

三協立山 (5932)

担当 近藤 浩之

レーティング: NEUTRAL (2017/4/12) → NEUTRAL

建材事業の売上高回復に不透明感。

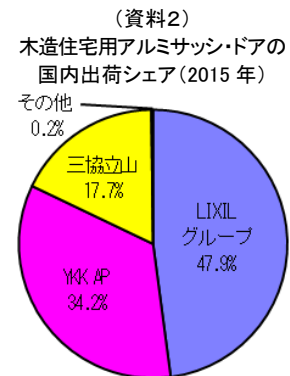
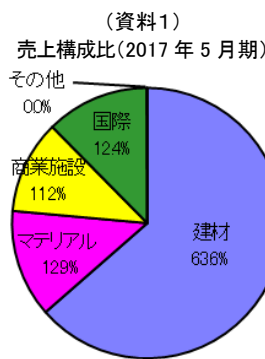
	売上高 (百万円)	伸び率 (%)	営業利益 (百万円)	伸び率 (%)	経常利益 (百万円)	伸び率 (%)	純利益 (百万円)	伸び率 (%)	EPS (円)	1株配 (円)
連 14/5	295,236	8.6	16,613	37.6	15,553	41.3	12,698	9.1	404.09	35.00
連 15/5	292,391	-1.0	8,541	-48.6	7,928	-49.0	5,949	-53.1	189.43	35.00
連 16/5	332,168	13.6	6,251	-26.8	5,395	-32.0	94	-98.4	2.99	35.00
連 17/5	320,817	-3.4	6,713	7.4	6,842	26.8	2,122	-	67.61	35.00
連 18/5(予)	338,000	5.4	4,300	-35.9	4,000	-41.5	2,000	-5.8	63.71	35.00
第2四半期累計期間										
連 16/6-11	158,367	-5.7	4,039	78.5	4,044	142.7	2,031	-	64.70	15.00
連 17/6-11(予)	167,000	5.5	2,300	-43.1	2,200	-45.6	1,200	-40.9	38.23	15.00
株価(2017/7/20)			1,599	円						
発行済み株式数(17/5末)			31,554	千株						
自己株式数(17/5末)			168	千株						
時価総額			50,456	百万円						
企業価値(EV)			94,494	百万円						
ROE(17/5実績)			2.7	%						
予想配当利回り			2.2	%						
予想PER			25.1	倍						
BPS(17/5実績)			2,586.34	円						
PBR			0.6	倍						
CFPS(17/5実績)			227.6	円						
PCFR			7.0	倍						
EV/EBITDA(17/5実績)			6.0	倍						



出所:三協立山、ブルームバーグ、今村証券

主力はアルミニウム製の住宅用・ビル用サッシやドアなどの建材事業(資料1、出所:同社決算短信)。木造住宅用アルミサッシ・ドアの国内市場は、LIXILグループ(5938 東証1部)、YKK AP(非上場)、同社の3社でほぼ独占し、同社シェアは3位の17.7%である(資料2、出所:日本経済新聞社)。

非建材分野では、アルミニウムやマグネシウムの鋳造・押出・加工・販売を行うマテリアル事業、店舗用汎用陳列什器の販売、規格看板・その他看板の製造・販売などの商業施設事業を手掛ける。海外展開は2015年5月期末の買収を機に本格的に開始した(以下、国際事業)(資料3、出所:同社リリース)。



(資料3) 主な海外買収案件

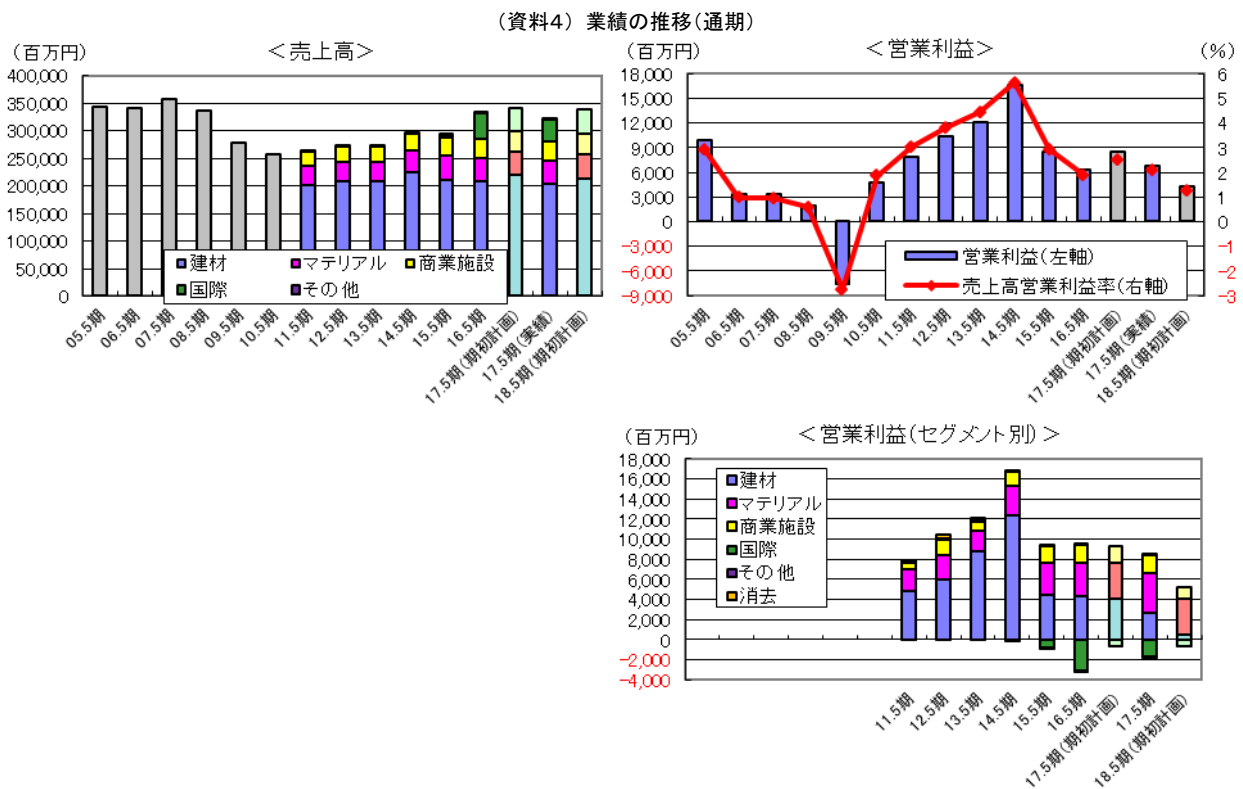
譲受対象事業・被取得企業	概要	企業結合日
Aleris社の押出事業部門(Aleris Extrusions) (現:ST Extruded Products Germany GmbH) (以下、STEP-G)	ドイツ、ベルギー、中国に計5工場を有するアルミニウム押出、加工グループ。主に航空機、鉄道、自動車分野向けの製品を製造。	15/03/01
Thai Metal Aluminium (以下、Thai Metal)	タイのアルミニウム鋳造、押出、加工メーカー。建材向けのほか、自動車、電気製品向け部品など幅広い分野に製品を供給。	15/03/02

2017年5月期は減収、営業増益（資料4、出所：同社決算短信）。期初の会社計画には達せず、売上高で211.8億円（6.2%）、営業利益で17.8億円（21.0%）下回った。セグメント別の営業利益では、国際事業が▲16.4億円（前の期比+14.2億円）と赤字幅が縮小、マテリアル事業が39.0億円（同+6.6億円）と増益となった一方で、建材事業が27.1億円（同▲16.5億円）と足を引っ張った。期初の会社計画比では、マテリアル事業が+3.0億円に対して、建材事業が▲12.8億円、国際事業が▲9.4億円だった。

2018年5月期は、大幅な営業減益の見通しとした。セグメント別では、国際事業が▲7億円（前期比+9.4億円）と赤字幅縮小が継続するが、建材事業が5億円（同▲22.1億円）と8割超の減益となり、商業施設事業が11億円（同▲6.7億円）、マテリアル事業が36億円（同▲3.0億円）となるのも響く。

今村証券では今年4月に、2017年5月期の営業利益を「70億円弱」、2018年5月期を「増益」と予想した。2017年5月期については、予想通りの結果だったものの、2018年5月期は予想を大きく下回った。建材事業の減益幅が大きく、マテリアル事業、商業施設事業の減益も予想外だった。

以下で、各セグメントの前期実績と今期見通しをまとめる。



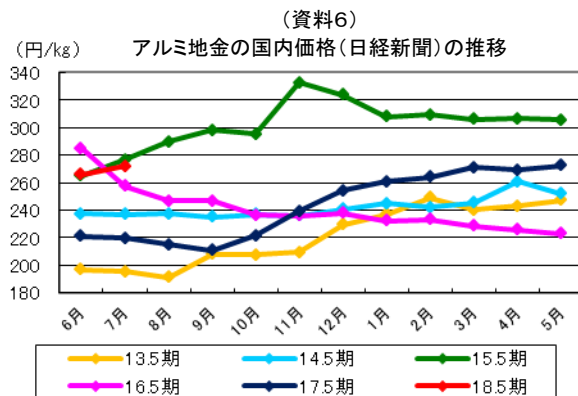
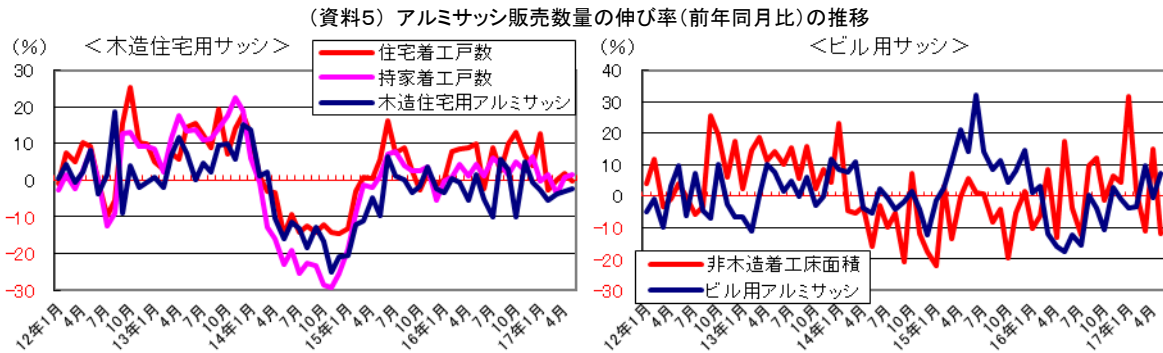
・ 建材事業

前期は減収が悪影響を及ぼした。期初は2015年10月に刷新した基幹サッシ（アルミ樹脂複合サッシ「ALGEO（アルジオ）」）などの新商品の拡販により増収（+110.6億円、+5.3%）を見込んでいた。しかし、実績は減収（▲50.2億円、▲2.4%）となった。主力の住宅向けでは、持家の着工戸数が微増にとどまり、かつ、価格競争が激化して、シェアが奪われた。ビル向けは中低層ビルの案件が減った（資料5、出所：国土交通省・経済産業省）。

そのなかで、原材料の値下がりが下支えした。主原料であるアルミ地金の価格は昨年9月まで1年以上下落した後、期末まで値上がり基調となった（資料6、出所：日本経済新聞・一般社団法人日本アルミニウム協会）。ただ、地金価格の変動が業績に影響を及ぼすまでにはタイムラグが

あるため、利益押し上げ要因となった。鉄、樹脂、燃料などの値下がりもプラスに働いた。

今期はアルミ地金の値上がりによる悪影響が現れる。売上高に関しては、住宅向けは「ALGEO」のバリエーション追加、リフォーム向けドアの刷新などに伴う拡販、高層ビル用の出荷本格化によって増収（90.8億円、+4.5%）を見込む。ただ、価格競争が続くなかで拡販を図ることから販促費が嵩むとの想定だ。



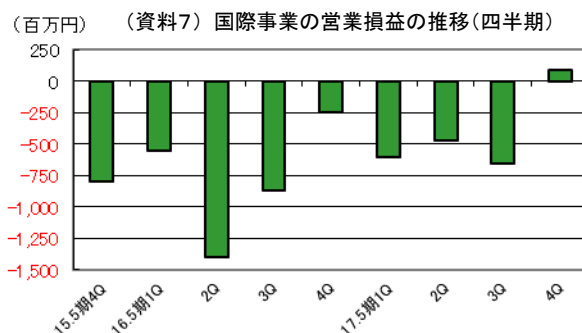
(注) 17年7月は、1~20日の平均。

・ 国際事業

前期は欧州子会社 STEP-G の収益が改善した。2016年5月期に人員削減やのれん未償却残高の減損損失計上を実施したことで費用が減り、生産の効率化や原価管理の強化といった収益改善の推進も寄与した。一方、市場環境は、鉄道分野で引き続き厳しい状況が続いた。中国の鉄道車両メーカーが受注攻勢をかけた影響で、STEP-G の取引先である欧米鉄道車両メーカーが受注に失敗したり、先送りされたりといった状況に陥っている。買収に係る税負担、収益改善のコンサルティング費用なども嵩んだ。

第4四半期会計期間でみると、わずかながら営業黒字に転換している(資料7、出所：同社決算短信)。収益改善に加えて、受注がやや改善した。もっとも、今期は受注回復に強気になりきれず、赤字幅縮小にとどまる見通しとしている。

欧州の高い技術力を ASEAN 市場に投入するというシナジー効果の創出に向けては、自動車用部品や鉄道車両用部材の受注で成果が見えてきたようだ。車両の軽量化、燃費向上のため、鉄が使われている部品でのアルミへの置き換えニーズに対応する。ただ、売上計上までにはまだ時間を



要するだろう。

・ マテリアル事業・商業施設事業

今期は、投資や費用の増加が重荷となる。マテリアル事業は鋳造だけでなく加工・組立までを一貫して手掛ける強みを活かし、輸送分野や一般機械分野の受注が堅調だ。商業施設事業は小売店の出店、改装需要の取り込みが奏功している。今期も売上高は堅調を維持するが、将来的な売上拡大を狙ってマテリアル事業は設備投資、商業施設は人員の増強などを実施することで費用が嵩む。

今村証券では今期の営業利益を35億円と予想する。会社計画(43億円)を下回る水準としたのは、建材事業の売上高見通しが厳しい競争下で強気に映るからだ。また、アルミ地金の値動きにも注意したい。アルミ地金価格は会社計画の前提が270円/kgである。現状と同水準であり、今後の値動き次第で業績を左右することになる(アルミ地金1円/kg上昇で利益は年間▲0.8-0.9億円)。

株価は決算発表をきっかけに軟調となった。建材事業の懸念を考慮して、投資判断はNEUTRALを継続する(資料8、出所：各社決算短信)。

(資料8) 同業他社との業績・投資指標の比較

	株価 (17/7/20)	売上高 (百万円)	伸び率 (%)	営業利益			経常利益			純利益			EPS (円)	予想 PER (倍)	BPS (円)	PBR (倍)	配当金 (円)	予想配当 利回り (%)
				(百万円)	伸び率 (%)	利益率 (%)	(百万円)	伸び率 (%)	利益率 (%)	(百万円)	伸び率 (%)	利益率 (%)						
三協立山 (5932・東1)	1,599	連16/5	332,168	13.6	6,251	-26.8	1.9	5,395	-32.0	1.6	94	-98.4	0.0	2.99	2,481.13		35.00	
		連17/5	320,817	-3.4	6,713	7.4	2.1	6,842	26.8	2.1	2,122	-	0.7	67.61	2,586.34	0.6	35.00	
		連18/5(予)	338,000	5.4	4,300	-35.9	1.3	4,000	-41.5	1.2	2,000	-5.8	0.6	63.71	25.1	-	35.00	2.2
LIXILグループ (5938・東1)	2,926	連16/3	1,890,450	10.8	39,011	-18.8	2.1	-7,087	-	-0.4	-25,605	-	-1.4	-89.33	1,828.84		60.00	
		連17/3	1,786,447	-5.5	67,535	73.1	3.8	66,007	-	3.7	42,503	-	2.4	148.01	1,902.18	1.5	60.00	
		連18/3(予)	1,850,000	3.6	75,000	11.1	4.1	70,000	6.0	3.8	43,000	1.2	2.3	149.46	19.6	-	60.00	2.1
不二サッシ (5940・東2)	115	連16/3	97,704	-1.3	2,603	-13.7	2.7	2,233	-15.5	2.3	1,276	-1.3	1.3	10.11	97.51		1.00	
		連17/3	94,322	-3.5	2,615	0.4	2.8	2,368	6.0	2.5	4,350	240.9	4.6	34.47	138.28	0.8	1.00	
		連18/3(予)	98,000	3.9	2,000	-23.5	2.0	1,900	-19.8	1.9	1,200	-72.4	1.2	9.51	12.1	-	1.00	0.9

(注) LIXILグループ…国際会計基準(IFRS)を適用。売上収益を売上高、税引前当期純利益を経常利益として作成。

アナリストによる証明

本資料に示された見解は、言及されている発行会社とその発行会社等の有価証券について、各アナリストの個人的見解を正確に反映しており、さらに、アナリストは本資料に特定の推奨または見解を掲載したことに対して、いかなる報酬も受け取っておらず、今後も受け取らないことを認めます。

レーティングの定義

OUTPERFORM: 今後12ヶ月間のトータルリターンがTOPIXの予想リターンを10%超上回ると予想される。

NEUTRAL: 今後12ヶ月間のトータルリターンがTOPIXの予想リターンの+10%と-10%の間に入ると予想される。

UNDERPERFORM: 今後12ヶ月間のトータルリターンがTOPIXの予想リターンを10%超下回ると予想される。

トータルリターン: 株価変動率+配当利回り

目標株価は12ヶ月間の投資を想定しており、将来発行されるレポートで修正されることもあります。

本資料に記載された意見及び予想は、記載された日付における今村証券の判断であり、これらは予告なく変更される場合があります。今村証券は本資料の記載された日付以降に内容の変更・修正を行う義務を負いません。本資料はお客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券売買に関する申込または勧誘を意図するものではなく、お客様に対して投資の助言を提供するものでもありません。また、本資料に記載されている情報もしくは分析がお客様にとって適切であると表明するものでもありません。投資に関する最終決定はあくまでもお客様ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。

本資料に記載された内容は、信頼できると思われる情報、または信頼できる情報源から得た情報を基に今村証券が作成しておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその内容の正確性や妥当性、適時性または完全性を保証するものではありませんし、本資料における過誤又は遺漏に対して何らの責任を負うものでもありません。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、アドレス等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料は、当然にお客様の投資結果を保証するものではございませんので、今村証券は、本資料の内容について第三者のいかなる損害賠償の責任を負うものでもありませんし、お客様が本資料に依拠した結果としてお客様が被った損害または損失については一切責任を負いません。また、今村証券は本資料に関するお客様からのご質問やご意見に対して、何ら対応する責任を負うものではありません。

当社および関係会社の役員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りのポジションを有している場合があります、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。

日本および外国の株式・債券への投資は、株価の変動や、発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより、投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承認なく、また電子的・機械的な方法を問わず、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

今村証券の営業サービスネットワーク

《今村証券の店舗網》

本 店：076-263-5111
弥生支店：076-242-2122
七尾支店：0767-52-3122
高岡支店：0766-26-1770
福井支店：0776-22-6644

小松支店：0761-23-1525
加賀支店：0761-73-3133
富山支店：076-432-2131
砺波支店：0763-33-2131
板垣支店：0776-34-6996

株式、債券、投資信託の手数料等およびリスクについて

- 国内株式等の売買取引には、約定金額に対して最大 1.1799% (税込) (1.1799% に相当する金額が 2,565 円未満の場合は 2,565 円 (税込)) の委託手数料をご負担いただきます。
- 国内株式等を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみのお支払いとなります。
- 国内株式等は、株価など売買価格の変動により損失が生じるおそれがあります。
- 外国株式 (外国 ETF、外国預託証券を含む) の外国金融商品市場等における委託取引にあたっては、売買金額 (約定金額に外国金融商品市場における手数料と税金等を購入の場合には加え、売却の場合は差し引いた額) に対し、最大 0.9720% (税込) の国内取次手数料をいただきます。外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等は国 (市場) により異なります。
- 外国株式の国内店頭取引にあたっては、取引価格に取引の実行に必要なコストが含まれているため、別途手数料は必要ありません。
- 外国株式 (外国 ETF、外国預託証券を含む) の売買、配当金等の受取り等にあたり、円貨と外貨を交換する際は、外国為替市場の動向をふまえて今村証券が決定した為替レートを用います。
- 債券を募集・売出し等によってご購入いただく場合は、購入対価のみのお支払いとなります。
- 債券は、市場の金利水準の変動等により債券の価格が変動しますので、損失が生じるおそれがあります。さらに外国債券は、為替相場の変動等により元本損失を生じる場合があります。また、倒産等、発行会社の財務状態の悪化により元本損失を生じる場合があります。
- 投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資 1 単位当りの価値が変動します。したがって、お客さまのご投資された金額を下回ることもあります。
- 投資信託にご投資いただくお客様には、銘柄毎に設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等をご負担いただきます。
- 株式、債券および投資信託のリスクにつきましては、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

今村証券株式会社

金融商品取引業者 北陸財務局長 (金商) 第 3 号
日本証券業協会加入