

ホリスティック企業レポート (2419 日本 ERI 東証二部)

フル・レポート
2012年9月27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20120924

本レポートの構成

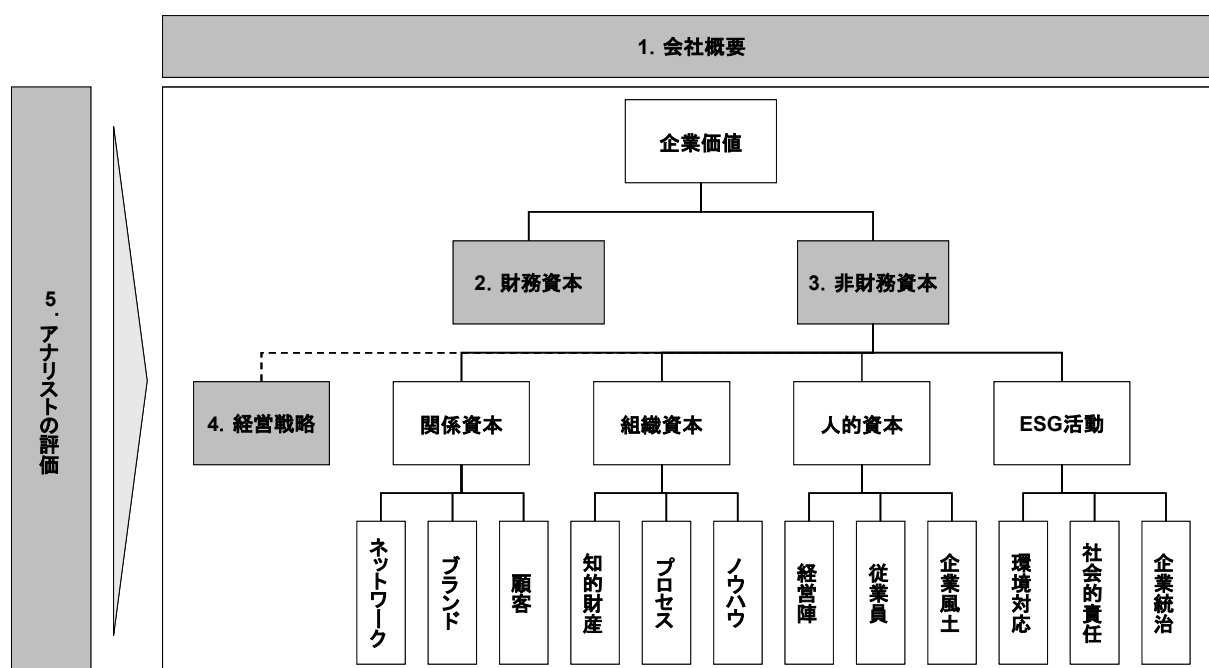
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」と捉え、両側面から包括的に分析・評価

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、財務諸表で表される、目に見える企業の価値です。

それに対し、「非財務資本」とは、経営基盤や IT システムなどの安定した業務プロセス、特許をはじめとする知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材、経営陣などの「人的資本」、ネットワーク、ブランド、顧客との関係性などの「関係資本」という、いわば目に見えない企業の価値です。企業を支えているのは、この「非財務資本」です。

本レポートは、「財務資本」に加え、企業が本来持っていて、目に見えない強みである「非財務資本」に着目し、企業の成長性を「財務資本」と「非財務資本」の側面から包括的に分析・評価します。



要旨

1. 会社の概要

- ・日本 ERI 株式会社は全国に建築物の確認審査および住宅性能評価などを行っている。社名の由来は Evaluation(評価)Rating(格付け)Inspect(検査)の頭文字を冠する。
- ・事業セグメントは「確認検査事業」「住宅性能評価および関連事業」「その他事業」の3事業で構成され、創業からの確認検査事業と住宅性能評価及び関連事業が同社の成長ドライバーを担う。
- ・収益構造は人材依存の労働集約的なビジネスモデル。

アナリスト: 中西 正行
+81(0)3-6858-3216
nakanishi@stock-r.org

【主要指標】

2012/9/21	
株価(円)	760
発行済株式数(株)	7,790,100
時価総額(百万円)	5,920

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	8.4	6.3	5.5
PBR(倍)	2.8	2.1	1.7
配当利回り(%)	3.9	4.7	5.4

2. 財務面の分析

- ・2012年5月期の売上高および経常利益は、リーマンショック以後の緩やかな回復などにより過去最高。
- ・当センターでは震災復興需要の本格化などで2013年5月期も最高益更新を予想。

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	1.3	0.0	—
対TOPIX(%)	-2.0	1.8	—

3. 非財務面の分析

- ・同社は、大きな設備をもたず、人的資源に頼ったビジネスモデルである。このため人材育成に注力している。

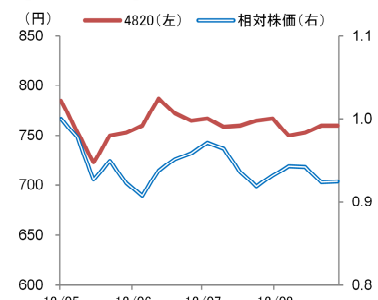
4. 経営戦略の分析

- ・復興需要の本格化、消費税増税の仮需などの取り込みに注力している。

5. アナリストの評価

- ・同社は唯一の全国展開、優秀な人材確保、シェアアップ、ワンストップ戦略を有機的に結合させている。
- ・ただし、訴訟の判決如何では、経営戦略およびビジネスモデルの変更も強いられることになる。

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2012/5/24

【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)
2010/5		8,975	—	455	—	478	—	524	—	20,317.3	39,293.9	0.0
2011/5		10,438	16.3	1,000	119.4	1,046	118.9	671	28.0	26,001.5	63,594.8	6,900.0
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	CE	12,024	6.5	1,325	0.4	1,336	2.0	782	11.4	99.9	—	30.0
2013/5	E	12,400	9.8	1,600	21.3	1,610	22.9	950	35.3	121.3	359.7	36.0
2014/5	E	13,600	9.7	1,800	12.5	1,800	11.8	1,080	13.7	137.9	456.6	41.0
2015/5	E	14,300	5.1	1,900	5.6	1,900	5.6	1,140	5.6	145.6	558.2	44.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

(注)10年5月期は変則決算で前年同期比なし。11年6月株式分割1株→300株

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
- － 今後の業績見通し

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

- － 当面の課題と戦略
- － 今後の戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

第三者検査機関として唯一の上場会社。上場会社ならではのブランド力に強み

◆ 建築確認・検査機関として唯一の上場会社

日本 ERI（以下：同社）は、法令等で定められている建築物の確認・検査等を行う。同社は第三者検査機関として唯一の上場会社で、社名の ERI は事業ドメインである「Evaluation（評価）」、「Rating（格付け）」、「Inspect（検査）」の頭文字を冠する。子会社には不動産取引に関する評価等を行う株式会社 ERI ソリューションと、建築士の講習等を行う株式会社 ERI アカデミーを傘下に従える。

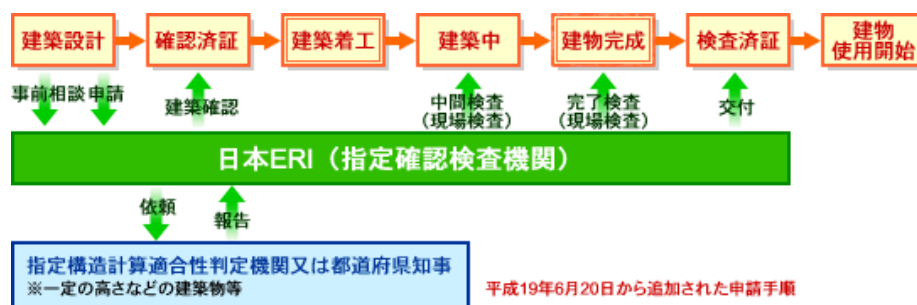
事業セグメントは「確認検査事業」「住宅性能評価および関連事業」「その他事業」の 3 事業で構成され、創業からの確認検査事業と住宅性能評価及び関連事業が同社の成長ドライバーを担う。

◆ 確認検査事業は 30 拠点で全国をカバー

確認検査事業は建築基準法に基づいた確認検査業務を行っている。建築基準法には、建築物の敷地、構造、設備および用途に関する最低基準が定められ、同社はこの基準適合をチェックする確認・検査業務を行う。一般的には計画段階での「建築確認」と建築中の「中間検査」、完成時の「完了検査」が行われる。

同社はこれら業務に必要な「指定確認検査機関」の認定を受け、全国 30 カ所の本支店に国家資格を取得した確認検査員 420 名（2012 年 5 月末現在）を在籍させている。

【図表 1】 建築確認業務の手順



出所) 同社ホームページ

◆ 住宅性能評価事業は国の住宅施策で事業領域が拡大

住宅性能評価および関連事業（以下：住宅性能評価事業）では、住宅性能評価、住宅優良住宅の認定に係る技術的審査、住宅エコポイント証明業務などを行う。このうち住宅性能評価業務は、住宅品質確保法に基づいた性能評価を実施し、設計段階の「設計評価」と、建築中の「建築評価」を行う。

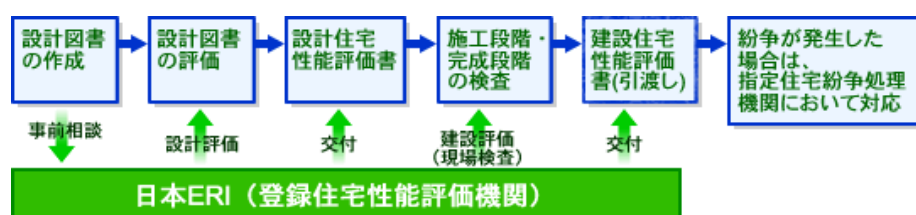
住宅性能表示制度の適用は任意となっているが、共通ルールとして国

土交通省により 10 分野・32 事項 (2012 年 5 月末現在) が決められており、消費者の信頼獲得や住宅供給業者の品質証明ニーズ、住宅ローン手続きの簡素化などに寄与している。加えて、まだ需要は少ないものの中古住宅の「既存住宅性能評価」もスタートするなど、住宅性能評価は事業領域が拡大している。

他方、関連事業は国の住宅施策である「長期優良住宅」や「住宅エコポイント」の申請に必要な技術審査・証明書の発行などを行う。

以上から、住宅性能評価事業は、国の住宅施策によって事業領域が変動する傾向にある。

【図表 2】住宅性能評価業務の手順

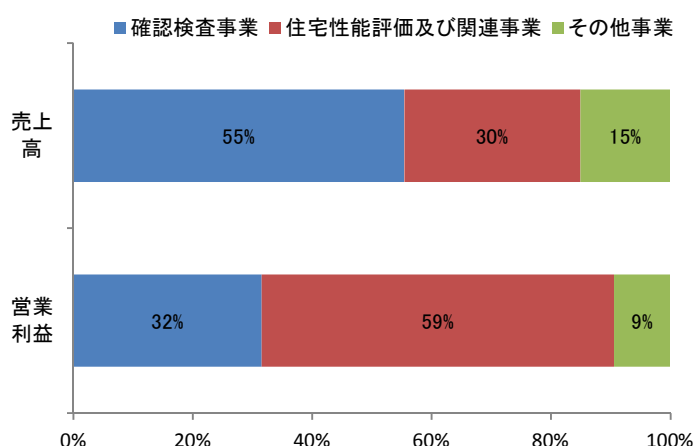


出所) 同社ホームページ

◆ その他事業は確認検査企業と住宅性能評価事業を補完

その他事業では、新築住宅の買主を保護する住宅瑕疵担保責任保険の検査、一定規模以上の建築物に対する構造計算適合性判定、住宅金融支援機構 (フラット 35) の審査・適合証明などを行う。

【図表 3】事業セグメント別にみた収益(2012 年 5 月期)



(注) 売上高は外部顧客に対する売上高、営業利益は全社費用等調整前。

(出所) 2012 年 5 月期決算短信より当センター作成

> ビジネスモデル

採用や教育などの人材戦略が中期的な売上高成長を左右

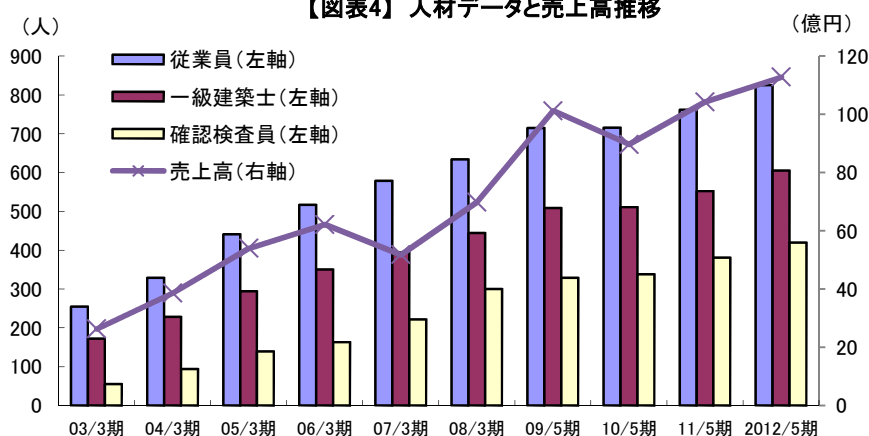
◆ 人材依存の労働集約的なビジネスモデル

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の有資格者が担う労働集約的な事業と考えられる。これらの事業においては、案件ごとに有資格者が必要となるため、一人当たり業務量の限界から、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。

同社は検査機関として唯一の上場会社であるほか、全国で事業展開するなど、人材確保においては高い知名度を生かした採用戦略が可能と考えられる。また、子会社の研修制度を活用したスキルアップや実地研修などで、多岐にわたる業務プロセスと高度なサービスを提供している。

他方、受注活動においては、出資母体のハウスメーカー（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）とのパイプが同社の強みと考えられるうえ、人材をバックボーンとしたエリア拡大も顧客の裾野を広げている。なお、2012年5月期の最大顧客は大和ハウス工業で、総売上高に占める割合は13.3%に過ぎず、大口顧客依存度は分散されている。

【図表4】 人材データと売上高推移



出所) 会社説明会資料より当センター作成

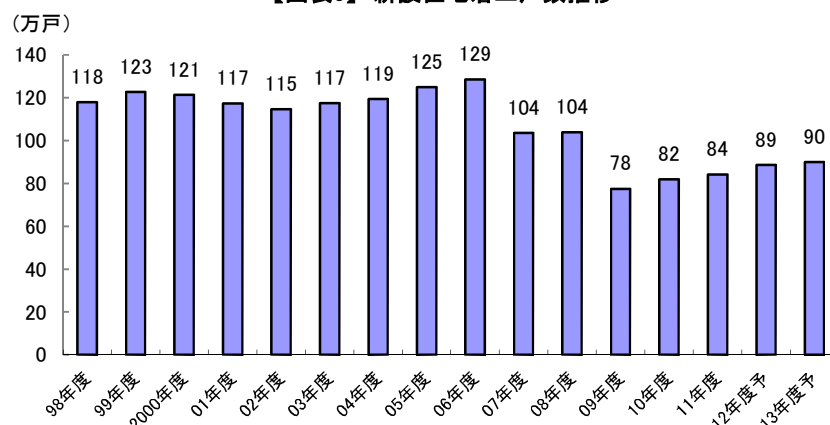
> 市場構造とポジション

◆ マクロ的な新設住宅着工戸数は緩やかな回復へ

同社は新設住宅に対する確認・検査を業務とするため、住宅投資の動向が事業環境に影響すると考えられる。新設住宅着工件数はリーマンショックで急激な落ち込みを見せたが、2011年度は前年度比2.7%増の84.1万戸となるなど緩やかに回復している。

また、建設経済研究所の予想では12年度が前年度比5.3%増の88.6万戸、13年度は同1.6%増の90万戸の見通しである。これは、東日本大震災の復興需要に加え、消費税増税を控えた駆け込み需要も見込まれるなど、中期的な事業環境は同社にとってプラス要因が多いと予想される。

【図表5】新設住宅着工戸数推移



出所)国土交通省、予想は建設経済研究所

確認検査は1999年の民間開放以降、民間比率の高まりにつれ着実にシェアアップ

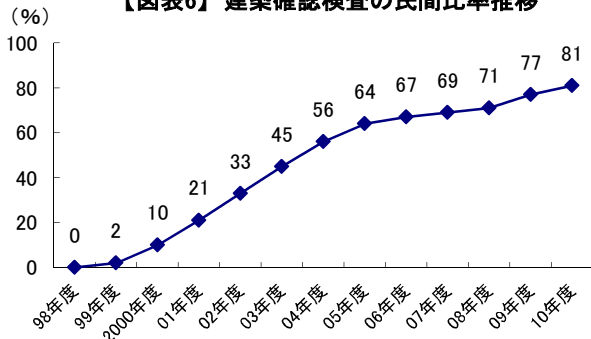
◆ 建築確認検査は規制緩和で1999年に民間開放

同社の創業は建築認可の行政変更がベースとなった。1999年度に建築確認検査が民間機関に開放されると、民間比率は04年度に過半数を超過し、10年度には81%にまで達した。これは、今まで建築確認検査を担当していた官公庁が、マンパワー不足と財政難で民間機関へ移譲しているため。民間比率は中期的に90%を上回る可能性が高く、これはリーディングカンパニーの同社に優位と考えられる。

一方、確認検査機関数は05年度まで増加したものの、06年度以降は零細機関の廃業や統廃合で減少に転じ、12年5月末の指定確認検査機関は前年度比3減の120機関と淘汰・集約が進んでいる。

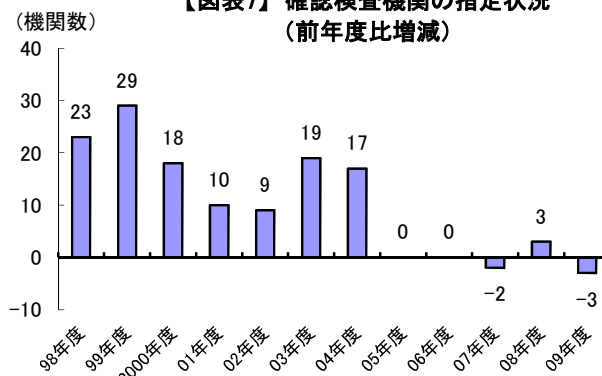
こうした状況下、同社はワンストップサービスを強みに確認交付件数シェアを伸張させ、2012年5月末の確認交付件数シェアは業界トップクラスの7.4%を誇る。なかでも一定規模以上の建築物である1-3号建築物の確認交付件数シェアは17.2%に達するなど、同社は価格競争が厳しい小規模建築物より、実績と能力が求められる大規模建築物市場でシェアを伸張させている。

【図表6】建築確認検査の民間比率推移



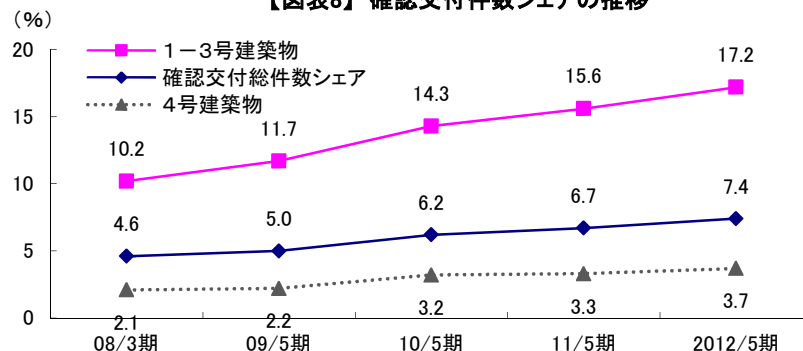
出所)会社説明会資料より当センター作成

【図表7】確認検査機関の指定状況(前年度比増減)



出所)一般社団法人建築行政情報センターより当センター作成

【図表8】 確認交付件数シェアの推移



出所) 決算説明会資料から当センター作成

注) 1-3号建築物は、特殊建築物、一定規模以上の建築物。4号建築物は、1-3号建築物以外の建築物で木造2階建て等の小規模建築物

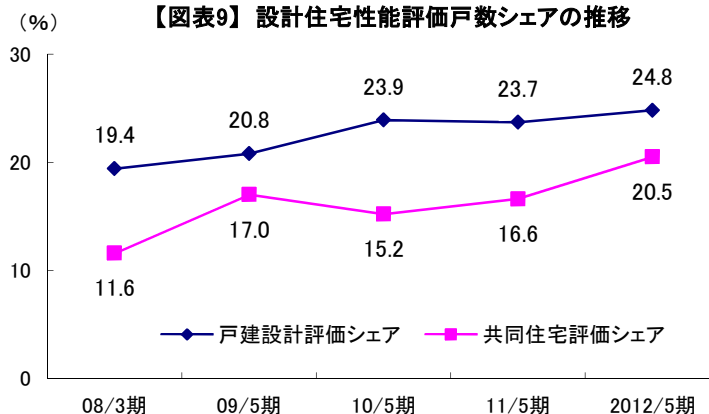
性能評価はハウスメーカー
とのパイプを基に高いシェ
アを確保

◆ 上位集中が進む設計住宅性能市場

住宅性能評価事業における住宅性能評価機関の登録数は 111 機関 (2012 年 7 月 1 日現在)。当該機関も確認審査業務と同様に地域密着の中小機関が大半を占め、市場占有率は上位 3 社で 45%程度、上位 10 社で 80%程度を占めなど寡占化が進展している。

同社の設計住宅性能評価戸数シェアは、12 年 5 月期末で戸建 24.8%、共同住宅 20.5%と業界トップクラスを誇る。08 年 5 月期以降、このシェアは上昇傾向にあることから、全国展開や上場企業という知名度、ワンストップ戦略などにより今後も上昇可能と思われる。

【図表9】 設計住宅性能評価戸数シェアの推移



出所) 決算説明会資料より当センター作成

◆ 競合上位は大手ゼネコンや電力・ガスが出資母体

業界上位への集約が進むなか、住宅性能評価機関はハウスメーカーや大手ゼネコン、電力・ガスなどを出資母体とする検査機関が上位を占め、この傾向は中期的に継続すると考えられる。

【図表10】 2010年度の設計住宅性能評価交付実績
(登録住宅性能評価機関上位10社/114機関)

順位	会社名	10年度シェア (%)	主な出資企業
1	日本ERI株式会社	19.9	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
2	ハウスプラス住宅保証株式会社	13.4	東京電力、三菱商事、三菱総合研究所、伊藤忠商事
3	株式会社西日本住宅評価センター	10.0	大阪ガス、東邦ガス
4	株式会社都市居住評価センター	8.6	大林組、鹿島建設、鴻池組、清水建設、大成建設、竹中工務店など
5	株式会社東日本住宅評価センター	8.5	東京ガス、京葉ガス、静岡ガス
6	ビューロベリタスジャパン株式会社	4.6	－
7	関西住宅品質保証株式会社	3.9	クオリティハウジングチェック、フリージア・マクロス、関西電力、近畿日本鉄道など
8	財団法人日本建築センター	3.2	－
9	株式会社住宅性能評価センター	2.2	－
10	財団法人住宅金融普及協会	2.1	－

出所) 会社説明会資料より当センター作成

> 沿革と経営理念

◆ 沿革

同社は 1999 年、住宅品確法に基づく性能評価・検査業務、建築基準法に基づく確認検査業務を目的に、同社取締役会長の鈴木氏とハウスメーカー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）などによって設立された。

2000 年に建築基準法の指定確認検査機関と、住宅品確法の指定住宅性能機関の指定を受け、首都圏を中心に事業を展開。全国主要都市への出店を進めながら、04 年にクリックエンタープライズ社から日本住宅ワランティ（現 ERI ソリューション）を買収し、同年 11 月に JASDAQ 上場。

10 年に子会社 ERI アカデミーを設立し、12 年 5 月には東京証券取引所 2 部上場を果たす。

◆ 経営理念

同社の基本方針は、建築分野における建築分野における第三者検査機関として、公正さ・中立性を確保しながら業務を遂行し、「7 つの理念」を実践して、良質なすまい・建物を実現し、安全で美しい街づくりに貢献することを目標としている。

「7 つの理念」

- 理念 1. 消費者・事業者に公正かつ必要な情報を提供します。
- 理念 2. 法令・規程を遵守し、第三者性・中立性を保ちます。
- 理念 3. 最高水準の技術を提供して、技術の基準となります。
- 理念 4. 全分野のニーズを引受け、迅速なサービスに努めます。
- 理念 5. 全ての業務を自己執行する責任のある体制を築きます。
- 理念 6. 可能な限りの情報を公開し、透明な会社となります。
- 理念 7. 信頼され、社会的にも影響力のある会社になります。

2. 財務面の分析

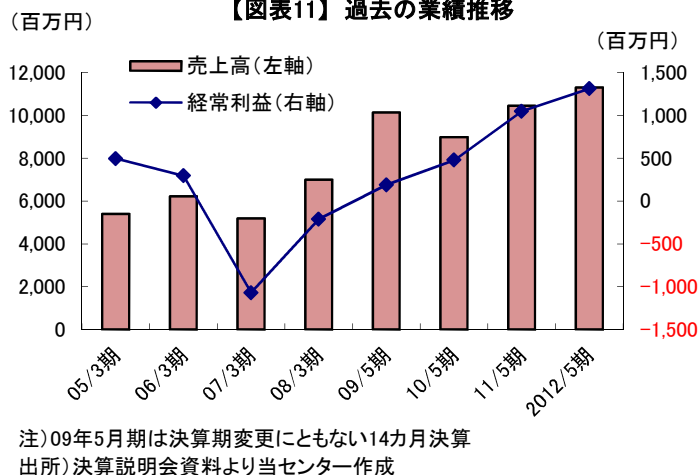
> 過去の業績推移

◆ 12年5月期の売上高および経常利益は過去最高

同社の業績は、耐震偽装問題で3カ月の業務停止処分を受けた2007年3月期、および建築基準法改正で業務が混乱した08年3月期を除けば順調に拡大し、12年5月期には経常利益最高益を更新した。なお、09年5月期は決算期変更の変則決算(14カ月決算)で売上高が嵩上げされている。

12年5月期決算は売上高が前期比8.1%増の112.8億円、営業利益は同31.9%増の13.1億円、当期純利益は同4.5%増の7.0億円となった。売上面では戸建住宅関連の堅調に加え、中・大型案件の回復が寄与。また、リーマンショック後の緩やかな市場回復も増収に繋がった。利益面では大型建築物増加にともなう外注委託費などが増加するも、増収効果でコスト増を吸収した。当期純利益の増益率が営業利益に比べ鈍ったのは、前期の繰越欠損金解消で税負担が増えたため。

【図表11】過去の業績推移



> 同業他社との比較

◆ 同業他社比較は困難

同社は上場企業で唯一の検査機関であるため、同業他社との比較は困難である。したがって、当センターでは同業他社比較を行っていない。

> 今後の業績見通し

◆ 13年5月期の会社計画は売上高・利益とも過去最高の見通し

2013年5月期の会社計画は売上高が前期比6.5%増の120.2億円、営業利益は同0.4%増の13.2億円、当期純利益は同11.4%増の7.8億円の見通しである。

売上面では住宅エコポイント終了など住宅政策が縮小するものの、リーマンショックからの緩やかな回復持続、震災復興需要、消費税増税前の仮需要などを見込む。一方、利益面では事務所の新設、人員増加

などを折り込み、売上高に比べ低い成長率を予想している。

13 年 5 月期業績は会社計画の上振れを予想

◆ 当センターは 13 年 5 月期会社計画の上振れを予想

当センターの 2013 年 5 月期予想は売上高が前期比 9.8%増の 124.0 億円、営業利益は同 21.3%増の 16.0 億円、当期純利益は同 35.3%増の 9.5 億円と会社計画の上振れを見込む。

この主な要因は以下の通りである。

1) 前提の新設住宅着工戸数が保守的

民間調査機(建設経済研究所)が予想する新設住宅着工戸数は前年比 5.3%増の 88 万戸。これに対し、同社の前提は同 2.0%増の 86 万戸と保守的。実際の新設住宅着工戸数が保守的な同社前提を上回った場合、業界トップシェアである同社の売上高計画にも上振れ余地があると思われる。

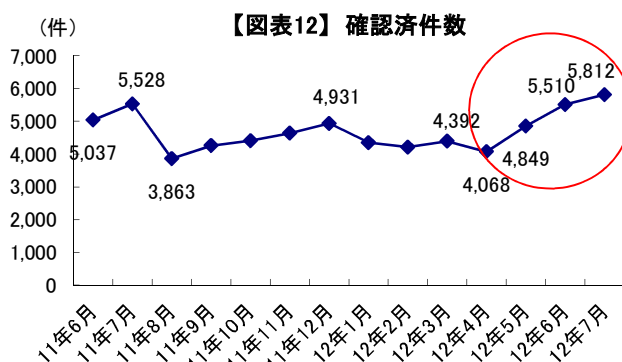
2) 震災復興需要を計画に含まない

震災復興需要としては、防災型公営住宅などの受注が予想される。同社はこれに備え臨時検査員駐在事務所を設置して人員を投入するも、これら震災復興需要は会社計画に折り込まれていない。

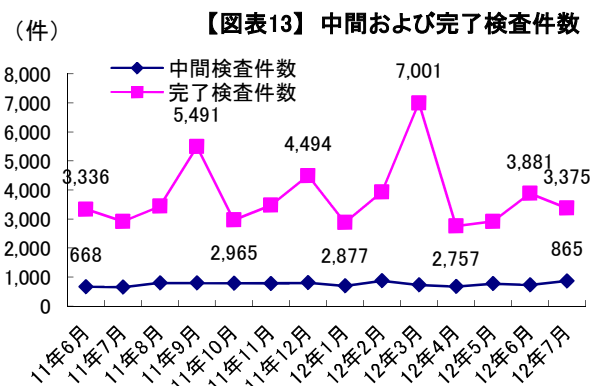
3) 月次データが会社計画に対して好調に推移

同社はホームページの月次開示情報で、確認審査事業の確認済件数や中間検査件数、完了検査件数を公開している。これによると、13 年 5 月期会社計画(ヒアリングベース)の確認済件数 57,642 件(前期比 5.7%増)に対し、足元は堅調に推移している。今後、復興需要や消費税増税の仮需も見込まれ、これが中間検査件数および完了検査件数にも波及していくと思われる。

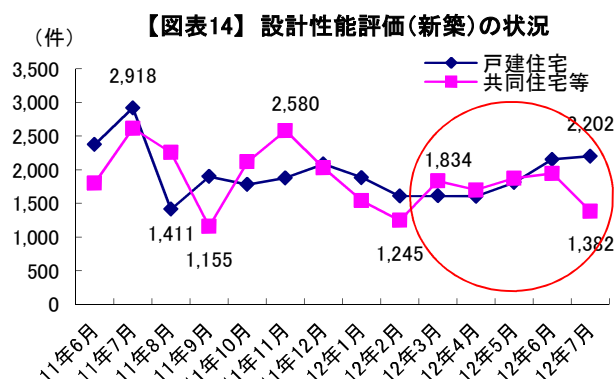
同様に住宅性能評価事業の月次開示情報は、設計性能評価の戸建住宅が増勢で、その後の建設性能評価増に繋がると予想される。



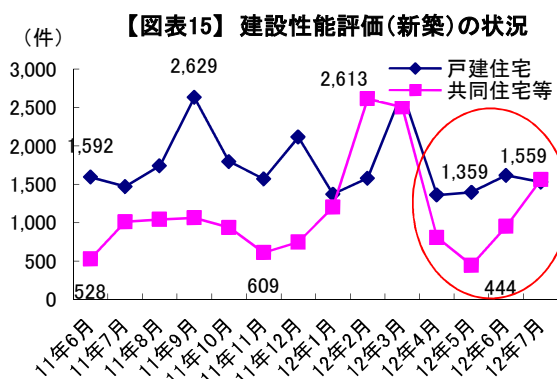
出所) 同社ホームページより当センター作成



出所) 同社ホームページより当センター作成



出所) 同社ホームページより当センター作成



出所) 同社ホームページより当センター作成

中期的には消費税増税後の反動減がリスク要因

◆ 中長期的には消費税増税後の成長鈍化を予想

当センターでは中長期的な業績予想として、2014年5月期は売上高が前期比9.7%増の136.0億円、営業利益は同12.5%増の18.0億円。15年5月期は売上高が同5.1%増の143.0億円、営業利益は同5.6%増の19.0億円を見込んでいる。これは、二度の消費税増税(14年4月1日5%→8%、15年10月1日8%→10%)を前提にしており、14年5月期までは消費税増税の駆け込み需要や復興需要などで二桁近い売上高成長が想定されるものの、消費税増税後の15年5月期以降は、政策的な住宅減税が無い限り住宅投資のモメンタム鈍化を予想している。

これを事業セグメント別にみると、確認検査事業は民間比率の更なる上昇と地方・中小確認検査機関の統廃合、震災復興需要などで比較的高い売上高成長が期待できよう。一方、利益面では競争激化で収益性の低下が避けられないと考えられる。

住宅性能評価事業は、住宅エコポイント終了などの住宅政策縮小や業界大手間の寡占化が継続し、短期的な売上高成長率は鈍化すると思われる。一方、住宅性能評価は現状で22%~26%の普及率に過ぎず、中長期的な普及促進と中古住宅性能評価の本格的な立ち上がりも期待されるなど、中長期的には市場拡大につながるプラス要因も持ち合わせている。

【図表16】業績予想モデル

決算期	2010/5	2011/5	2012/5	2013/5	2014/5	2015/5
単位: 百万円	実績	実績	実績	予想	予想	予想
売上高	8,975	10,438	11,289	12,400	13,600	14,300
前期比	—	16.3%	8.1%	9.8%	9.7%	5.1%
(確認検査)	4,738	5,352	6,253	7,200	8,150	8,750
前期比	—	13.0%	16.8%	15.1%	13.2%	7.4%
(住宅性能評価)	2,440	3,189	3,332	3,500	3,650	3,750
前期比	—	30.7%	4.5%	5.0%	4.3%	2.7%
(その他)	1,796	1,897	1,702	1,700	1,800	1,800
前期比	—	5.6%	-10.3%	-0.1%	5.9%	0.0%
売上総利益	2,224	3,072	3,496	4,000	4,500	4,800
前期比	—	38.1%	13.8%	14.4%	12.5%	6.7%
売上比	24.8%	29.4%	31.0%	32.3%	33.1%	33.6%
販売費・一般管理費	1,768	2,072	2,176	2,400	2,700	2,900
前期比	—	17.2%	5.0%	10.3%	12.5%	7.4%
売上比	19.7%	19.9%	19.3%	19.4%	19.9%	20.3%
営業利益	455	1,000	1,319	1,600	1,800	1,900
前期比	—	119.4%	31.9%	21.3%	12.5%	5.6%
売上比	5.1%	9.6%	11.7%	12.9%	13.2%	13.3%
(確認検査)	-247	54	416	650	730	800
売上比	-	1.0%	6.7%	9.0%	9.0%	9.1%
(住宅性能評価)	480	736	778	800	870	900
売上比	19.7%	23.1%	23.3%	22.9%	23.8%	24.0%
(その他)	233	208	125	150	200	200
売上比	13.0%	11.0%	7.3%	8.8%	11.1%	11.1%
営業外収益	25	50	17	13	0	0
営業外費用	3	3	26	3	0	0
経常利益	478	1,046	1,310	1,610	1,800	1,900
前期比	—	118.9%	25.2%	22.9%	11.8%	5.6%
特別利益	0	37	0	0	0	0
特別損失	-	-	-	-	-	-
税引前利益	478	1,008	1,310	1,610	1,800	1,900
前期比	—	110.9%	30.0%	22.9%	11.8%	5.6%
法人税等合計	-47	337	608	660	720	760
対税前利益比	-	33.4%	46.4%	41.0%	40.0%	40.0%
少数株主損益	0	-	-	-	-	-
当期純利益	524	671	702	950	1,080	1,140
前期比	—	28.0%	4.5%	35.3%	13.7%	5.6%

注) 10/5期は変則決算のため前年同期比なし、予想は当センター

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 人材拡充と育成に注力

同社のビジネスモデルは第三者検査機関という事業の特性から、一級建築士や確認検査員などの有資格者をベースとした売上高成長モデル。したがって、同社の持続的成長には人的資本の強化が必要不可欠となる。

【図表 17】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	・ 出資母体であるハウスメーカーとの連携 ・ 全国展開による顧客層の拡大	・ 支店数	・ 全国 30 支店
	ブランド	・ 検査機関唯一の上場企業を背景にした信用力とブランド力	・ 業界シェア	・ 総確認件数シェア 7.4%、戸建シェア 24.8%、共同シェア 20.5%
	事業パートナー	・ 中古住宅に関して三井不動産リアルティと提携	・ 業務提携数	・ 業務提携 1 社
組織資本	プロセス	・ 確認検査業務のサイクルは以下のとおりである。 ①建設設計の事前相談を受ける。 ②同社は申請を受け、建築確認を行う。 ③同社が確認済証を交付する。 ④同社が都道府県知事などに依頼、報告する。 ⑤建築着工後、中間検査を行う。 ⑥完了検査後、検査済証を交付する。	・ 確認、完了検査、戸建住宅設計評価、共同住宅設計評価、	・ 確認件数 5.4 万件、完了件数 4.5 万件、戸建件数 2.2 万件、共同件数 2.2 万件
	知的財産・ノウハウ	・ 一級建築士や確認検査員などの有資格者数・サービス追加や受託件数増加によるノウハウ蓄積	・ 有資格者数	・ 一級建築士 605 名 ・ 確認検査員 420 名
人的資本	経営陣	・ 創業者の鈴木会長は都市計画家 ・ 取締役は 1 年任期で責任所在を明確化 ・ 経営陣に対するストックオプション付与 ・ 利害関係者からの役員を受け入れず独立経営体制を確保	・ 任期年数 ・ 株式保有比率	・ 任期年数 1 年 ・ 鈴木会長株式保有 8.8%、中澤社長株式保有 3.4%
	従業員	・ 従業員の約 7 割が一級建築士、約 5 割が確認検査員によるプロ集団 ・ 積極的な人材採用を可能とする充実した研修・教育制度	・ 勤続年数	・ 平均勤続年数 4 年 11 カ月

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社はサービス業のため、製造業の温室効果ガス削減目標にみられる直接的な環境対応策は公表していない。一方では、法律に基づいた「住宅省エネラベル」や「エコポイント証明」など、環境に関する評価業務を行うことから、間接的には地球環境保護に繋がると思われる。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は建築分野における専門的および中立的な第三者検査機関である。第三者検査という事業性格を強く意識し、法律で義務付けられている確認・検査を実行することで、社会的責任を果たしていると考えられる。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の経営陣は取締役 10 名（うち社外取締役 1 名）と、監査役 4 名（うち社外監査役 2 名）で構成されている。創業者で代表取締役会長の鈴木氏と、代表取締役社長である中澤氏の株式保有比率は合計でも 12% 超に過ぎない。また、設立母体のハウスメーカー各社からの役員受け入れが無いよう、社外取締役や社外監査役を招聘するなど、同社の経営陣は独立性と透明性が高いと考えられ、少数株主に不利な意思決定が成されるリスクも小さいと推察される。

同社は第三者検査機関としての位置付けから、特定業種による株式保有が制限されており、制限業種による株式保有が 3 分の 1 を超過すると、確認検査業務および住宅性能評価業務における機関登録が取り消されるリスクを抱える。2012 年 5 月末の制限業種シェアは 28.9% に達していることから、同社の開示情報には留意が必要である。

注) 制限業種とは、設計・工事監理業、建設業、不動産業、建築材料・設備の製造、供給および流通業。

【図表18】大株主の状況

	(%)
鈴木崇英	8.8
日本ERI従業員持株会	8.6
ミサワホーム	4.5
大和ハウス工業	4.5
パナホーム	4.5
三井ホーム	4.5
積水化学工業	4.5
中澤芳樹	3.4
あいおいニッセイ同和損害保険	3.1
第一生命保険	1.5

出所) 有価証券報告書(2012年5月末)

【図表19】所有者別状況

	(%)
金融機関等	7.8
法人	26.2
外国人	0.7
個人その他	65.3

出所) 有価証券報告書(2012年5月末)

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆ 当面は震災復興需要の取り込みを優先

同社は当面の課題として、①非住宅投資や住宅投資など震災復興需要の取り込み、②高品位・高性能住宅ニーズへの対応、を掲げている。これらへの取り組みとして、

- 1) 震災復興需要への対応で、被災地域に気仙沼臨時検査員駐在所を設置するなど需要取り込みを強化。
 - 2) 大型案件受注に向けた既存顧客の深耕と、オーダーメイド研修提供などによる新規顧客獲得でシェアアップを図る。
 - 3) 電子申請化促進で顧客の利便性向上と合理化を進めながら、「省エネ基準適合義務化」や「認定低炭素建築物制度」などの新たな住宅制度導入への準備。
 - 4) 国の中古住宅政策を先取りすべく、三井不動産リアルティとの提携で中古住宅・リフォーム市場に参入。
 - 5) 持続的成長に欠かせない人材拡充と育成の強化。
 - 6) スマートフォンが普及に伴う通信キャリアの基地局整備需要の取り込み。
- などを実践する方針である。

> 今後の戦略

◆ 目標は第三者検査機関のリーディングカンパニー

同社の目指すポジションは第三者検査機関のリーディングカンパニーである。これに向けた中長期的な戦略として、

- 1) 建物の耐震化、省エネ化への対応
人口減少時代への突入で新築住宅マーケット縮小が避けられないものの、有資格者などの人的経営資源を最大限に活用し、耐震化や省エネ化などの新たなマーケットを取り込む。
- 2) 中古市場への取り込み強化
戸建住宅の診断事業など、中古住宅・リフォーム部門を2～3年後には現在の10倍規模に育成する。
- 3) 海外の建築物検査業務に対する継続調査
建築物や住宅に関する行政は国によって違うため、国内で積み上げたノウハウが海外で直ぐに活かされる保証は無いものの、海外進出を前提に調査を継続する。
- 3) M&A 戦略
中長期的に業界の淘汰・再編は避けられず、同社はM&A等の可能性を排除しない。
などを掲げている。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 有資格者数は同社の強みと弱みの両面を持ち合わせる

SWOT 分析による同社の強み・弱みは、以下のように要約される。なかでも有資格者数は、同社の強みである半面、採用計画の未達は売上高成長を左右するリスク要因になり得る。

【図表 20】 SWOT 分析

項目	特質・事情
強み (Strength)	・従業員の7割以上が一級建築士、5割以上が確認検査員の有資格者によるプロ集団 ・子会社を活用した教育・研修制度 ・出資母体であるハウスメーカーとのパイプ ・シェアアップを可能にする全国展開 ・上場検査機関ならではの信用力とブランド力
弱み (Weakness)	・人員拡充に頼る売上高成長 ・熟練有資格者の退職・独立・転職 ・検査機関ゆへの訴訟リスク ・人員採用リスク
機会 (Opportunity)	・住宅性能評価普及率の拡大 ・地方及び中小検査機関の統廃合によるシェアアップ ・震災復興需要の本格化 ・新たな住宅政策の追加 ・中古住宅検査の市場拡大 ・海外における検査機関需要の高まり
脅威 (Threat)	・地域ごとに必要な検査機関登録の抹消 ・消費税増税の影響 ・住宅政策の変更・廃止 ・大手資本による M&A リスク

> 経営戦略の評価

◆ 人材基盤の成長戦略を評価するも訴訟リスクに留意

同社は第三者検査機関として唯一の上場会社。この信用力（ブランド力）をベースに人材確保とワンストップ戦略を優位に進め、全国展開でシェアアップを継続させている。一方、検査機関としての訴訟リスクは避けられず、これが経営戦略に影響を及ぼす可能性は否定できない。

◆ 人材の確保および育成

同社最大の強みは人材の確保および育成と考えられる。積極的な人材採用と子会社 ERI アカデミーを活用した教育・研修制度で有資格者が増加。これには上場会社としての信用力とブランド力も寄与しており、人材戦略は競合に比べ優位なポジションにある。一級建築士一人当た

りの確認審査件数が規制されているため、同社の持続的な成長には有資格者の確保と増員が不可欠である。

◆ 積極的な全国展開

豊富な人材をバックボーンとした積極的な全国展開は評価に値する。東京、大阪、名古屋などの大都市における民間検査比率は 95%程度に達するが、地方では 50%程度と未だ低い水準にある。また、団塊世代のリタイアで地方のマ manpower が不足し、小規模な検査機関が減少している。このような状況下、同社は積極的な全国展開で顧客層を拡大させており、これがシェアアップにつながっている。

また、同社を含めた大手検査機関への集中が進む中、中長期的には M&A も成長戦略の選択肢と考えられる。

◆ ワンストップ戦略の実戦

同社は確認検査事業と住宅性能評価事業のワンストップ戦略を実践している。これは比較的シェアの高い住宅性能評価で顧客を囲い込み、同時に確認検査の受注を狙う戦略である。確認検査は大手ゼネコン系検査機関に比べてシェアが低いいため、同時受注顧客の確認検査料金はディスカウントが避けられないものの、この施策で住宅性能評価顧客の 9 割から確認検査を受注するなど、ワンストップ戦略の効果が具現化されている。

料金ディスカウントで確認検査事業の収益性が損なわれるものの、ワンストップ戦略による顧客層拡大につながると考えられる。

現在抱える訴訟 3 件の行方に留意。判決しだいでは期間損益を大きく左右

◆ 検査機関ゆえに避けられない訴訟リスク

現在、同社は重要な訴訟を 3 件抱えている。2009 年 8 月に横浜地裁で損害賠償請求額 14 億円、09 年 11 月は東京地裁で損害賠償請求額 10 億円、10 年 6 月には広島地裁で損害賠償請求額 20 億円が提訴された。これらは同社単独での訴追ではないものの、12 年 1 月に横浜地裁から 14 億円の支払いが命じられ、同社は東京高裁に控訴するとともに供託金 11.9 億円を資産計上（キャッシュフローはマイナス）した。残る訴訟の行方は読めないものの、横浜地裁の判決は同社の検査機関としての訴訟リスクを認識させられる形となった。

05 年の耐震偽造問題を契機に、07 年改正の建築基準法では三階建て以上の共同住宅に対する中間検査の義務化と、一定規模以上の建築物に対する構造計算のピアチェック（専門家による二重チェック）が導入されるなど、確認検査の厳格化で訴訟リスク軽減が期待される。

上記訴訟は、耐震偽造を見抜けなかった同社の検査体制に課題を残しながら、今後の判決しだいでは同社の期間損益が最終赤字に陥るリスクを否定できない。一方、上記損害賠償請求額は同社の中期的なキャッシュフローで十分捻出可能と予想されることから、事業継続には何ら問題を生じないと推察される。

> 利益還元策

◆ 連結配当性向 30%を表明

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、連結配当性向 30%を目途に利益還元を行う方針である。同社は製造業と違い大型投資を必要とせず、無借金経営を続けるも、訴訟リスクに備えた内部留保が求められる。

以上から、当センターでは連結配当性向 30%維持と業績予想を前提に、2013 年 5 月期以降は継続的な増配が可能と考えている。

> バリュエーション比較

◆ 株価バリュエーションは割安な水準

上場会社に競合企業が存在しないため、同業他社比較はできないものの、同社の株価バリュエーションは 2013 年 5 月期会社計画ベースで PER7.6 倍、当センター予想では PER6.3 倍の水準。東証 2 部平均の今期予想 PER11.3 倍に比べて、同社の株価は割安な水準と思われる。

この要因として考えられるのは、訴訟問題の存在であろう。したがって、今後の控訴審等で訴訟リスクが薄まれば、株価は東証 2 部平均並の株価バリュエーション評価も可能と予想される。

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な適正株価は 1,100 円～1,300 円を想定

同社は訴訟リスクを抱えていることから、予想 PER など株価バリュエーションのディカウントは避けられないと考えられる。したがって、当センターでは同社の適正バリュエーションを予想 PER で 9 倍～11 倍と仮定した。これに当センターの 2013 年 5 月期予想 EPS121 円を当てはめると、適正株価水準は 1,100 円～1,300 円のレンジが想定される。なお、当センターの EPS 予想には、現段階で損害賠償請求を織り込んでいない。

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

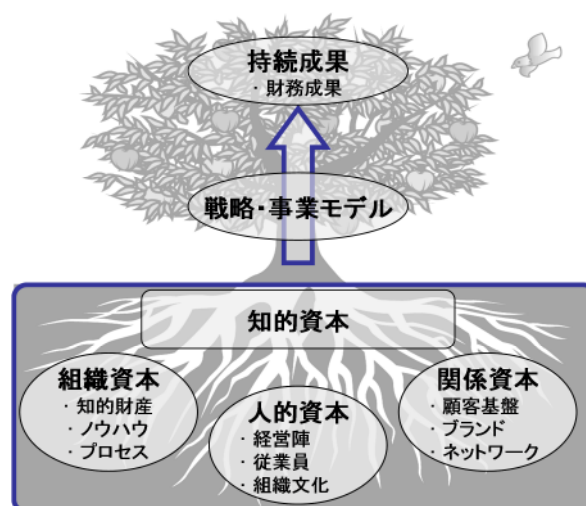
本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 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

知的資本分析のフレームワーク

本レポートの知的資本分析では、株式会社 ICMG の「知的資本経営」のフレームワークを用いて、財務諸表には表れない企業や事業の強みに着目した包括的な企業評価・分析をしております



■ 企業活動は、木の生態になぞらえて考えることができます

持続的な成果【果実】を得るには、企業が蓄積した知的資本【根】を成果に結びつけるための戦略・事業モデル【幹】、の全体をデザインすることが企業活動においては必要になります

■ 企業活動における持続的成果の源泉は知的資本と捉えることができます

知的資本とは、従業員の資質や顧客基盤、取引先基盤、組織能力、業務プロセス等、財務実績だけでは表せない経営資源を指し、この状態を把握することは、企業の成長性を図る上で重要になります

知的資本に関する詳細は、株式会社 ICMG のホームページをご参照ください

<http://icmg.co.jp/index.shtml>

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。