

## 三協立山 (5932)

担当 近藤 浩之

レーティング: **NEUTRAL** (2020/7/17) → **NEUTRAL**

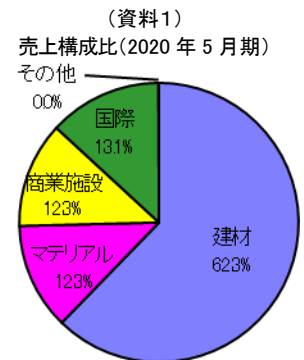
建材低調、海外不振で、今期営業利益は12期ぶりの低水準見通し。

	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 17/5	320,817	-3.4	6,713	7.4	6,842	26.8	2,122	-	67.61	35.00
連 18/5	328,409	2.4	1,201	-82.1	1,536	-77.5	-731	-	-23.31	15.00
連 19/5	337,789	2.9	738	-38.6	616	-59.9	-1,419	-	-45.24	15.00
連 20/5	313,691	-7.1	2,015	173.0	1,611	161.6	-1,533	-	-48.89	15.00
連 21/5(予)	289,000	-7.9	300	-85.1	-	-	-	-	-	-
第1四半期累計期間										
連 19/6-8	75,066	-5.4	-437	-	-517	-	-1,649	-	-52.59	-
連 20/6-8	66,378	-11.6	-262	-	126	-	-603	-	-19.25	-
株価(2020/10/15)			955 円							
発行済み株式数(20/8末)			31,554 千株							
自己株式数(20/8末)			190 千株							
時価総額			30,135 百万円							
企業価値(EV)			80,183 百万円							
ROE(20/5実績)			-2.0 %							
予想配当利回り			- %							
予想PER			- 倍							
BPS(20/5実績)			2,390.00 円							
PBR			0.4 倍							
CFPS(20/5実績)			298.3 円							
PCFR			3.2 倍							
EV/EBITDA(20/5実績)			7.1 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、シェア1位のLIXILグループ(5938 東証1部)、同2位のYKK AP(非上場)、同3位の同社でほぼ独占の状態にある。

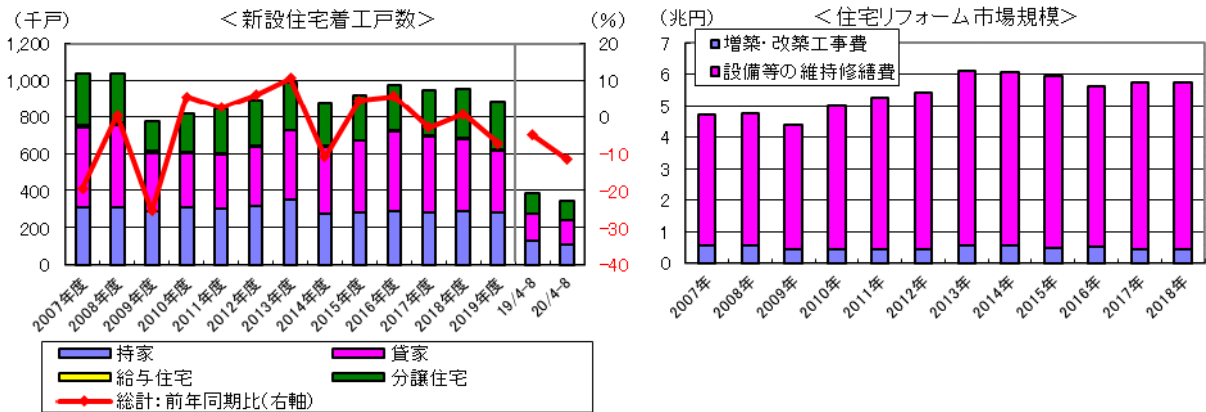
非建材分野では、アルミニウムやマグネシウムの鋳造・押出・加工・販売を行うマテリアル事業、店舗用汎用陳列什器の販売、規格看板・その他看板の製造・販売などの商業施設事業がある。海外(国際事業)では、欧州、中国、タイにて自動車、鉄道、建材向けなどのアルミニウムの鋳造・押出・加工・販売を行っている。



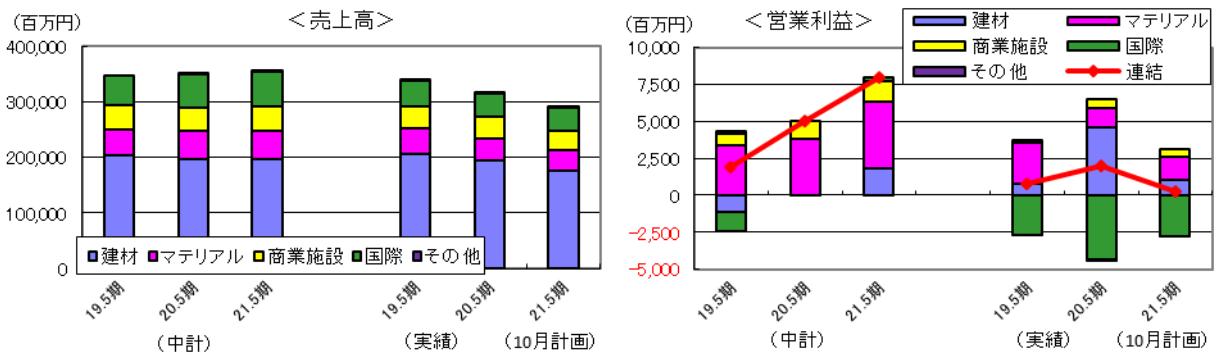
建材事業は新設住宅着工戸数の低迷や住宅リフォーム市場規模の横ばい推移を背景に競争激化に直面している(資料2、出所:国土交通省・公益財団法人住宅リフォーム・紛争処理支援センター)。加えて、ビル向け建材は東京オリンピック前に予定されていた案件が一巡して端境期にある。生産性の向上、低頻度品や不採算商品の集約、値上げ、エクステリア製品(フェンス・カーポート等)などの強化を進めるが、業績は低調だ。

2018年に公表した中期経営計画において堅調・改善を見込んでいた非建材分野と国際事業も計画を下回る(資料3、出所:同社決算短信・決算説明資料)。マテリアル事業は米国発の貿易問題や中国経済の減速一、商業施設事業はコンビニエンスストアなど小売店舗の新規出店抑制一、国際事業は欧州経済の減速一が響く。前期第4四半期会計期間からは新型コロナウイルス感染拡大による悪影響も受けている。

(資料2) 新設住宅着工戸数・住宅リフォーム市場規模の推移



(資料3) 中期経営計画(2018年公表)との比較



2021年5月期第1四半期業績は2桁の減収、第1四半期としては3期連続の営業赤字だった(資料4、出所：同社決算短信・決算説明資料)。減収額(86億88百万円)の内、約70億円が新型コロナウイルス感染拡大に伴う受注減少の影響とし、消費税率引き上げ前の駆け込み需要からの反動減、東京オリンピック前に予定されていた案件の一巡なども減収要因となった。マテリアル事業の減収率が23.3%と最も大きく、国際事業が16.0%、建材事業が9.8%落ち込んだ。利益面では、販管費の抑制や生産効率化に努め、原材料価格が下落したものの、減収影響を吸収するには至らず、商業施設事業が黒字に転じた一方で、国際事業が赤字継続、建材事業が赤字転換した。経常損益の黒字転換は、為替差損益の改善(前年同期比+3億49百万円)、助成金収入の増加(同+1億98百万円)が寄与した。

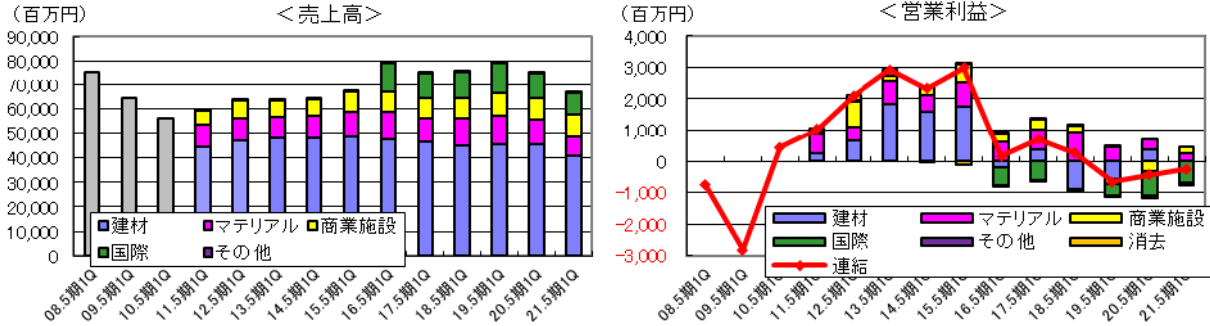
期初に「未定」としていた通期の会社予想は約8%の減収、8割強の営業減益との見通しを示した(資料5、出所：同社決算短信・決算説明資料)。営業利益見通し(3億円)は2009年5月期(▲76億42百万円、当時三協・立山ホールディングス)以来の低水準である。新型コロナウイルス感染拡大に伴う売上減少を200億円と見込んでおり減収影響が大きく、展示会再開や貸倒引当などにより販管費の抑制効果も薄れると見込む。

- ・ 建材事業…経済産業省生産動態統計によると、住宅用サッシとアルミニウムエクステリアの販売数量は5月に前年同期比▲2割超となり、6～8月も前年同月を下回っている(資料6、出所：国土交通省・経済産業省)。今後も雇用・所得環境の弱さや先行き不透明感の高まりから、受注減少が続くと予想だ。
- ・ 国際事業…輸送分野や機械分野の受注減少が続いていた欧州事業で、独フォルクスワーゲングループの電気自動車向けバッテリーフレーム用部材など新規案件の受注拡大を見込む(資料7、出所：ブルームバーグ)。それでも黒字化のために必要な受注量には足りない。
- ・ マテリアル事業…中国経済の回復を受けた一般機械分野の改善が見込まれている。
- ・ 商業施設事業…第1四半期は小売業の省人化・省力化投資需要が押し上げた。第2四半期以降

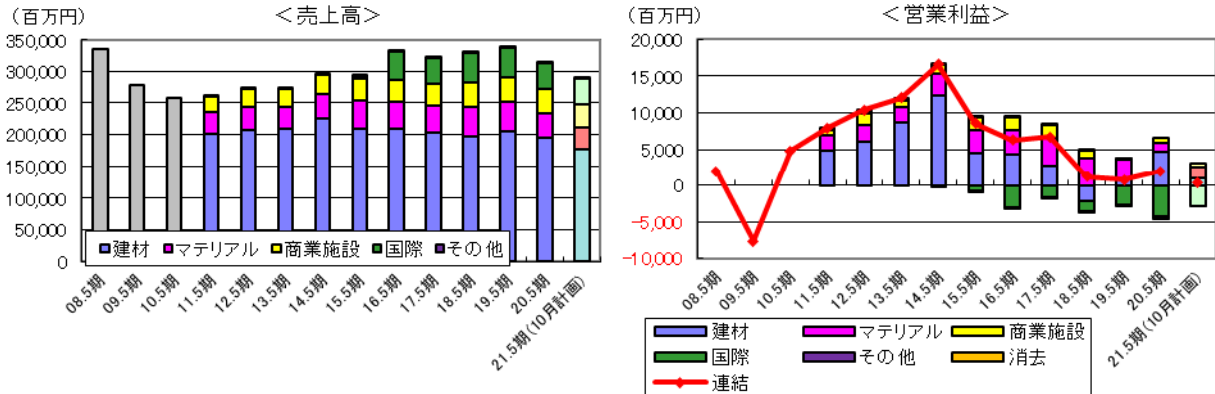
はこの需要がなくなる見通しだ。

経常利益と純利益については「未定」で据え置き、収益改善施策、欧州事業の改革などに関連する費用等を算定した上で第2四半期決算発表時に公表するとした。配当金は中間がゼロ（前年同期比▲10円）、期末が未定の見通しとなった。

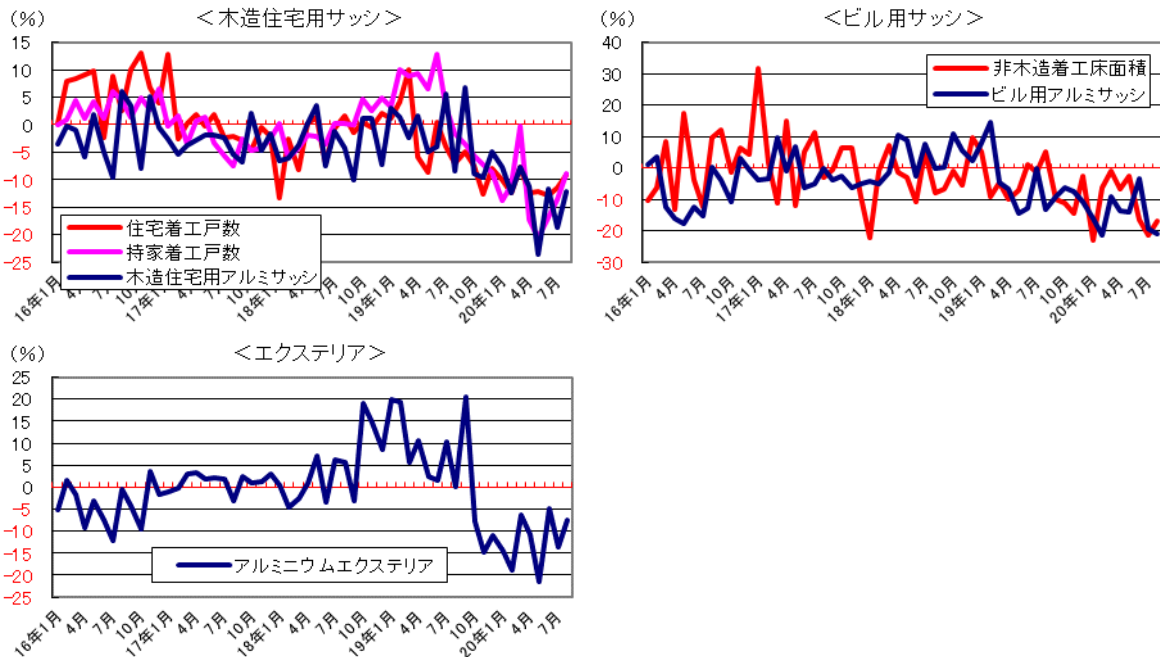
(資料4) 業績の推移(第1四半期)



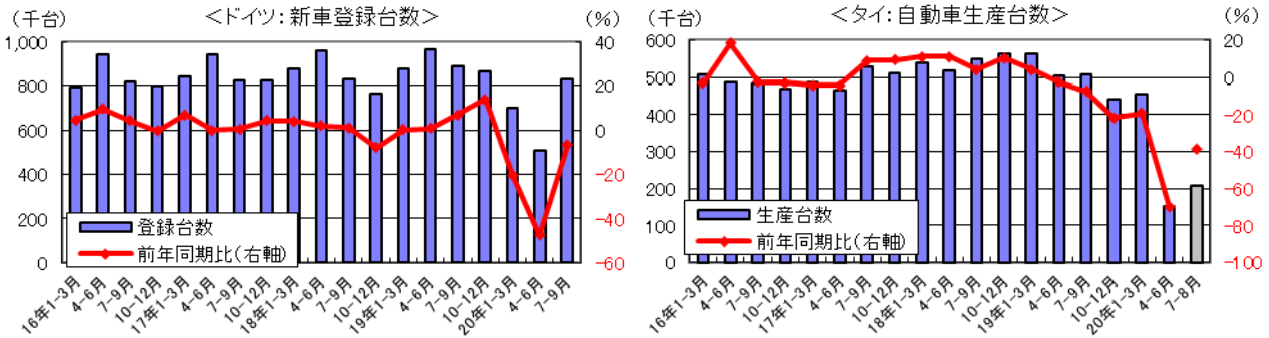
(資料5) 業績の推移(通期)



(資料6) アルミ製建具販売数量の伸び率(前年同月比)の推移



(資料7) ドイツ・タイの自動車市場の推移

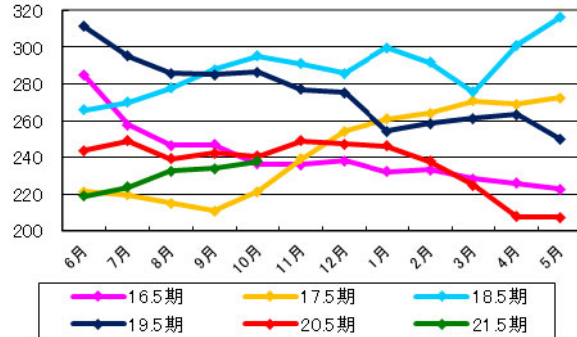


当面は受注状況を注視したい。非建材事業や国際事業は最悪期を脱しつつあるようだが、建材事業の低調をカバーできるようになるには時間を要しそうだ。また、主原料であるアルミ地金価格の動向にも注意が必要だ。アルミ地金価格は240円/kgを超え、今期の会社前提(236円/kg)を上回った(資料8、出所:日本経済新聞)。価格変動が同社の業績に影響を及ぼすまでにはタイムラグがあり、すぐに利益を押し下げることはないが、値上がりが続けば悪影響を及ぼしかねない。

株価は上値が重く、昨年末から2割強安い水準にとどまる。投資判断はNEUTRALを継続する。

(資料8)

アルミ地金の国内価格(日経新聞)の推移



(注) 20年10月は1~15日の平均。

### 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	小松支店 : 0761-23-1525
弥生支店 : 076-242-2122	加賀支店 : 0761-73-3133
七尾支店 : 0767-52-3122	富山支店 : 076-432-2131
高岡支店 : 0766-26-1770	砺波支店 : 0763-33-2131
福井支店 : 0776-22-6644	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 1.201750% (税込) (1.201750% に相当する金額が 2,612 円未満の場合は 2,612 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 0.990% (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