

## 三協立山（5932）

担当 近藤 浩之

レーティング： NEUTRAL (2017/7/21) → NEUTRAL

建材事業の業績悪化。販売量、原材料高が懸念材料。

	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1四半期累計期間										
連 16/6-8	74,734	-5.7	713	365.1	610	501.5	174	-	5.55	-
連 17/6-8	75,625	1.2	263	-63.0	501	-17.8	195	12.2	6.23	-
株価(2017/10/18)			1,606	円						
発行済み株式数(17/8末)			31,554	千株						
自己株式数(17/8末)			169	千株						
時価総額			50,677	百万円						
企業価値(EV)			99,868	百万円						
ROE(17/5実績)			2.7	%						
予想配当利回り			2.2	%						
予想PER			25.2	倍						
BPS(17/5実績)			2,601.01	円						
PBR			0.6	倍						
CFPS(17/5実績)			227.6	円						
PCFR			7.1	倍						
EV/EBITDA(17/5実績)			6.0	倍						

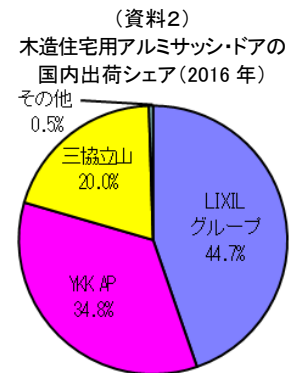
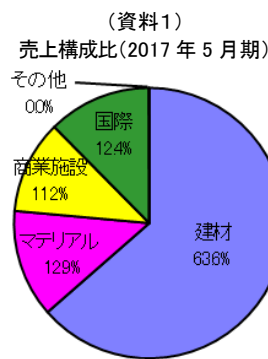


出所：三協立山、ブルームバーグ、今村証券

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20.0%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。

海外では、欧州、中国、タイにおいて、アルミニウムの自動車、鉄道、建材向けなどの鋳造・押出・加工・販売を行っている。

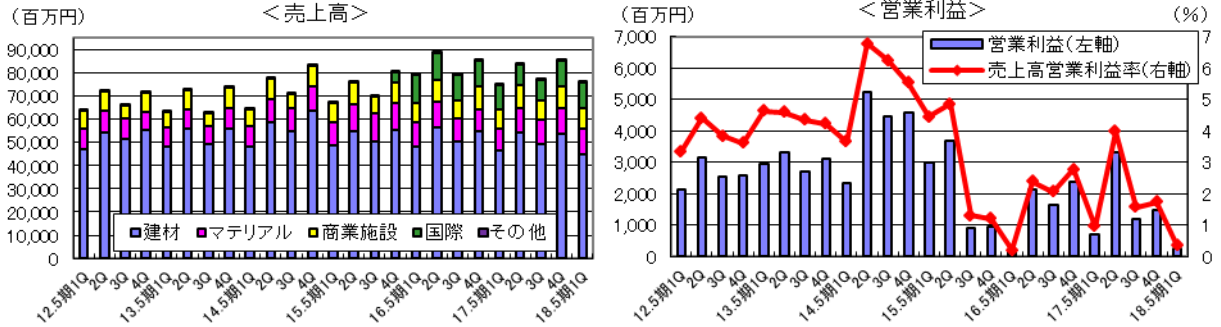


2018年5月期第1四半期は小幅増収ながら、営業利益は前年同期比▲6割強と大幅減益となった（資料3・4、出所：同社決算短信）。経常利益が同▲2割弱にとどまったのは、前年同期に計上した為替差損（2億62百万円）がなくなったためであり、純利益の増益は、法人税等の減少によるものだ。通期の会社計画に対する進捗率は、売上高で22.4%、営業利益で6.1%、経常利益で12.5%、純利益で9.8%。季節性要因で第1四半期は低調な業績になることが多いとはいえ、低水準だ。

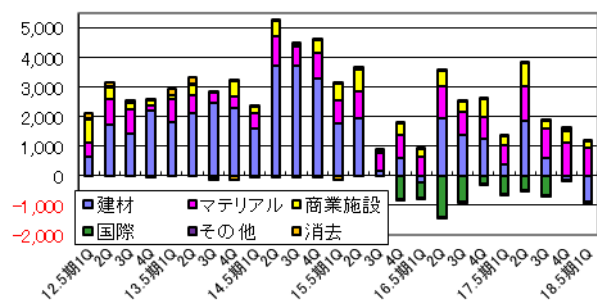
セグメント別の営業損益では、建材事業が▲8億77百万円（前年同期比▲12億65百万円）と赤字に転落したことが響いた。国際事業が▲12百万円（同+5億94百万円）と赤字幅が縮小し、マテリアル事業が9億32百万円（同+2億82百万円）と伸びたものの、建材事業の悪化をカバーできなかった。

第2四半期以降は建材事業の改善が求められる。もっとも、懸念材料が散見される。今村証券では7月に今期の連結営業利益を「35億円」と、会社計画（43億円）を下回ると予想したが、この予想を据え置く。以下で、各セグメントの第1四半期実績と今後の見通しをまとめる。

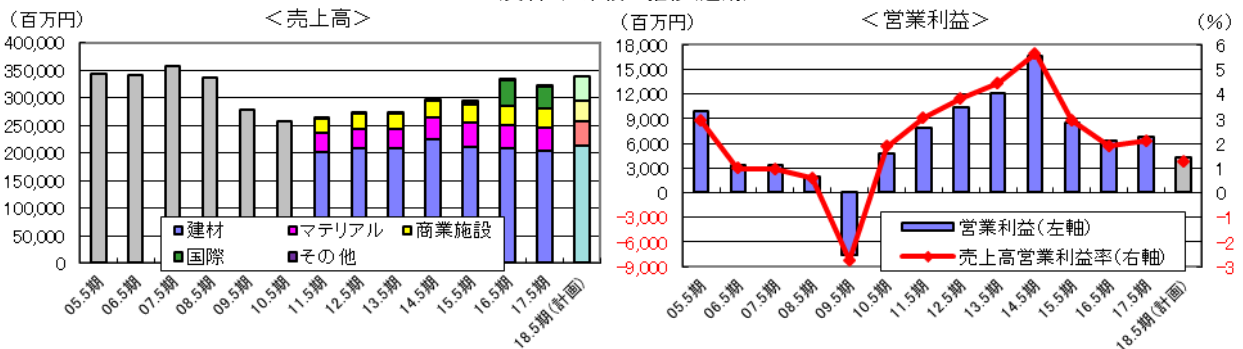
(資料3) 業績の推移(四半期)



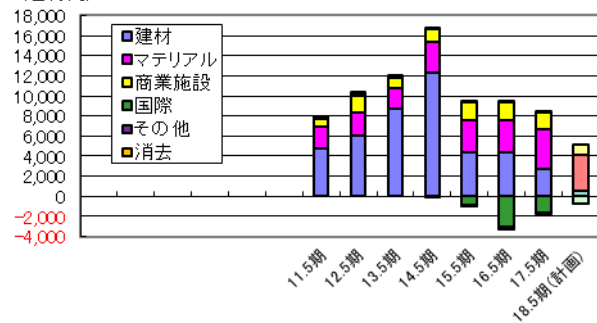
(資料3) 業績の推移(四半期) (続)



(資料4) 業績の推移(通期)



(資料4) 業績の推移(通期) (続)

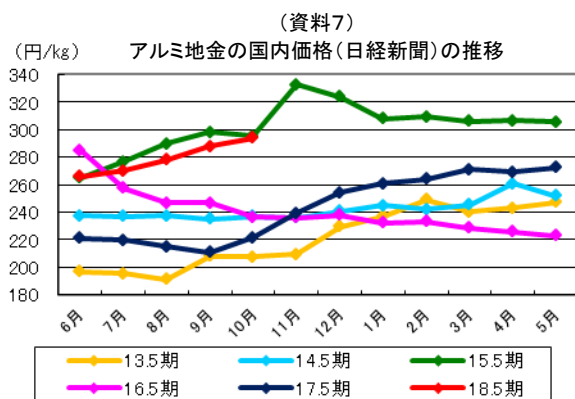
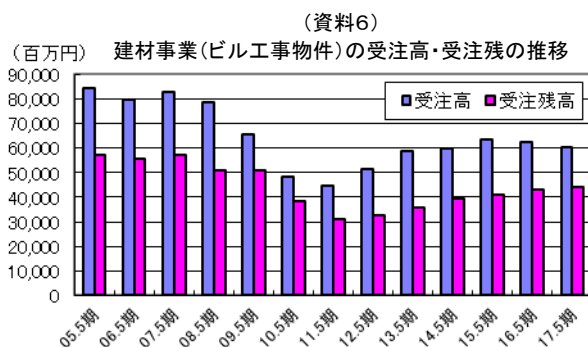
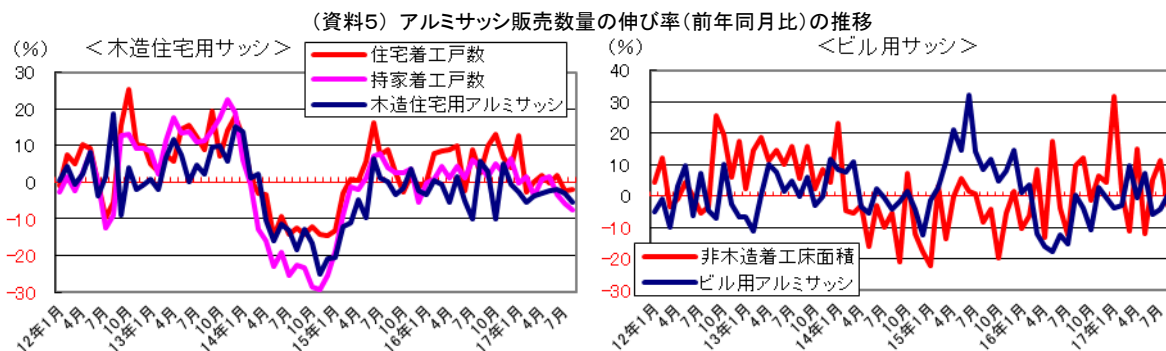


## ・ 建材事業

懸念材料は、①販売量、②原材料価格一である。今期の会社計画は、①販売量…住宅向けは基幹サッシ（アルミ樹脂複合サッシ「ALGEO（アルジオ）」）、リフォーム向けドアの拡販、高層ビル用の出荷本格化によって90.8億円（前期比+4.5%）の増収一、②原材料価格…主原料であるアルミ地金の値上がり18億円の減益要因一、加えて、拡販に伴って販促費が嵩む一との見通しだ。

第1四半期の売上高は448億55百万円（前年同期比▲15億92百万円）だった。主力の住宅向けでは、今年1-8月の持家の着工戸数が減少し、かつ、価格競争が激化して、シェアが奪われた。受注残高が増えたビル向けでは、高層ビル用の出荷が本格化しておらず、中低層ビルの案件は減っている（資料5、出所：国土交通省・経済産業省）（資料6、出所：同社有価証券報告書）。足元では「ALGEO」の販売が伸び、下期に高層ビル用の出荷が本格化するとしているが、価格競争が激しいなかでは強気の印象を受ける。

アルミ地金価格は昨年9月を底として値上がりに転じた（資料7、出所：日本経済新聞・一般社団法人日本アルミニウム協会）。これを背景に、会社計画で利益押し下げ要因に挙げ、第1四半期においても1億円の押し下げ要因になった。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、今後押し下げ額が拡大する。また、現在のアルミ地金価格は会社計画の前提（270円/kg）を上回る290円/kg程度であり、会社計画以上の悪影響を及ぼしそうだ。



(注) 17年10月は、1～17日の平均。

## ・ 国際事業

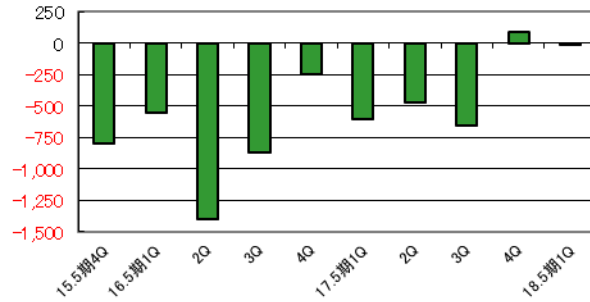
第1四半期は欧州子会社 STEP-G の収益が改善した（資料8、出所：同社決算短信）。増収、収益改善の推進、前年同期に計上した買収に係る税負担がなくなったことが要因だ。

STEP-G は2015年5月期末の買収直後から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た。その後、受注活動を強化し、足元では

鉄道分野の受注が徐々に回復に向かい、自動車分野の受注も増加している。生産の効率化や原価管理の強化といった収益改善も推進した。今期の国際事業の会社計画（営業損益▲7億円）の達成に向けて順調に進んでいる模様だ。

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。

(資料8) 国際事業の営業損益の推移(四半期)



・ マテリアル事業・商業施設事業

会社計画では、両事業ともに受注が堅調であるのに対して、将来的な売上拡大を狙って設備投資、人員の増強などを実施することから費用が高む一としてしている。

第1四半期は、マテリアル事業の好調が目立つ。一般機械分野の受注が好調で、輸送分野も伸び、売上高は109億69百万円（前年同期比+15億38百万円）となった。この好調さは今後も続きそうだ。

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、売上高は86億75百万円（同+1億90百万円）だった。来年1月には、コクヨ（7984 東証1部）のストア事業（店舗用什器の製造・販売等）を承継する。同社の商業施設事業と同業のストア事業は取引先への高い提案力を有しており、これを活用して事業拡大を狙う。今期業績へのインパクトは軽微で、売上高で30-40億円（連結売上高の0.9-1.2%相当）、営業利益では買収に係る費用があるためにゼロと想定される。

以上をまとめると、第2四半期以降もマテリアル事業の受注好調はあるものの、建材事業が足を引っ張る。そのため、今期の営業利益は「35億円」と、会社計画（43億円）を下回るとみている。

来期は、マテリアル事業、商業施設事業では設備投資、人員増強の効果、国際事業では黒字化が期待されるだけに、建材事業の販売量が回復に向かうかが鍵を握る。

株価は、この数カ月1,500~1,600円台での推移が続いている。建材事業の懸念が残る一方で、PBRや配当利回りからみた割安感が下支えすると考え、投資判断はNEUTRALを継続する（資料9、出所：各社決算短信）。

(資料9) 同業他社との業績・投資指標の比較

	株価 (17/10/18)	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)	1,606	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	2,601.01	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	25.2	-	35.00	2.2
LIXILグループ (5938・東1)	3,065	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	1.6	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	20.5	-	60.00	2.0
不二サッシ (5940・東2)	110	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	11.6	-	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ヵ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及び妥当性、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ありませんので、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