

# アベルコ

(7539・JASDAQ スタダード)

2013年7月9日

## タイル・住設機器の工事・販売の大手企業

### ベーシックレポート

(株)ティー・アイ・ダヴリュ  
堀部 吉胤

#### 会社概要

所在地	東京都足立区
代表者	阿部 一成
設立年月	1955/03
資本金 (2013/3/31 現在)	896 百万円
上場日	1997/04/04
URL	<a href="http://www.avelco.co.jp/">http://www.avelco.co.jp/</a>
業種	卸売業

#### 主要指標 2013/7/5 現在

株価	457 円
年初来高値 (13/05/09)	590 円
年初来安値 (13/01/04)	368 円
発行済株式数	11,647,820 株
売買単位	100 株
時価総額	5,323 百万円
予想配当 (会社)	16.0 円
予想EPS (アナリスト)	50.54 円
実績PBR	0.37 倍

### 戸建住宅の外壁・住宅設備工事が主力

関東地盤の内外装タイル、住宅設備機器の専門工事会社大手。卸販売も手掛ける。製造部門は持たず、LIXIL などから商材を仕入れている。主力の戸建住宅向けの外壁・住宅設備工事の平均請負工事単価は 50 万円程度と小さいが、効率的なバックオフィスの構築などにより着実に利益をあげている。直傭の技能工は抱えず、技術研究センターにおける外注技能工の養成などにより技能工を囲い込み、高い施工力を実現。2月に中京地盤のインテルグロー社を買収。10月に持株会社体制に移行へ。



### 13/9 期会社業績予想は保守的で計画を上振れよう

13/9 期 2Q 累計 (10-3 月) 業績は、前年同期比 3.3%減収ながら大型物件事業における不採算工事の減少などから工事利益率が改善し、営業利益は 7.4 億円 (前年同期比 44.8%増) と期初計画を 1.0 億円上回る好決算となった。下期からインテルグローが P/L 連結されることを反映し、通期会社業績予想は小幅上方修正されているが、工事利益率の改善が想定以上となっていること、下期に入り消費増税前の駆け込み需要によりリフォームの受注が想定以上で推移していることから、営業利益は修正予想の 8.1 億円を上回る 10.5 億円程度になるとみる。

### 14/9 期は引続き大幅増益を予想する

今年 9 月末までに請負工事契約を締結すれば、引渡が来年 4 月以降になっても現行の 5%の消費税率が適用されるため、13/9 期末に向け戸建住宅事業の受注は一段と盛り上がりそう。14/9 期は豊富な受注残の消化や、インテルグローの通期寄与などにより、引続き大幅増益になると予想する。中長期的には、駆け込み需要の反動、人口減少による住宅需要の減少が懸念されるが、シェアアップ、取扱商材の拡大、M&A による事業エリア拡大などで、業容を維持拡大しよう。

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
2012/9	実績	45,655	5.5	688	68.0	794	57.0	355	28.3	33.42
2013/9	会社予想 (2013年5月発表)	52,200	14.3	810	17.7	930	17.0	450	26.7	40.55
	アナリスト予想	50,500	10.6	1,050	52.6	1,180	48.6	585	64.8	50.54
2014/9	アナリスト予想	56,800	12.5	1,450	38.1	1,590	34.7	750	28.2	64.84

## 会社概要

### 会社概要

#### ● 会社概要

外装タイル、サイディング（注）、石材などの外壁工事、内装タイル工事、及び、ユニットバス、システムキッチンなどの水回りをはじめとする住宅設備機器の工事を中核事業とする。オフィスや商業施設などの大型物件向けも手掛けるが、戸建住宅向けが主力。戸建住宅向けの各種タイル及びその関連商品、住宅設備機器の卸販売も行う。製造部門は持たず、商材はLIXILなどから仕入れている。

（注）サイディング：外壁の材料は湿式と乾式に大別され、サイディングは乾式の代表格。湿式はモルタルや漆喰などをコテで塗るいわゆる塗り壁で、職人の腕で品質にばらつきが生じ、また比較的早くひび割れが生じるなどのデメリットがある。サイディングは工場生産された板状の外装材で、外壁に貼り付けるため、品質が安定的。外装タイルと比較すると、安価で（当社では1軒当り外装タイルが200万円程度、サイディングが100万円程度）、色柄やデザインも豊富で消費者の選択肢が広がるなどのメリットがある。

### 経営者

#### ● 経営者

代表取締役社長の阿部 一成氏は、創業者の阿部 梅吉氏の曾孫。学習院大学を卒業後、同業（住宅設備機器販売など）の丸与産業株式会社（現 MANIX）での2年弱の勤務を経て、1979年に当社に入社。1991年に37歳で父親の阿部 清司氏から社長を引継ぎ、現在に至っている。

### 設立経緯

#### ● 設立経緯

現社長の曾祖父でレンガ職人だった阿部 梅吉氏が、大正13年にレンガ工事を請負う阿部 梅吉商店を創業したのが源流。当時、レンガ造の建物は近代化を象徴するものだった。前年の関東大震災でレンガ造の建物の多くが倒壊。耐震性の問題から震災後、レンガ造は激減し、代わってRC造（鉄筋コンクリート造）が主流となっていった。コンクリート打放しでは重厚さに欠けるためレンガ造と似た雰囲気を持つタイル張りが普及し、当社もタイル工事にシフトした。昭和30年代頃から家風呂が普及し、浴室の壁や浴槽にモザイクタイルが使用されるなど高度成長期にタイルの需要が急増したことを受け、昭和36年に三和商会の設立により卸販売を本格化し、業容を拡大した。平成9年の株式公開時では卸販売が請負工事よりも多く、業種分類は卸売業となったが、住宅着工戸数の減少、工法の変遷などによるタイル需要の縮小を受け、請負工事への回帰姿勢を強め、現在は請負工事が主力。内外装タイル工事のほかに、サイディングの外壁工事や、水回りなどの住宅設備工事を拡大し、業容の維持拡大に努めている。

## 会社概要

### 沿革

1924年	NA	タイル、レンガの工事請負業として阿部梅吉商店を創業
1955年	3月	阿部窯業（株）を東京都北区に設立（個人商店を法人化）。同時にタイル販売部門を新設
1961年	3月	タイル販売部門を分離し、完全子会社（株）三和商会を設立
1964年	4月	施工能力の向上を目的として、企業内職業訓練による技術工の養成を開始
1965年	1月	タイル工事請負を目的として、大阪市に完全子会社大阪阿部窯業（株）を設立
1974年	3月	建築物の高層化に対応するため、PC工法の研究及び設計施工を開始
1983年	4月	ユニット事業部を設置し、ユニットバス、住宅設備機器の取付け工事を開始
	10月	ユニット事業部を分離し、完全子会社阿部窯業ユニット（株）を設立
1984年	3月	タイル工事請負を目的として、横浜市に完全子会社横浜阿部窯業（株）を設立
1989年	4月	本社を現所在地の東京都足立区鹿浜に移転
	11月	研究施設としてタイル技術工養成のためのタイル技能研修所を埼玉県川口市に設置
1991年	4月	石材工事の請負を開始
1992年	4月	組織の整備と経営効率の向上を目的として、子会社4社を吸収合併し、商号をアベルコに変更
1997年	4月	株式を店頭登録
1998年	10月	温調技研（株）を買収、子会社化
2004年	2月	温調ライフ（株）は戸建住宅関連企業を買収し、事業規模が拡大したことにより連結対象とする
2009年	4月	温調ライフ（株）は吸収分割及び第三者割当増資に伴い持分比率が低下したため連結対象から除外
2011年	6月	六本木にオリジナル高級浴槽「アルティス」とオリジナルタイル「マリスト」の複合ショールームを開設
2012年	6月	埼玉県川口市に総合技術研究センターを開設
2013年	2月	（株）インテルグローの株式を65.8%取得
2013年	5月	（株）インテルグローを株式交換により完全子会社化

（出所）有価証券報告書、会社資料

## 事業概要

### 大株主

● 大株主（2013年3月31日現在）

	株主	所有株式数 (千株)	所有比率 (%)
1	阿部 一成	1,453	13.58
2	阿部 溢子	1,047	9.78
3	従業員持株会	536	5.02
4	阿部 太一	519	4.85
4	阿部 亮平	519	4.85
6	(株) タクルコ	484	4.52
7	(株) マユルコ	440	4.11
8	阿部 哲二	321	3.00
9	NOMURA PB NOMINEES TK1 Limited	262	2.45
10	東京都民銀行	250	2.34
	上位10位合計	5,835	54.51

(出所) 第2四半期報告書

(注) 筆頭株主は社長。2位は社長の母親。4位の阿部 太一氏は社長の長男で当社社員、亮平氏は社長の次男で当社社員。8位は社長の弟で当社の顧問弁護士。6位、7位は阿部 哲二氏の家族の資産管理会社。5月14日付で筆頭株主の阿部 一成氏の保有株式のうち1,116千株を同氏の資産管理会社であるマルティス(株)に譲渡しており、同社が筆頭株主になった。阿部 一成氏は337千株の保有となり、8位に。尚、11位は著名個人投資家の竹田 和平氏で234千株を保有。

### 企業理念

● 企業理念

「快適な空間づくりを通して、美しい社会の創造に寄与する。」社名のアベルコは、AVAIL(有益な)と会社(コーポレーション)を示すCoを組み合わせた造語。今年10月1日に持株会社体制に移行予定で、持株会社の名称はアイナボホールディングスとなる。アイナボは、AVAILに達成するという意味のラテン語NAVO(ナボ)を組み合わせた造語。

### コーポレートアクション

● 直近のコーポレートアクション

2012年10月(株)インテルグローと完全子会社化に向けた基本合意書を締結

2013年2月(株)インテルグローの株式を65.8%取得し子会社化

2013年5月 残りのインテルグローの株式を株式交換で取得し完全子会社化

## 事業概要

### 事業の内容

#### ● 事業の内容

各種タイル及びその関連商品、住宅関連の設備機器の販売並びにタイル工事、内装仕上げ工事、石工事、管工事、空調工事、衛生設備工事及びこれらに関連する事業。

### 部門別事業内容

#### ● 部門別事業内容

##### ➢ 戸建住宅事業

**外壁工事**：外装タイル、サイディング、石材による戸建住宅の外壁や外構工事をハウスメーカー、工務店、地場ゼネコンなどから請負う。製造は行っておらず、材料はLIXIL などから仕入れ、工事を行う。

**住宅設備工事**：ユニットバス、システムキッチン、トイレ、給湯機器などの住設機器、内装タイルなどの工事をハウスメーカー、工務店、ゼネコンなどから請負う。製造は行っておらず、材料はLIXIL などから仕入れしている。太陽光発電システムも手掛けている。戸建住宅の屋根だけにとどまらず、倉庫などの屋根や遊休地を利用した 10～50KW の中規模の産業用も手掛ける。

**タイル及び関連商品販売**：タイルなどの卸販売。LIXIL などから仕入れ、工務店などに販売する。オリジナルタイルブランド「マリスト」を育成中。

**住宅設備機器販売**：住宅設備機器、木質建材などの卸販売を行う。

##### ➢ 大型物件事業

**タイル（外壁）工事**：ビル、マンション、商業施設などの戸建住宅以外の大型建築物の外装タイル、石材、ルーバーなどの外壁工事をゼネコンなどから請負う。

**住宅設備工事**：マンションのユニットバス、システムキッチンなどの住宅設備機器の工事や、オフィス、マンション、商業施設などにおける床タイルなどの工事をゼネコンなどから請負う。空調衛生工事は子会社の温調技研において行っている。

### 店舗網

#### ● 店舗網

2013年3月末時点でアベルコは首都圏に17支店、5営業所を有する。福島県郡山市と大阪にも支店がある。インテルグローは中京3県（静岡県、愛知県、三重県）に8営業所を有する。

事業概要

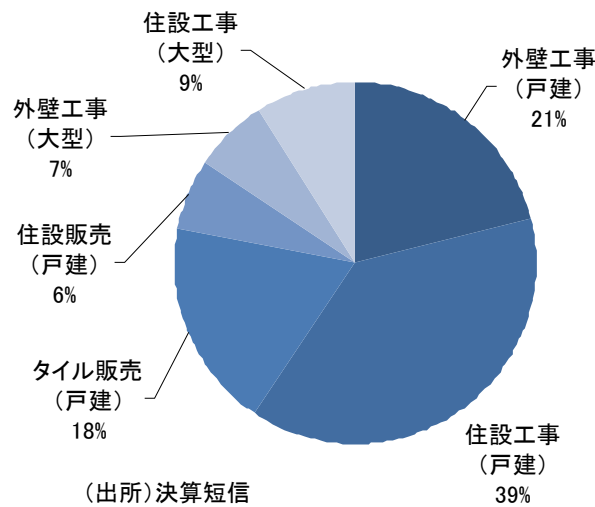
バンクフォーメーション

● バンクフォーメーション

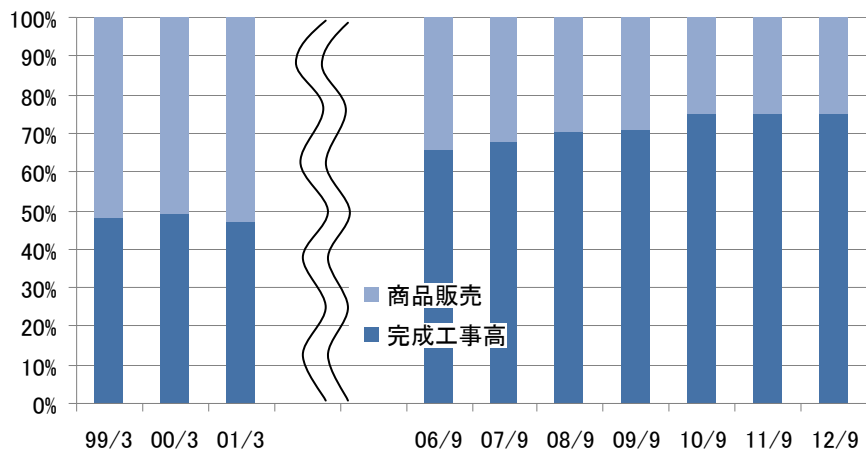
メインバンクは三井住友銀行、サブメインは東京都民銀行。12/9 期末では無借金だが、金融環境の激変に備え、保守的に三井住友銀行を中心にコミットメントライン 50 億円を設定している。尚、3 月末では、2 月に買収したインテルグローの B/S 連結などにより、有利子負債は 22 億円となったが、現預金等を控除したネット有利子負債は依然ゼロ。

売上構成

● 売上構成 (12/9 期)



売上構成の推移



(出所)決算短信、有価証券報告書

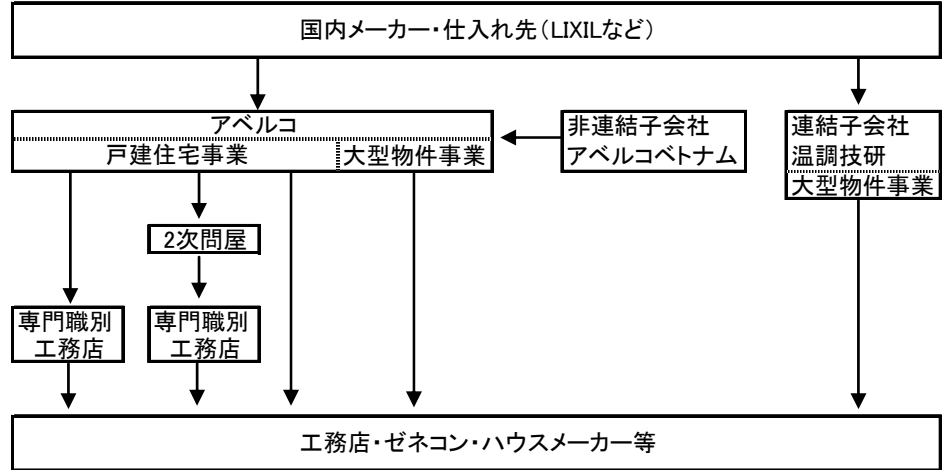
創業時は工事請負からスタートしたが、高度成長期のタイル関連の市場拡大に伴い卸販売が増加し、上場時では完成工事高よりも卸販売の売上構成比がやや高かったため、業種分類が卸売業になっている。その後の新設住宅着工戸数の減少などを受け、工事請負への回帰姿勢を強め、現在では完成工事高の比率が約 75%となっており、実態としては建設業といえる。



事業概要

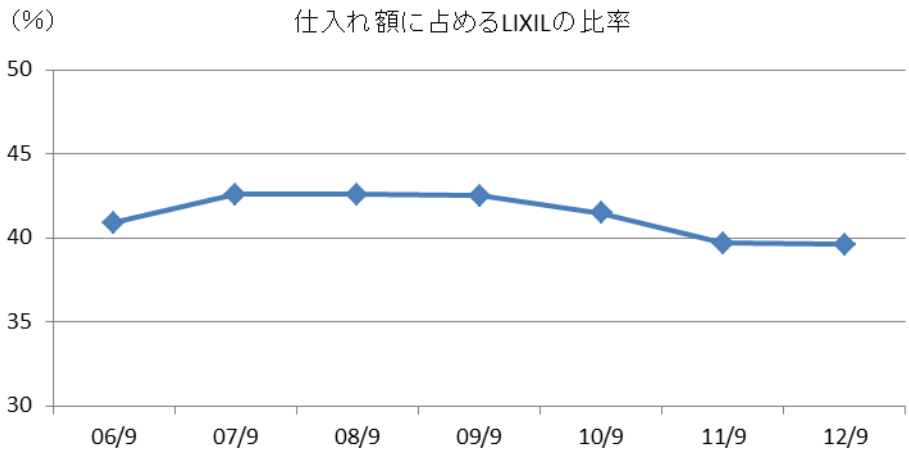
ビジネスモデル

● ビジネスモデル図



(出所) 決算短信

主な仕入れ先は、LIXIL グループ (5938) の中核子会社の LIXIL をはじめ、TOTO (5332)、リンナイ (5947)、ノーリツ (5943)、クリナップ (7955)、大建工業 (7905) など。当社の取扱う商材のほとんどは LIXIL で調達可能であり、仕入れ額に占める同社の比率は約 4 割と高い。



(出所) 決算短信

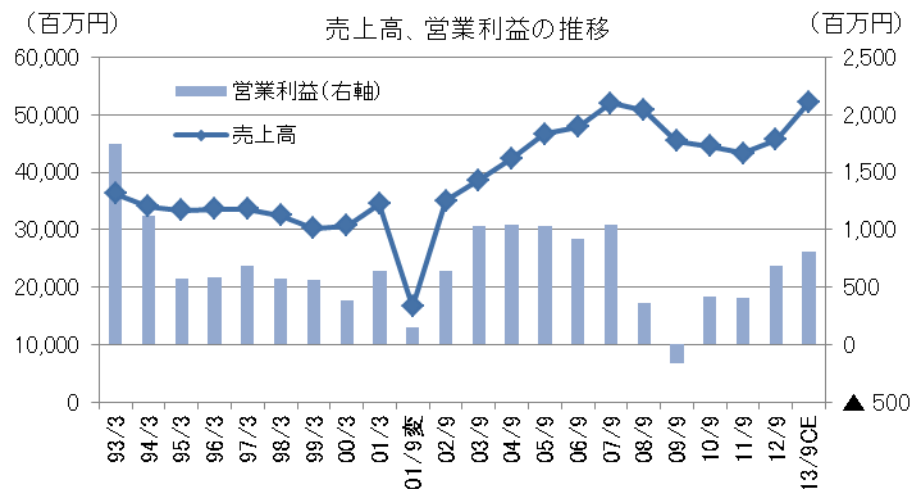
戸建住宅事業の完成工事高の経路別内訳は、12/9 期でハウスメーカー 35%、工務店 39%、ゼネコン 7%、個人・その他 19%。リフォーム需要の取り込み強化などのため、中小工務店の新規開拓に最も注力している。

## 事業概要

### 収益構造

#### ● 収益構造

受注、売上高は、地盤である首都圏の住宅着工戸数に影響を受ける。事業の収益性は必ずしも高くはないが、コストコンシャスな経営、徹底した施工管理、信用リスク管理などにより安定的な営業利益をあげている。上場以来、赤字になったのは、リーマンショックによる売上高減少、ゼネコンなどの破綻による貸倒関連費用の増加が厳しかった 09/9 期のみで、赤字幅は限定的だった。



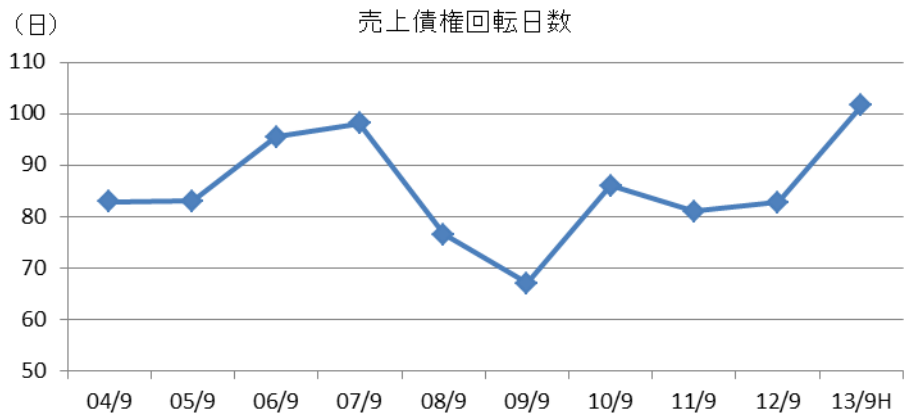
安定的なフリーキャッシュフローを背景に、M&A に積極姿勢

中小工務店との取引では債権回収が重要となるが、緻密な信用リスク管理、債権管理により、売上債権回収日数は概ね 80 日前後と建設業としては問題のない水準で推移しており、営業キャッシュフローは概ね安定的にプラス。まとまった設備投資は技術研修センターやショールーム程度に限られ、恒常的に大きな設備投資は必要がない。こうしたことからフリーキャッシュフローは概ね安定的にプラスで推移しており、資金調達が必要が乏しい。結果、12/9 期末では無借金となっており、自己資本比率は 58.3%。13/9 期 2Q 末 (3 月末) では 2 月のインテルグローの買収、連結化に伴い自己資本比率は 48.6% にやや低下したものの高水準を維持しており、財務の健全性は高い。建設業界においては、自己資本比率の高さが取引上の信頼の向上につながる面があるため、当社では自己資本比率 50% の維持を重要な経営指標としている。

今後も安定したフリーキャッシュフロー、財務基盤を背景に、チャンスがあれば、近畿、九州において M&A を行い、事業基盤を西に拡げていきたいとしている。10 月からの持株会社体制の移行には、そうした狙いもあると考えられる。

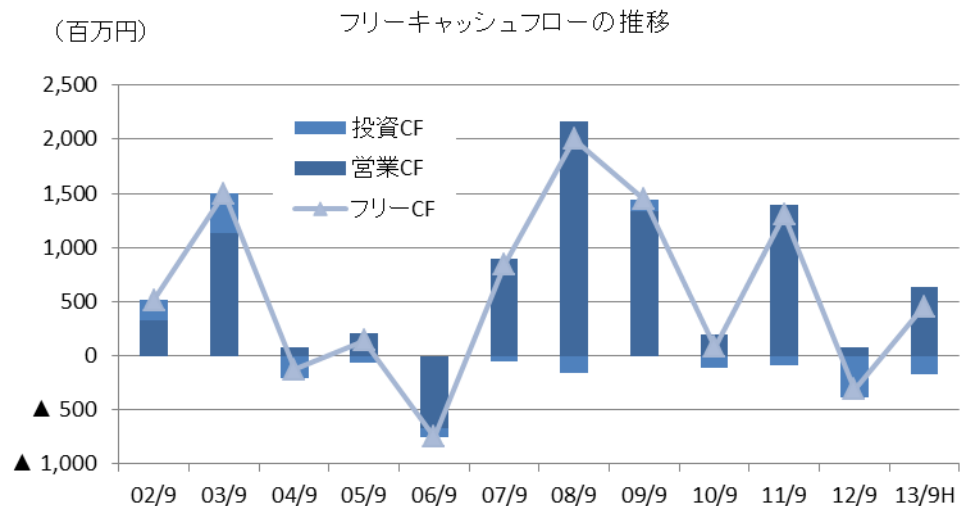


事業概要



(出所) 有価証券報告書、四半期報告書をもとにTIW作成

(注) 売上債権回転日数 = (受取手形 + 売掛金 + 完成工事未収入金 - 未成工事受入金) / 売上高 × 365



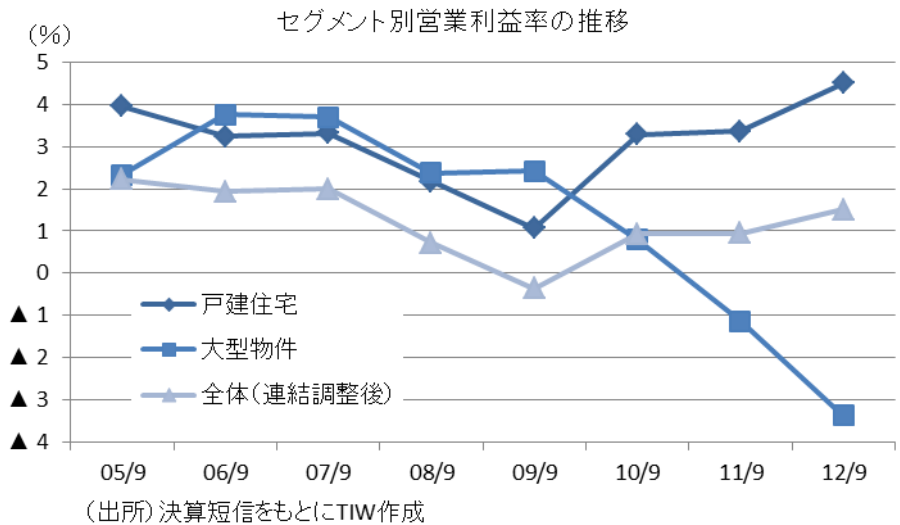
(出所) 決算短信をもとにTIW作成

(注) フリーCF = 営業CF + 投資CF

戸建住宅事業と大型物件事業では、ゼネコンの下請けとなる大型物件よりも戸建住宅の方が、安定的に利益率が高い。このため工務店の新規開拓に注力するなどし、戸建住宅におけるシェアアップを図っている。

大型工事については、近年、技能工の維持のため不採算工事の受注を余儀なくされ赤字になっていたが、東日本大震災後、復興需要などにより建設投資が回復に向かう中、構造的な労務不足が顕在化したことを受け、選別受注が可能になってきており、13/9期に入って採算は急速に改善傾向にある。

事業概要



完成工事と卸販売の売上総利益率の内訳は開示していないが、卸販売の方が高いとしている。卸販売では、タイルや高級浴槽などのオリジナル商品で在庫リスクを取っていることも利益率の向上につながっているようだ。

効率的なバックオフィスの構築により、小規模工事でも利益を出すことが可能

新築の戸建住宅関連工事（外壁、プレカット、水回り、木質建材、太陽光システムなど）を一括して受注すると、500～600万円になるが、一括受注できるのは、全体の2割程度しかない。工務店の信用リスクを考慮し、意図的に一部しか受注しないこともある。リニューアル工事が全体の2～3割程度を占めるもようで、こうしたことから戸建住宅事業の平均請負工事単価は50万円程度と小さい。このため、緻密な施工管理、原価管理、請求・入金・未收管理など効率的なバックオフィスを構築しないと利益を出すことは困難。当社では、①総合技術センターにおける未熟練外注技能工の研修実施などによる施工ミス、クレームの削減、②工事管理システム「Aceシステム」の機能の拡充、③2009年春に設立したアベルコベトナムにおける戸建住宅向け施工図面作成による人件費抑制及び発注ミス、見積書作成ミスなどの削減（施工図面なしで工事を行っている会社が多い）などに取組み、小規模工事でも利益を出せる体制をつくりあげている。

卸販売と請負工事では取引先が同じでも経理処理が異なるなど、作業が煩雑なこともあり、卸販売の大手企業が工事に参入しても利益が出ずに撤退するなど、参入障壁は意外に高い。

敢えて収益を上げにくいニッチ分野にフォーカスしていることが当社の最大の特徴といえよう。信用リスクの高い中小工務店の新規開拓に注力しているのはこうした戦略に沿ったものである。

## 事業概要

戸建住宅事業の中では外壁工事のうち高級住宅などに利用される付加価値の高いタイルの利益率が高く、安価なサイディングの利益率は低い。12/9期の戸建住宅事業における外壁工事の売上高96.9億円のうち約20億円がサイディング。まだ売上高に占めるウエイトは20%程度と限定的だが、タイルからサイディングへ需要がシフトする傾向のため、サイディングの採算性向上が重要になっており、様々なきめの細かい工夫を凝らしている。

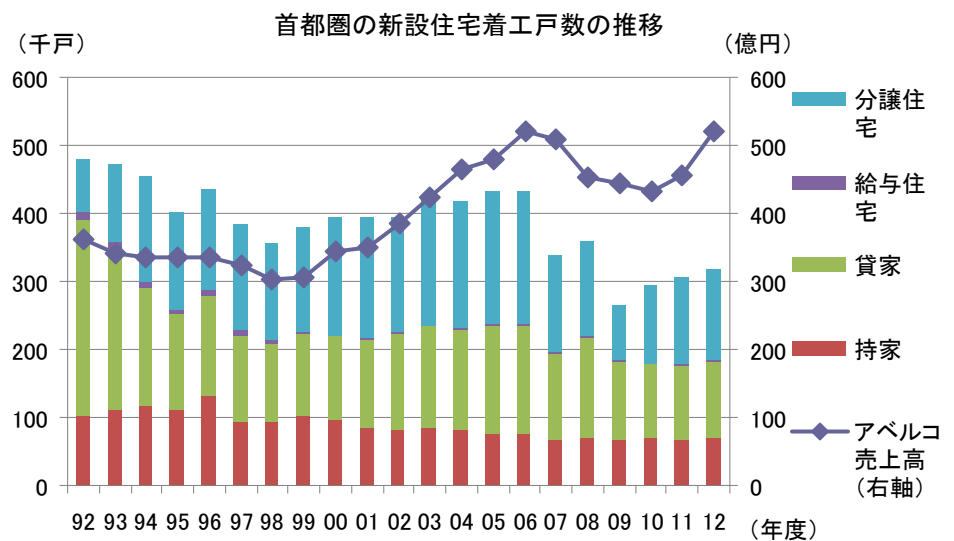
市場環境

外壁におけるタイルの使用は減少基調

当社のコア事業といえるタイルの需要は、①戸建住宅の外壁がタイルから安価なサイディングにシフトしていること、②外装タイルの剥離による通行人のけが防止のため 2008 年 4 月の建築基準法改正により、定期的な打診検査が必要となったことなどから（マンションの管理費の上昇につながる）、マンションや商業施設においてタイル使用面積が縮小傾向、③オフィスの外壁はガラスやカーテンウォールが中心になってきた、などから、住宅、非住宅を問わず、タイルの採用機会は縮小傾向にある。

一方、2000 年の品確法（住宅の品質確保の促進等に関する法律）の施行により新築住宅の請負契約における瑕疵担保責任の期間が 10 年とされたことを受け（民法では 5 年）、中小業者の淘汰が進んだことから、当社はシェアアップによりタイル市場縮小の影響を一部オフセットしている。

タイル市場の縮小に対しては、シェアアップのほかに、ディスプレイ、収納システム、カウンター、手すりなど住宅設備機器の取扱商材を拡大することで売上高の拡大を図っている。



(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告」、決算短信をもとにTIW作成

上場している競合会社としては、橋本総業（7570）、すてきナイスグループ（8089）、ジューテックホールディングス（3157）、JKホールディングス（9896）がある。これらは建材や住宅設備機器の卸販売が主力であり、先述のように工事はほとんど行っていない。

## 持株会社体制への移行

### 中京地盤の インテルグロー社を 買収

2012年10月にインテルグローの完全子会社化に向けた基本合意に関する合意書を締結したと発表。インテルグローは愛知県岡崎市に本社を置き、東海地方（愛知県、静岡県、三重県）を地盤とする地域密着型の同業者。事業ポートフォリオは当社とほぼ同じで、売上高、総資産は当社の約5分の1の規模。尚、中部圏の新設住宅着工戸数は首都圏の概ね3分の1。

買収の目的は、事業エリアの拡大、情報交換による施工力や企画力の向上、販売チャネルの共有化などによる販売網の拡大としている。

#### インテルグローの業績推移

(単位)百万円

	09/7	10/7	11/7	12/7
売上高	9,131	7,445	7,726	8,397
営業利益	12	▲29	58	53
経常利益	79	44	115	121
純利益	45	22	28	44
総資産	na	na	4,492	4,463
純資産	1,504	1,520	1,546	1,573

(出所)会社リリース

基本合意に則り、今年2月20日にインテルグローの株式の65.8%を7.8億円で取得。負ののれん0.4億円は13/9期2Q累計(10-3月)決算において特別利益に一括計上した。残りの34.2%については5月1日に株式交換により取得し、完全子会社化した。交換比率は1:19.13で、新たに942,860株の新株を発行。これにより発行済株式数は8.8%増加し、11,647,820株となった。株式交換によりBPSは1,225円余りになったとみられ、表記PBRはこれに基づいて計算している。12/7期のインテルグローの利益水準からみて、買収効果は、EPSに若干のプラスに働こう。

### 10月に持株会社 体制に移行へ

今回の買収を受け、10月1日に持株会社体制に移行する予定。上場会社となる持株会社アイナボホールディングスの傘下にアベルコ、温調技研(現在アベルコの子会社)、インテルグロー、アベルコベトナムがぶら下がる格好となる。

持株会社の社長には、現アベルコの社長の阿部一成氏が、事業会社のアベルコの社長には、現アベルコ専務の岡本孝一氏が就任予定。

業 績

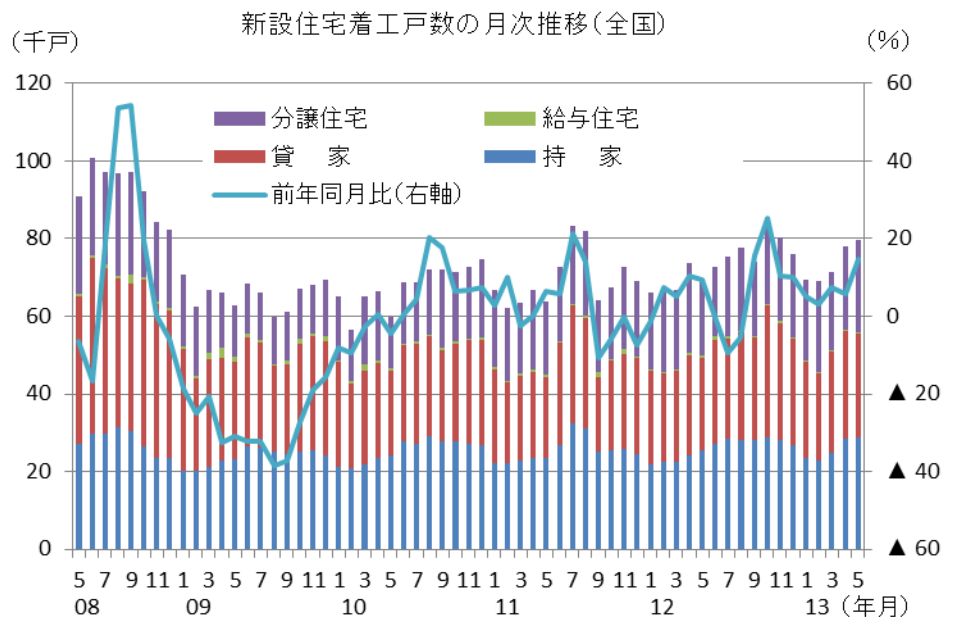
足元の事業環境は  
良好

● 経営環境解説

全国の新設住宅着工戸数は今年5月まで前年同月比9カ月連続のプラス。特に5月は79,751戸（前年同月比14.5%増）と年率換算（季節調整後）で102.7万戸と100万戸の大台を超える活況を呈している。当社の業績への影響が大きい持家に関しても前年同月比9カ月連続のプラス。消費増税や長期金利の先高観、住宅価格の底打ち感が駆け込み需要を喚起しているほか、アベノミクスによる景気回復期待、株式市場の急回復による資産効果を受けた消費マインドの改善も影響しているとみられる。

リフォーム需要も消費増税前の駆け込み需要により盛り上がりを見せている。新築住宅が消費増税後の反動減を抑制するため、ローン減税の拡充などが予定されているのに対し、リフォームはこうした優遇措置が乏しいため、新築以上に駆け込み需要が顕著になっている。

一方、東日本大震災以降、顕著になった職人不足という供給面のボトルネックから工期は長期化する傾向にある。新設住宅着工戸数が減少傾向を辿る過程で、職人は転職により減少していたが、建設投資の回復で一気に職人不足が顕在化した。住宅設備工事の職人よりも、天候の影響を受け、熟練も要し、仕事もきつい外壁工事関連の職人の不足が顕著。職人不足を受け、ハウスメーカーや工務店は引渡時期を平準化するような受注活動を行うようになってきている。従って、受注がピークアウトしても引渡が長期間に及び、消費増税後の急激な売上高の反動減は回避されるとみられる。



(出所) 国土交通省「建築着工統計調査報告」



業 績

2Q 累計決算は微減収ながら工事採算の好転などにより大幅営業増益

● 13/9 期 2Q 累計（10-3 月）業績解説

13/9 期 2Q 累計業績は、売上高 230 億円（前年同期比 3.3%減）、営業利益 7.4 億円（同 44.8%増）、経常利益 8.0 億円（同 39.7%増）、純利益 4.7 億円（同 66.7%増）。大型物件事業において選別受注を推進し、同事業の売上高が 30.4 億円（同 17.0%減）となったことなどから微減収となったが、売上総利益率が 13.6%（同 1.4pt 増）と改善したことにより、売上総利益が 2.4 億円増加。一方、貸倒関連費用がほとんど発生せず（前年同期比では 0.6 億円の減）、販管費がほぼ横這いにとどまったことから大幅営業増益となった。

売上総利益率は戸建住宅、大型物件とも改善。主な改善要因は、①大型物件において労務不足から選別受注が可能となり不採算工事が減少したこと、②戸建住宅事業の外壁工事においてタイルに比べ安価で利益率が低いサイディング工事の粗利益率が、施工の進め方の見直し（メーカーから現場への資材の直送など）により改善したこと。大型物件事業の営業利益は、不採算工事の減少の寄与が大きく、1.2 億円（前年同期は▲1.0 億円）と黒字化した。

期初計画に対しては売上高が未達も利益は上振れ

期初会社業績予想に対しては、売上高は 20.3 億円下回ったが、営業利益は 1.0 億円、経常利益は 1.2 億円、純利益は 1.3 億円、それぞれ上回った（2Q 累計決算発表直前の 5 月 8 日に 2Q 累計及び通期会社業績予想の修正が発表されている）。売上高の未達は、大型物件における選別受注や、労務不足による大型物件の工期の期ずれ、などによる。

純利益の上振れが大きくなったのは、2 月にインテルグローの株式の 65.8%を取得したことに伴う負ののれん発生益 0.4 億円を特別利益に一括計上したため。

インテルグローを B/S 連結

2Q 末にインテルグローを B/S 連結。加えて、新設住宅着工戸数の増加を背景に 2Q の売上が堅調に推移し、売上債権が増加したことから、総資産は 282 億円と 12/9 期末から 54 億円増加した。2Q 累計の売上債権回転日数がやや長期化しているのは、2Q の売上増を受けたもの。尚、インテルグローの P/L 連結は下期からとなる。

業 績

損益計算書(半期)

(単位)百万円

	10/9		11/9		12/9		13/9	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期CE
売上高	23,148	21,336	22,902	20,376	23,858	21,797	23,066	29,134
戸建住宅事業	17,921	16,358	19,689	17,366	20,186	18,315	20,020	23,880
完成工事高	11,988	11,155	13,784	12,481	14,025	13,173	14,476	na
外壁工事	3,449	3,220	4,675	4,008	4,995	4,695	5,182	na
住設工事	8,539	7,935	9,109	8,473	9,030	8,477	9,294	na
販売	5,933	5,201	5,904	4,885	6,160	5,143	5,543	na
タイル販売	4,052	3,457	4,081	3,328	4,602	3,792	4,186	na
住設販売	1,881	1,744	1,823	1,556	1,558	1,350	1,357	na
大型物件事業(完成工事高)	5,227	4,978	3,212	3,011	3,672	3,481	3,046	5,254
タイル(外壁)工事	2,569	2,545	1,490	1,199	1,676	1,474	1,311	na
住設工事	2,658	2,433	1,722	1,811	1,995	2,007	1,734	na
売上原価	20,294	18,866	20,102	17,973	20,951	19,195	19,918	na
売上総利益	2,854	2,469	2,799	2,404	2,907	2,601	3,148	na
(売上総利益率)(%)	12.3	11.6	12.2	11.8	12.2	11.9	13.6	na
販管費	2,421	2,484	2,452	2,341	2,389	2,431	2,399	na
うち貸倒引当金繰入額	20	15	25	▲5	67	▲65	2	na
営業利益	433	▲16	347	62	517	171	748	62
戸建住宅事業	736	391	762	483	1,002	732	1,056	na
大型物件事業	102	▲21	▲23	▲48	▲108	▲133	127	na
連結調整額	▲406	▲385	▲390	▲373	▲376	▲428	▲434	na
営業外収益	58	60	59	55	66	59	62	na
営業外費用	10	9	9	8	9	9	8	na
支払利息	10	9	3	3	3	4	3	na
経常利益	481	35	397	109	574	220	802	128
特別利益	18	6	33	66	0	0	42	na
特別損失	63	42	5	34	32	1	1	na
税金等調整前当期純利益	436	▲1	426	140	541	220	842	na
法人税等	240	32	222	67	255	151	366	na
当期純利益	196	▲34	203	73	285	70	476	▲26

前年同期比増減

(単位)%

	10/9		11/9		12/9		13/9	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期CE
売上高	▲10.5	9.3	▲1.1	▲4.5	4.2	7.0	▲3.3	33.7
営業利益	48.5	赤縮	▲19.7	黒転	48.8	175.8	44.8	▲63.7
経常利益	38.7	黒転	▲17.5	211.4	44.4	101.8	39.7	▲41.8
純利益	110.1	赤縮	3.6	黒転	40.4	▲4.1	66.7	赤転

(出所)決算短信、会社資料をもとにTIW作成

(注)CEは会社予想

## 業 績

インテルグローの新  
規連結により通期  
会社業績予想を小  
幅上方修正

### ● 13/9 期業績予想

通期会社業績予想は、5月8日の業績予想の修正により、期初予想から売上高で47億円、営業利益で0.3億円、経常利益で0.7億円、純利益で0.4億円、それぞれ上方修正されている。上方修正は、インテルグローの新規連結により、同社の半期分の業績が寄与することのみを反映したものである。2Q累計業績の売上高の下振れ、利益の上振れは織り込まれていないため、利益予想は保守的といえよう。尚、住宅設備機器メーカーと異なり、円安によるマイナス影響は特にない。

下期に入って、4、5月の受注は計画以上に好調に推移したとしている。戸建住宅のリフォームの消費増税前の駆け込み需要が顕著に発生していることが、好調の主因のもよう。堅調な需要を背景に工事利益率も計画を上回って推移しているとしている。

会社の修正利益予  
想は保守的で、さ  
らに上振れしよう

TIW業績予想では、2Q累計業績や労務不足により工期が遅れ気味であることを踏まえ売上高を保守的にみだが、売上総利益率の上振れにより、営業利益は会社修正予想の8.1億円を上回る10.5億円を予想した。

受注は消費増税のタイミングから期末の9月に向け一段と盛り上がりが見られる（リフォームの場合でも9月末までに請負契約しないと労務不足などから2015年3月末までの引渡が難しいとみられる）。

14/9 期は 13/9  
期の駆け込み受注  
の消化により大幅  
増益を予想

### ● 14/9 期業績予想及び中期展望

14/9 期はインテルグローが通期寄与することや、13/9 期末に積み上がるであろう豊富な受注残の消化により、引続き2桁増収になると予想する。売上総利益率も強含みで推移するとみられ、TIWでは営業利益が14.5億円に大幅増益になると予想した。3カ年の中期経営計画の最終期となる当期の計数目標として、売上高500億円、営業利益率2%（営業利益10億円）が掲げられていたが（これには、インテルグローの買収は考慮されていない）、これを大幅に超過しよう。

受注は13/9 期末に当る9月で一旦ピークを打つとみる。しかし、次の消費税の引上げ時期が、引渡ペースでは2015年10月1日から、請負契約ペースでは2015年4月1日からとなるため、株高による資産効果もあり、10月以降の反動減は深刻なものにはならず、当期の受注は底堅く推移するとみる。

中長期的には駆け込み需要の反動、人口減少による住宅需要の減少に備えなければならない。その方策として、新規工務店の開拓によるシェアアップ、取扱商材の拡大を図るとともに、M&Aによる事業エリアの拡大を志向すると考えられる。

業 績

損益計算書

(単位)百万円

	08/9	09/9	10/9	11/9	12/9	13/9CE	13/9E	14/9E
売上高	50,815	45,383	44,484	43,278	45,655	52,200	50,500	56,800
戸建住宅事業	38,470	35,173	34,279	37,055	38,501	43,900	43,300	48,700
完成工事高	23,353	22,055	23,143	26,265	27,198	na	31,100	35,200
外壁工事	7,047	6,338	6,669	8,683	9,690	na	11,100	12,000
住設工事	16,305	15,717	16,474	17,582	17,507	na	20,000	23,200
販売	15,116	13,116	11,134	10,789	11,303	na	12,200	13,500
タイル販売	11,177	9,376	7,509	7,409	8,394	na	8,800	9,500
住設販売	3,939	3,740	3,625	3,379	2,908	na	3,400	4,000
大型物件事業(完成工事高)	12,345	10,210	10,205	6,223	7,153	8,300	7,200	8,100
タイル(外壁)工事	6,751	5,103	5,114	2,689	3,150	na	2,900	3,100
住設工事	5,593	5,107	5,091	3,533	4,002	na	4,300	5,000
売上原価	45,162	40,095	39,160	38,075	40,146	na	44,000	49,300
売上総利益	5,652	5,287	5,323	5,203	5,508	na	6,500	7,500
(売上総利益率)(%)	11.1	11.6	12.0	12.0	12.1	na	12.9	13.2
販管費	5,285	5,453	4,905	4,793	4,820	na	5,450	6,050
うち貸倒引当金繰入額	411	421	35	20	2	na	2	2
営業利益	367	▲ 165	417	409	688	810	1,050	1,450
戸建住宅事業	840	376	1,127	1,245	1,734	na	1,900	2,350
大型物件事業	294	247	81	▲ 71	▲ 241	na	150	300
連結調整額	▲ 767	▲ 788	▲ 791	▲ 763	▲ 804	na	▲ 1,000	▲ 1,200
営業外収益	139	121	118	114	125	na	180	180
営業外費用	26	18	19	17	18	na	50	40
支払利息	26	17	19	6	7	na	30	20
経常利益	480	▲ 62	516	506	794	930	1,180	1,590
特別利益	6	12	24	99	0	na	50	0
特別損失	8	70	105	39	33	na	10	40
税金等調整前当期純利益	477	▲ 120	435	566	761	na	1,220	1,550
法人税等	295	45	272	289	406	na	635	800
当期純利益	182	▲ 165	162	276	355	450	585	750

前期比増減

(単位)%

	08/9	09/9	10/9	11/9	12/9	13/9CE	13/9E	14/9E
売上高	▲ 2.3	▲ 10.7	▲ 2.0	▲ 2.7	5.5	14.3	10.6	12.5
営業利益	▲ 64.7	赤転	黒転	▲ 2.1	68.0	17.7	52.6	38.1
経常利益	▲ 58.3	赤転	黒転	▲ 2.0	57.0	17.0	48.6	34.7
純利益	▲ 70.6	赤転	黒転	70.2	28.3	26.7	64.7	28.3

諸指標

(単位)%

	08/9	09/9	10/9	11/9	12/9	13/9CE	13/9E	14/9E
自己資本比率	52.4	57.7	57.7	59.0	58.3	na	49.8	50.9
総資産経常利益率	1.9	▲ 0.3	2.3	2.3	3.5	na	4.1	5.5
ROE	1.4	▲ 1.3	1.3	2.1	2.7	na	4.1	5.1

(出所)決算短信、会社資料をもとにTIW作成

(注)CEは会社予想、EはTIW予想

アベルコ [7539/JQ] 週足 2013/07/09



(出所) 株QUICK

上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。  
 上記チャート図に過誤等がある場合でも株QUICK 社及び大阪証券取引所は一切責任を負いません。  
 上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2010/9	2011/9	2012/9	2013/9 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	329	410	395	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	245	266	266	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	382.67	339.25	695.92	-
業 績 推 移	売 上 高	百 万 円	44,484	43,278	45,655	50,500
	営 業 利 益	百 万 円	417	409	688	1,050
	経 常 利 益	百 万 円	516	506	794	1,180
	当 期 純 利 益	百 万 円	162	276	355	585
	E P S	円	15.30	26.04	33.42	50.54
	R O E	%	1.3	2.1	2.7	4.1
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百 万 円	16,786	16,686	17,529	-
	固 定 資 産 合 計	百 万 円	5,554	5,466	5,305	-
	資 産 合 計	百 万 円	22,340	22,153	22,835	-
	流 動 負 債 合 計	百 万 円	8,841	8,398	8,836	-
	固 定 負 債 合 計	百 万 円	597	674	691	-
	負 債 合 計	百 万 円	9,439	9,072	9,527	-
	株 主 資 本 合 計	百 万 円	12,889	13,060	13,287	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	営 業 活 動 に よ る CF	百 万 円	197	1,390	77	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百 万 円	-114	-88	-387	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百 万 円	-85	-112	-135	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百 万 円	3,823	5,012	4,567	-

## リスク分析

### 事業に関するリスク

#### ● 事業に関するリスク

- 取引先の信用リスク。小規模の工務店、一人親方の取引が多いため、初期与信、工事代金の回収などの途上与信管理を怠ると不良債権が発生する恐れがある。
- 付加価値が高く利益率の高いタイル工事から安価で利益率の低いサイディング工事への移行が進んでおり、粗利益率の低下要因となる。
- 当社の基盤とする首都圏では、少子高齢化の進展などにより戸建住宅よりもマンションを選好する傾向がみられ、戸建住宅に注力する当社には長期的にマイナスに働く可能性がある。
- 商材の仕入額の約40%がLIXILからの仕入れとなっているため、工場の被災など何らかの要因により同社との取引が不能になった場合、事業の遂行に影響が出る可能性がある。

### 業界に関するリスク

#### ● 業界に関するリスク

- 長期金利（住宅ローン金利）上昇、消費増税の駆け込み需要の反動などによる戸建住宅の着工戸数の減少。リフォームに関しても消費増税の駆け込み需要の反動が懸念される。アベノミクスによる雇用・所得環境の改善が不十分になるとこうした反動の影響が大きくなる可能性がある。
- 少子高齢化の進展、人口の減少による中長期的な住宅需要の減少。



## ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社大阪証券取引所（以下「大証」といいます。）が実施する「JASDAQアナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、大証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が大証に支払った金額に大証からの助成金を加えたうえで株式会社ティー・アイ・ダヴリュ（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、大証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、大証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、大証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、大証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を大証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、大証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

### <指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、大阪証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.ose.or.jp/jasdaq/5578>