUSEEPO PTE. LTD.) を含め 52.8%を保有する筆頭株主である。2 位以下はシンガポールの投資ファンド Asia Web Media Pte. Ltd. や国内の投資ファンドが続く。なお、大株主 9 位の齊藤福光氏は同社 CFO (Chief Financial Officer : 最高財務責任者) で、同 10 位の松木大輔氏は同社の社外監査役を務めている。

他方、所有者別状況では法人の持株比率が小さく、外国人は社長の資産管理会社と投資ファンドで占められ、金融機関も投資ファンドの比率が大きいと推察される。

図表2 所有者別状況 (%)

| | |
|-------|------|
| 金融機関 | 5.9 |
| 法人 | 0.2 |
| 外国人 | 32.8 |
| 個人その他 | 61.1 |

出所) 13/3期有価証券報告書

図表3 大株主の状況 (%)

| | |
|-------------------------|------|
| 山本勉 | 30.6 |
| HOUSEEPO PTE.LTD. | 22.2 |
| Asia Web Media Pte.Ltd. | 10.0 |
| 三菱UFJキャピタル | 7.4 |
| 西武しんきんキャピタル | 5.6 |
| 三生5号投資事業有限責任組合 | 3.7 |
| 日本証券金融 | 1.9 |
| 日本マスタートラスト信託銀行 | 1.4 |
| 齊藤福光 | 1.3 |
| 松木大輔 | 0.6 |

出所) 13/3期有価証券報告書

◆ 経営理念

創業時の同社の経営理念は、「地盤業界の“デファクトスタンダード”をめざして」であった。この経営理念のもと、公正な見地で建築主や工務店が納得できるデファクトスタンダードを確立し、地盤業界をより良い方向へ変革してきた。

13 年 9 月に成長期にある企業に相応しい経営理念に刷新した。新しい経営理念は「“生活者の不利益解消”という正義を貫き、安心で豊かな暮らしの創造をめざします。」である。公正な立場で商品やサービスを開発・提供するとともに、正義を土台に、専門的な知識をもたない生活者がより良い選択をできるデファクトスタンダードを構築することで住みよい豊かな社会づくりに貢献するという想いが込められている。

2. 財務面の分析

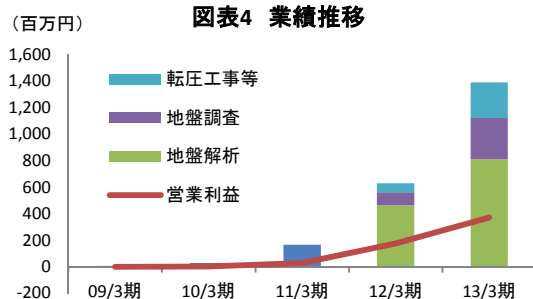
> 過去の業績推移

◆ 登録ビルダー数の積み上げで業容が拡大

08年に設立された同社は、登録ビルダー数の積み上げで創業期を脱し、11/3期以降は成長ステージに入ったと考えられる。

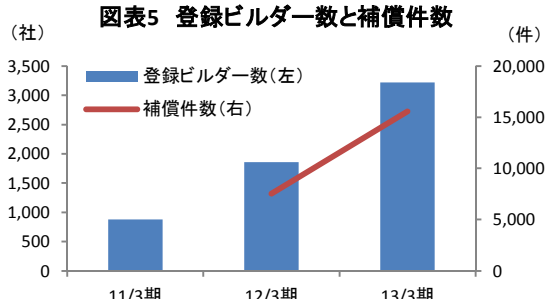
09/3期～10/3期は企業ブランドやビジネスモデルが浸透せず、売上高は7百万円～29百万円で推移。11/3期以降は準大手工務店を取り込むなど、登録ビルダー数の積み上げとともに地盤解析サービスが拡大し、売上高及び営業利益ともに成長ステージ入りしたと考えられる。登録ビルダー数は11/3期末の約870社から13/3期末には約3,200社に拡大。13/3期末の保証件数は前期末比倍増の約15,500件に増加し、これが同社の成長源となっている。

図表4 業績推移



出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

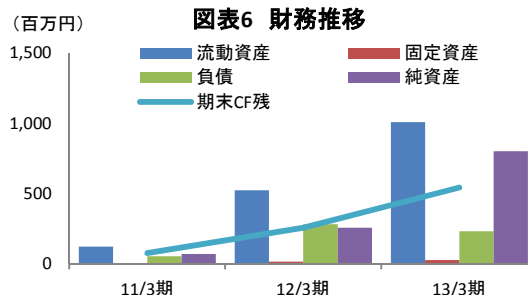
図表5 登録ビルダー数と補償件数



出所) 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

他方、財務面では13/3期の株式上場で純資産を拡充させたいえ有利子負債を全額返済した。同社のビジネスモデルでは地盤調査や地盤改良工事を外注するため、大規模な固定資産を必要としないことからM&Aを除き多額の資金需要が想定しにくく、財務面でのリスクは限定的と考えられる。

図表6 財務推移



出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 14年3月期上期決算は営業利益が2.2倍

14/3期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高が前年同期比76.0%増の10.6億円、営業利益は同2.2倍の3.3億円であった。これは上期の同社予想(売上高10.5億円、営業利益2.6億円)に対し、売上高はほぼ予想通りであったが、営業利益は予想を大きく上回った。提供する3サービス(地盤セカンドオピニオン、地盤安心住宅システム、地盤インスペクターサービス)の浸透が進み、登録ビルダー数とサービス利用件数が過去最高に達するなど、同社の成長ステージ入りを裏付ける形となった。

14/3期について同社は、上期が想定内で推移したことで期初の通期予想を据え置き、14/3期は売上高が前期比74.5%増の24.2億円、営業利益は同82.3%増の6.7億円を見込んでいる。

> 同業他社との比較

◆ 成長ステージへの移行で高い成長率を示現

ベンチャー企業である同社の事業規模は、類似企業に比べて見劣りするものの、登録ビルダー数の積み上げによる成長ステージへの移行で高い成長性を示している。

また、同社のビジネスモデルには、事業拡大に伴う人員拡充を除き固定費の増加が想定しにくいことから、利益率の高い地盤解析サービスの売上構成比が高まるにつれ収益性の向上も見込まれる。

図表7 類似企業との財務指標比較

| 銘柄 (基準決算期) | | 地盤ネット (13/3期) | サムシング ホールディングス (12/12期) | eギャランティ (13/3期) | 全国保証 (13/3期) |
|---------------|--------------|------------------|-------------------------------|--------------------|-----------------|
| 規模 | 売上高(百万円) | 1,390 | 8,946 | 3,617 | 25,030 |
| | 経常利益(百万円) | 358 | 337 | 1,048 | 11,361 |
| | 総資産(百万円) | 1,032 | 4,347 | 8,029 | 176,414 |
| 収益性 | 自己資本利益率 | 40.6% | 19.2% | 15.3% | 14.2% |
| | 総資産経常利益率 | 45.7% | 8.1% | 14.3% | 6.4% |
| | 売上高経常利益率 | 25.8% | 3.8% | 29.0% | 45.4% |
| 成長性 | 売上高成長率(3年平均) | 263.2% | 17.5% | 4.6% | 5.8% |
| | 経常利益成長率(同上) | 770.9% | 98.6% | 19.2% | 32.3% |
| | 総資産成長率(同上) | 369.1% | 16.6% | 18.3% | 11.2% |
| 安全性 | 自己資本比率 | 77.7% | 25.4% | 48.3% | 22.3% |
| | 流動比率 | 438.3% | 149.0% | 241.0% | 502.0% |
| | 固定長期適合率 | 3.0% | 43.0% | 31.1% | 33.8% |

出所)各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

注)3年平均成長率は複利計算。流動比率=流動資産/流動負債。固定長期適合率=固定資産/(自己資本+固定負債)×100

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本は大手の間隙をぬったビジネスモデル

同社の知的資本は、独自のビジネスモデルと考えられる。これは無料の地盤解析と有料の地盤補償をワンセットにしたもので、今まで工務店が建築物検査機関に支払っていた住宅瑕疵担保責任保険の検査手数料を省くほか、役割分担していた建築物検査機関と損害保険会社の隙間に入り込み、独自のビジネスモデルで最終的には建築主のコスト削減に寄与している。

図表 8 知的資本の分析

| 項目 | 分析結果 | KPI | |
|------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| | | 項目 | 数値 |
| 関係資本 | 顧客 | ・全国の工務店 | ・登録ビルダー数 ・約 3,200 件 |
| | ブランド | ・地盤セカンドオピニオン、地盤安心住宅システム、地盤インスペクター | ・サービス提供件数 ・未公表 |
| | 事業パートナー | ・外注先の地盤調査事業者と地盤改修工事業業者 ・最終的に地盤を補償する損害保険会社 ・安心提供と地盤補償獲得を有利にする地盤インスペクター | ・提携企業数 ・提携損保会社 ・地盤インスペクター数 ・未公表 ・損保 2 社 ・1,050 人 |
| 組織資本 | プロセス | ・無料の地盤解析で集客し、有料の地盤補償で収穫 ・全国主要都市の営業拠点 | ・補償件数 ・営業拠点数 ・約 15,500 件 ・6 カ所 |
| | 知的財産・ノウハウ | ・地盤調査や地盤解析、地盤改修工事に長けた経営陣 | ・無し ・無し |
| 人的資本 | 経営陣 | ・地盤調査や地盤解析、地盤改修工事に長けた経営陣 | ・取締役数 ・5 名 |
| | 従業員 | ・少数精鋭の従業員 | ・従業員数 ・38 名 |

出所) 有価証券報告書、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成。KPIの数値は13/3期末

> ESG活動の分析

◆ ホームページで CSR を公表

同社はホームページで CSR (Corporate Social Responsibility : 企業の社会的責任) を公表するなど、社会市民として企業価値の向上に努めている。

◆ 環境対応 (Environment)

1) 過剰工事の削減

地盤の調査及び解析技術の向上により、地球環境に優しい最適な地盤を普及させ、住宅建築における安全性の確保を追求するとともに、最適な地盤で地球に優しい家づくりの普及を推進する。

2) 六価クロムの発生抑制

公共工事では00年から発がん性物質の「六価クロム」の溶出試験を行うよう規制が課せられているものの、民間工事ではこのような規制が無いため溶出試験が行われていない。同社は地盤改良工事業者に対し六価クロムを発生させない材料、工法を用いるよう要請している。

◆ 社会的責任 (Society)

1) 沈下修正工事の無料相談窓口

同社は地盤セカンドオピニオンの実績と経験を基に、無料で他社の沈下修正工事の見積及び工法が適正なものか否かを判定する相談窓口を開設し、適切で安全な沈下修正工事の実施を支援している。

2) 業界初の地震補償対応

多くの地盤関連会社が提供する損害賠償サービスは、地震や津波等の天災に起因する不同沈下は対象外だが、同社は日本震災パートナーズとの業務提携で地震や津波等の天災時の生活再建の資金を提供する「地震補償保険付き地盤品質証明」サービスを提供している。

3) 地盤データベース

公的な地盤データベースとしては、国土交通省が提供する国土地盤情報検索サイト「KuniJiban」が運営されている一方で、同社も日々蓄積される地盤情報をデータベース化し、「地盤セカンドオピニオン判定マップ」として公表している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の経営陣は社長の山本氏を含め5名の取締役と、社外監査役2名を含む3名の監査役で構成されている。取締役のうち社長を含む2名は、住宅業界出身で地盤解析や地盤改修工事等のノウハウに長けていると推察され、残り3名は金融機関出身である。監査役会は常任監査役が生命保険出身の常任監査役と弁護士と税理士の計3名で構成されている。

同社は社外取締役を招聘していないものの、社外監査役によるチェック機能が働いていると考えられる。

株主構成では、社長の山本氏が同社株式の実質過半数を保有していることから被買収リスクが小さいと考えられる半面、経営戦略遂行における山本氏への依存度が大きいと推察されることから、同社の人的リスクは高いと考えられる。

4. 経営戦略

> 中期経営計画

◆ 14/3 期～16/3 期中期経営計画を公表

成長ステージに入った同社は、14/3 期～16/3 期の中期経営計画を作成し、最終年度の 16/3 期には売上高 54.8 億円 (13/3 期比 4 倍)、営業利益 18.7 億円 (同 4.5 倍) を目指している。

この計画の原動力は、現行 3 サービス (地盤セカンドオピニオン、地盤安心住宅システム、地盤インスペクター) の深化である。年間 40 万戸～50 万戸の新築戸建市場を対象に、地盤セカンドオピニオンでグレーゾーンだった地盤解析の「見える化」を進めるとともに、地盤安心住宅システムによる地盤調査内容の「見える化」や、地盤インスペクターによる地盤改良工事の欠陥の「見える化」で、地盤業界のデファクトスタンダードを目指している。

中期経営計画の戦略は、1) 市場浸透、2) 市場開拓、3) 新商品開発、4) 多角化、を掲げている。

市場浸透を図るべく、地方エリアで FC、代理店、取次店網の構築を進めて集客力を高める方針である。すでに 14/3 期第 2 四半期末には FC 加盟店 12 店舗を確保したほか、13 年 11 月にはオリックス銀行や SBI マネープラザと顧客紹介契約を結び、光通信系列のベストパートナーと FC 店契約を締結し、14 年 1 月にはオリックス本体とも顧客紹介契約を結ぶなど集客手段の間口は順調に拡大している。13/3 期末に約 3,200 社だった登録ビルダー数は、13 年 11 月には 5,000 社を突破するなど、業務係数のストック部分は順調に積み上がっている。

市場開拓は工務店主体のアプローチに加え、顧客対象を建築主にも広げた B to B to C ビジネスにも乗り出す方針である。東証マザーズ上場で企業ブランド力が増したうえ、東日本大震災による被災や、首都圏直下型地震への備えで地盤への関心が高まるなか、同社は建築主の不安を解消すべく無料相談窓口などで蓄積された地盤データを提供するほか、セミナー等の啓蒙活動で顧客獲得ルートの多様化を図っている。

新商品開発では補償期間を延長した商品や既存住宅 (中古住宅) 向け商品の投入など、商品ポートフォリオの拡充で顧客の裾野を広げる方針である。なかでも、既存住宅は総務省統計で 5,759 万棟 (08 年統計) と市場規模が大きく、現状では既存住宅の流通量が多くないものの、既存住宅向け商品は将来的なポテンシャルを秘めていると考えられる。

多角化については海外展開と、地盤補償以外にも構造補償などへ事業領域を拡大させる方針である。海外展開では13年7月にベトナム子会社を設立して国内で蓄積したノウハウを移植するなど、地震が頻発する東南アジア地域への進出を計画。ビジネス領域の拡大では構造補償への進出のほか、水回りなど住生活全般への補償領域拡大を目指す。

図表9 中期経営計画の数値目標

(百万円)

| | 09/3期 | 10/3期 | 11/3期 | 12/3期 | 13/3期 | 14/3期C | 15/3期C | 16/3期C |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 売上高 | 7 | 29 | 165 | 630 | 1,390 | 2,426 | 3,622 | 5,486 |
| 営業利益 | 0 | 0 | 27 | 175 | 371 | 677 | 1,145 | 1,871 |
| 経常利益 | 0 | 1 | 31 | 176 | 358 | 677 | 1,145 | 1,872 |
| 当期純利益 | 0 | 0 | 19 | 96 | 214 | 405 | 687 | 1,123 |
| 地盤補償件数(件) | - | - | - | 7,528 | 15,551 | 29,780 | 47,340 | 76,505 |

出所) 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

注) Cは中期経営計画

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 強みは建築主や工務店にメリットをもたらすビジネスモデル

同社の強みは高度な地盤解析技術をベースに、無料の地盤解析と有料の地盤補償をワンセットにした独自のビジネスモデルで、住宅瑕疵担保責任保険の検査手数料を省き建築主や工務店にメリットをもたらしている点である。

一方、弱みは同社が提供するサービスに有資格者等の規制が無いことから、地盤解析技術を有する企業であれば比較的容易に新規参入が可能な点である。

図表 10 SWOT 分析

| 項目 | 特質・事情 |
|---------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 強み (Strength) | <ul style="list-style-type: none"> ・高度な地盤解析技術 ・建築物検査機関と損害保険会社の間隙をぬったビジネスモデル |
| 弱み (Weakness) | <ul style="list-style-type: none"> ・新規参入のハードルが比較的低いビジネスモデル ・ベンチャー企業であるが故に受ける大口工務店からの価格圧力 |
| 機会 (Opportunity) | <ul style="list-style-type: none"> ・建築主の保護を目的とした新たな住宅関連の法整備 ・政府の戸建住宅促進策 ・中古住宅の地盤補償等を含めた流通促進策の制定 |
| 脅威 (Threat) | <ul style="list-style-type: none"> ・景気低迷による住宅購入意欲の減退 ・地盤補償会社に対する法規制の強化 |

出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 上場企業に競合が存在しない独自のビジネスモデル

無料の地盤解析で集客し、有料の地盤補償で収穫する同社のビジネスモデルには、現在のところ上場企業に厳密な競合先が存在せず、地盤業界というニッチ市場ながらオンリーワンのビジネスモデルと言える。

これを可能としたのが社長の山本氏をはじめとする経営陣の見識と推察される。地盤解析や地盤改良工事、住宅瑕疵担保責任保険など、地盤業界に関するノウハウを基に建築物検査機関と損害保険会社の隙間に入り込み、地盤セカンドオピニオンなどの「見える化」で建築主と工務店の双方にコスト削減のメリットを提供している。11/3 期以降はこのメリットが工務店に認知され、登録ビルダー数の積み上げとともに同社は成長ステージに入ったと考えられる。

14/3 期～16/3 期中期経営計画における注目点は、FC、代理店、取次店網整備による集客手段の多様化と、商品ラインアップ拡充による顧客ニーズの掘り起こし、並びに既存住宅向け商品投入によるターゲットの拡大と考えられる。なかでも既存住宅は市場が大きく、現状では流通既存住宅の地盤補償等の品質保証が普及していないものの、将来的なポテンシャルを秘めていると推察される。

一方、同社の事業等のリスク要因としては、大口工務店からの価格引き下げ圧力や新規参入業者による競争激化、法体系変更によるビジネスチャンスの喪失などが考えられる。

> 今後の業績見通し

◆ 登録ビルダーの積み上げで成長モメンタムの加速を予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）は登録ビルダー数（工務店数）の積み上げを背景にした地盤補償件数の拡大から、当社における成長モメンタムの加速を予想する。

同社のビジネスモデルの浸透が進み、登録ビルダー数は 11/3 期末の約 870 社から 13/3 期末には約 3,200 社に達し、13 年 11 月には約 5,000 社を突破した。総務省「経済センサス」によると、全国の建設業に属する事業所数は約 58 万事業所（09 年調査）に及ぶ。この全てが同社のターゲット工務店ではないにしろ、登録ビルダー数は伸び代が大きいと考えられる。中期経営計画における FC 展開や業務提携などにより、集客手段が多様化したこともプラスに働くと推察される。

なお、15/3 期は消費税増税で新設戸建住宅着工戸数の減少が見込まれるものの、住宅ローン減税の控除限度額増額や住宅購入の現金給付制度が導入される見通しから、当センターは 14 年度の新設戸建住宅着工戸数が 13 年度比 10%減を想定した。15/3 期は市場環境の一時的な悪化が予想されるものの、登録ビルダー数の積み上げで吸収可能と考える。

図表 11 売上計上区分別業績予想

| | 11/3期 | 12/3期 | 13/3期 | 14/3期E | 15/3期E | 16/3期E |
|---------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 売上高 | 165 | 630 | 1,390 | 2,600 | 3,700 | 5,500 |
| 地盤解析 | - | 461 | 808 | 1,500 | 2,100 | 3,300 |
| 地盤調査 | - | 99 | 311 | 700 | 1,000 | 1,400 |
| 部分転圧工事等 | - | 69 | 269 | 400 | 600 | 800 |
| 営業利益 | 27 | 175 | 371 | 820 | 1,250 | 2,200 |
| 経常利益 | 31 | 176 | 358 | 820 | 1,250 | 2,200 |
| 当期純利益 | 19 | 96 | 214 | 490 | 750 | 1,300 |
| 地盤補償件数 | - | 7,528 | 15,551 | 30,000 | 48,000 | 77,000 |
| 登録ビルダー数 | 875 | 1,860 | 3,222 | 6,500 | 10,000 | 15,000 |

出所) 有価証券報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

注) Eは証券リサーチセンター予想

> 投資に際しての留意点

◆ 安定配当の継続が基本

同社の配当政策は内部留保や業績、配当性向を勘案しつつ、安定配当の継続を基本としている。上場初年度の13/3期は配当性向18.7%相当の年4円配(株式分割考慮後)を実施。14/3期の同社配当予想は配当性向21.3%相当の年4円配(同)である。

なお、同社は株式流動性の向上などを目的に、13年3月と同年11月に1:2の株式分割を実施した。

当センターは中期的に配当性向18%~21%を想定し、14/3期は年4円配、15/3期は年7円配を予想する。同社のビジネスモデルではM&Aを除き多額の資金需要が想定しにくく、中期的な増配は可能と考えられる。

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、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

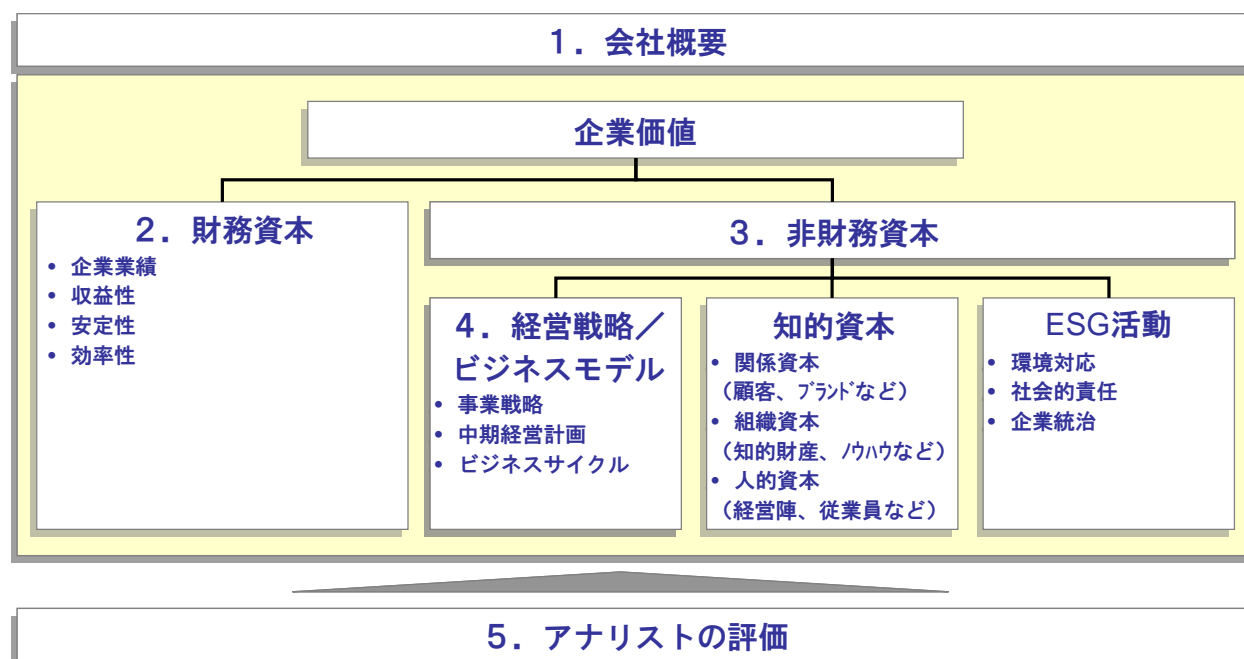
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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 ratio)

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、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。
- 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。