

三協立山（5932）

担当 近藤 浩之

レーティング： NEUTRAL (2018/1/24) → NEUTRAL

建材事業、海外事業の業績悪化。

	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)	336,000	4.7	2,500	-62.8	2,800	-59.1	1,200	-43.5	38.24	-
第3四半期累計期間										
連 16/6-17/2	235,484	-4.6	5,242	34.8	5,329	67.5	3,202	141.0	102.02	-
連 17/6-18/2	241,130	2.4	848	-83.8	1,309	-75.4	228	-92.9	7.28	-
株価(2018/4/11)			1,616	円						
発行済み株式数(18/2末)			31,554	千株						
自己株式数(18/2末)			175	千株						
時価総額			50,992	百万円						
企業価値(EV)			101,406	百万円						
ROE(17/5実績)			2.7	%						
予想配当利回り			-	%						
予想PER			42.3	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						

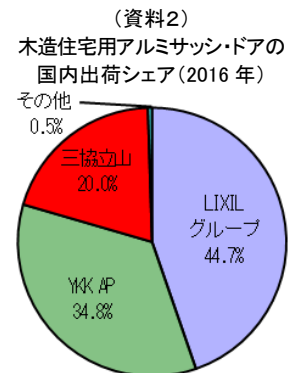
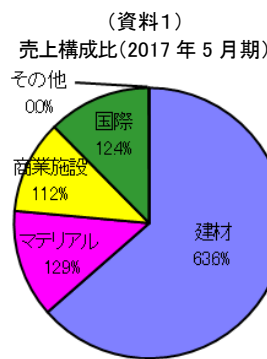


出所：三協立山、ブルームバーグ、今村証券

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。



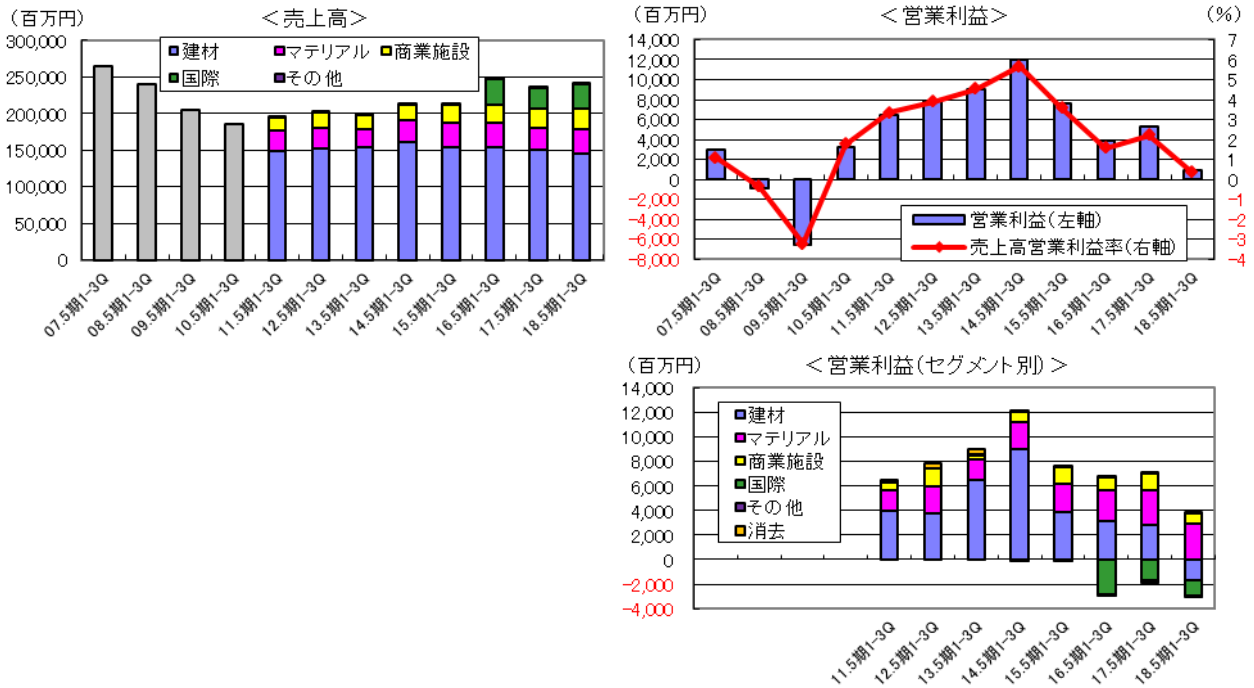
2018年5月期第3四半期は小幅な増収だったのに対して、営業利益は8割強もの減少となった（資料3・4・5、出所：同社決算短信）。四半期ベースでは、第3四半期会計期間（2017年12月-2018年2月）の営業損益が▲8億48百万円と、三協・立山ホールディングス時代の2009年3-5月期以来、約9年ぶりに赤字に転落した。セグメント別でみると、第3四半期累計期間、第3四半期会計期間ともに、建材事業の営業損益が大きく落ち込み、国際事業の営業赤字額は第3四半期までに通期の会社計画を上回った。建材事業は①競争激化、②原材料価格の高騰一、国

際事業は①原材料高、②生産性の悪化一が利益を押し下げた。

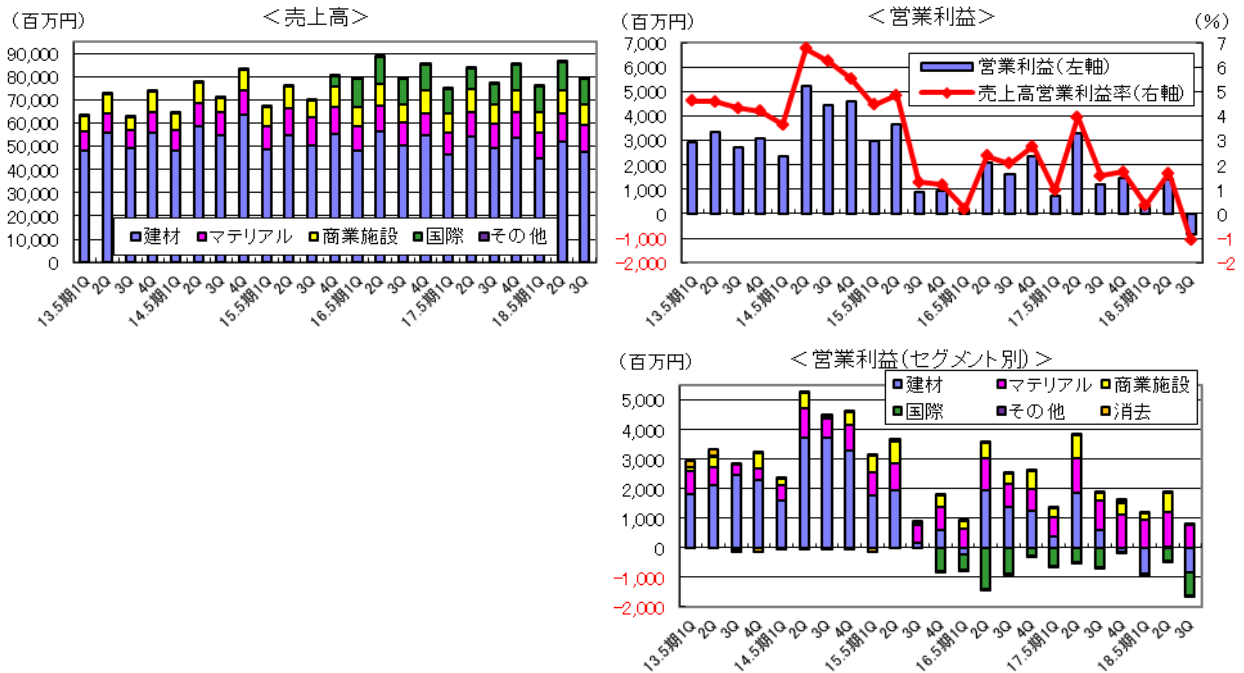
通期見通しは1月に下方修正した内容から変更していない。もっとも、今村証券では一段の不振を予想する。来期についても、建材事業の厳しい市場環境を背景に利益水準はとどまるとみる。

以下で、セグメント別に現状と見通しをまとめる。

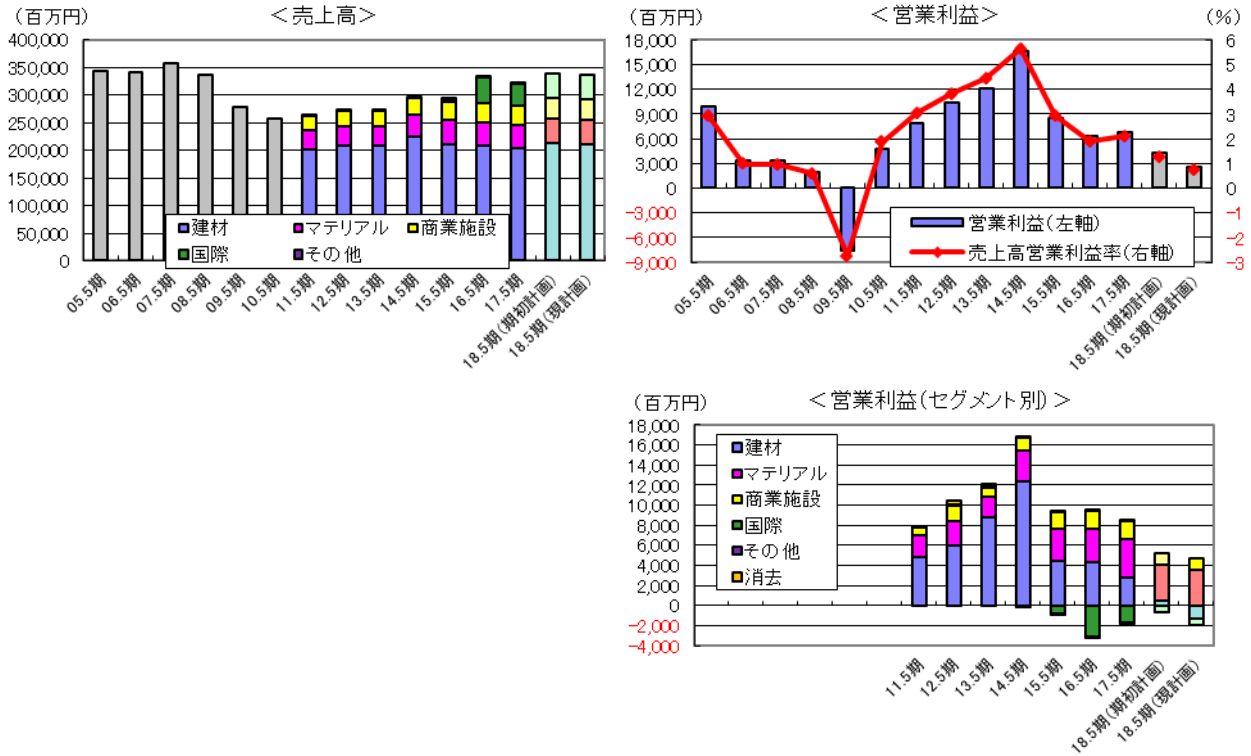
(資料3) 業績の推移(第3四半期累計期間)



(資料4) 業績の推移(四半期)



(資料5) 業績の推移(通期)



○ 建材事業

・ 今期

同事業の営業損益は、第3四半期累計期間で▲16億98百万円(前年同期比▲45億42百万円)、第3四半期会計期間で▲8億40百万円(同▲14億54百万円)だった。競争激化、原材料価格の高騰が響いた。

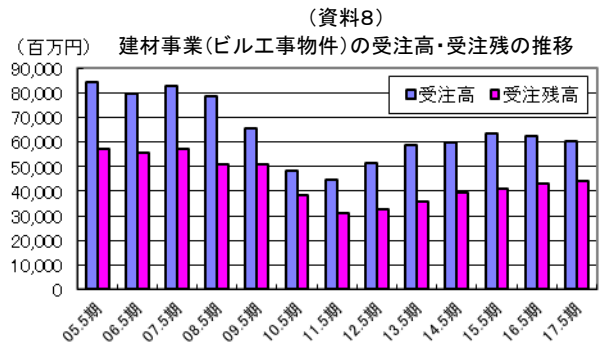
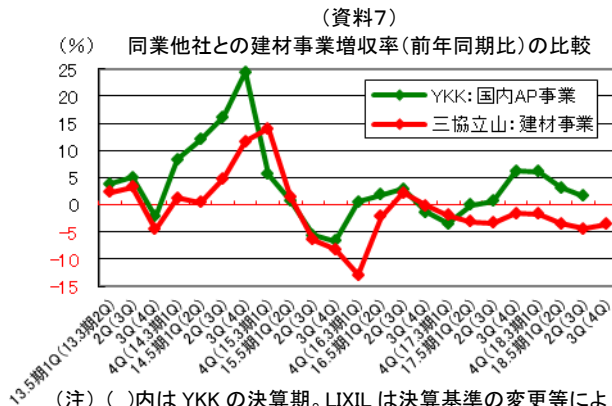
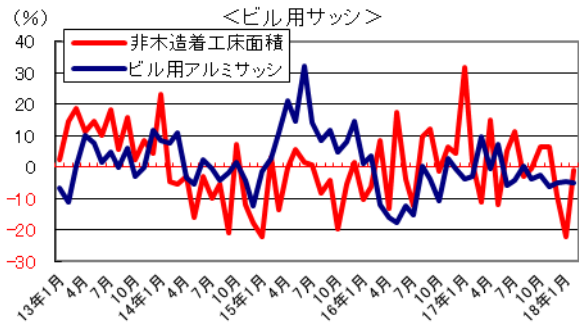
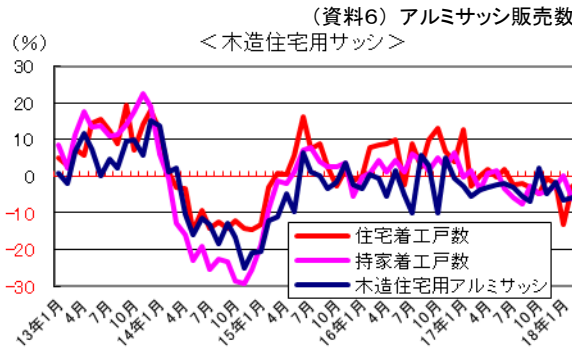
主力の住宅向けは市場環境が悪化している。2017年の持家の着工戸数が前年比▲2.7%、今年1-2月が前年同期比▲3.1%と減少するなか、価格競争が激しい。同社は高機能住宅向けへアルミ樹脂複合サッシ「ALGEO(アルジオ)」の拡販や、玄関ドア、エクステリア製品(カーポート等)なども合わせた提案、高機能住宅ではないボリュームゾーンへの営業強化一などの対策を講じているものの、販売減少が続く(資料6、出所:国土交通省・経済産業省)(資料7、出所:同社決算短信・YKKグループ決算説明資料)。また、ビル向けは首都圏の再開発案件などで受注残高が増えているが、出荷が本格化していない(資料8、出所:同社有価証券報告書)。

主原料であるアルミ地金の高騰も追い討ちをかけた。最大のアルミ生産国である中国の減産計画、好調な世界景気を映した需要の拡大を受けて、アルミ地金は今年1月まで1年以上値上がり続けた(資料9、出所:日本経済新聞・一般社団法人日本アルミニウム協会)。競争激化の環境下では価格転嫁ができず、利益を圧迫した。2月以降は値下がり転じたとはいえ、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り、第4四半期でもマイナスに働くとみられる。

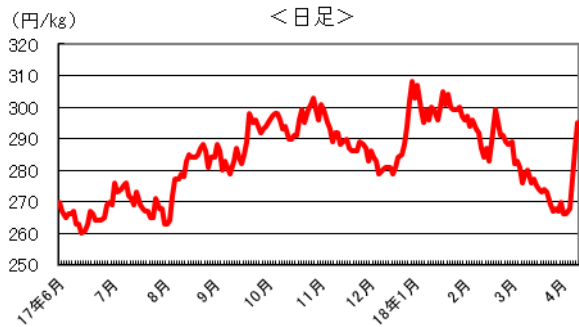
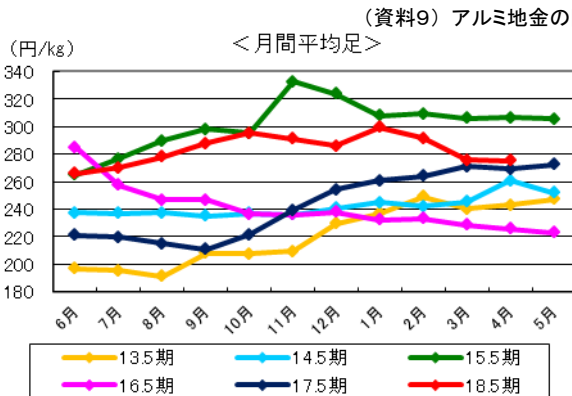
・ 来期

販売量については、ビル向けの出荷が本格化する見通しながら、住宅向けは不透明感が残る。販売拡大に向けて、エクステリア製品、室内建材の拡販など、追加の対策を講じる方針だが、価格競争という環境は変わりそうもない。

アルミ地金価格は足元で再び上昇している。この水準が続くとすれば、利益改善にはつながらない。



(注) ()内はYKKの決算期。LIXILは決算基準の変更等により算出が困難のため非表示。



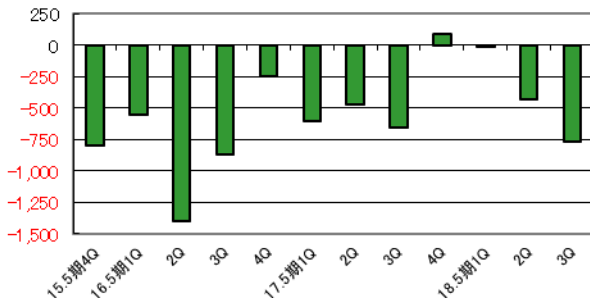
(注) 月間平均足の18年4月は、1~11日の平均。

○ 国際事業

・ 今期

第3四半期累計期間の営業損益は▲12億11百万円(前年同期比+5億20百万円)で、通期の会社計画(▲7億円)を上回る赤字となった。なかでも、第3四半期会計期間が▲7億69百万円(前年同期比▲1億17百万円)に落ち込んだ(資料10、出所: 同社決算短信)。赤字が膨らんだ要因は、欧州子会社STEP-Gにおける原材料高や、生産性の

(資料10) 国際事業の営業損益の推移(四半期)



悪化である。STEP-Gは受注量が回復したものの、その生産過程でロスが発生した。第4四半期会計期間での大幅な利益改善は見込めず、通期では会社計画に達しそうにない。

・ 来期

営業損益を「ゼロ」まで改善する目標を掲げる。受注量の増加、生産性の改善が不可欠となり、生産性の問題が解消しなければ、赤字幅が縮小に向かっても「ゼロ」までの改善は難しい。

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輛用部材の受注で成果が見えてきたようだ。車両の軽量化、燃費向上への取り組みとして、鉄が使われている部品のアルミへの置き換えニーズに対応する。ただ、売上計上までには時間を要するため、来期業績への貢献はわずかだろう。

○ 商業施設事業

第3四半期累計期間の営業損益は8億83百万円（前年同期比▲4億78百万円）で、人員増強と、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）承継に伴った販管費の増加が響いた。

コクヨのストア事業だけを捉えると、2017年12月期の売上高は99億28百万円、営業利益は2億80百万円であり、のれん償却負担なども踏まえると利益の押し上げ効果は小さい。しかし、コクヨのストア事業は取引先への高い提案力を有しており、このノウハウを吸収することで、事業拡大、収益性の向上を図っていく。

既存事業では小売店の出店、改装需要の取り込みの継続、人員増強の効果が見込める。

○ マテリアル事業

セグメント別で唯一、第3四半期累計期間の営業損益が前年同期から増えた（29億1百万円（前年同期比+1億円））。一般機械分野の受注が好調、輸送分野も伸び、設備投資、販管費の増加を補った。足元では受注量の伸びが鈍化した。深刻化する人手不足が需要を喚起し、自動化、省力化、効率化に対する企業の投資意欲は旺盛で、好調が続くようだ。

以上から、今期は第4四半期会計期間（2018年3-5月）も厳しい状況が続くとみる。今村証券では通期の営業利益が10億円（前期比▲85%）程度となり、会社計画（25億円）から15億円程度下振れると予想する。

来期の利益水準も低いままであろう。国際事業の赤字縮小、国内の非建材分野の堅調を見込む一方で、建材事業は競争激化が重荷となる。売上増加、収益性の改善へあらゆる対策を講じることが期待される。

株価は、安値圏での横ばいの動きである。今期、来期の業績予想から、この動きが続くとみて、投資判断はNEUTRALを継続する（資料11、出所：各社決算短信）。

（資料11）同業他社との業績・投資指標の比較

	株価 (18/4/11)		売上高 (百万円)			営業利益 (百万円)			経常利益 (百万円)			純利益 (百万円)			EPS (円)	予想 PER (倍)	BPS (円)	PBR (倍)	配当金 (円)	予想配当 利回り (%)
			連	伸び率 (%)	連	伸び率 (%)	連	伸び率 (%)	連	伸び率 (%)	連	伸び率 (%)	連	伸び率 (%)						
三協立山 (5932・東1)	1,616	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	-	0.6	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						
		連18/5(予)	336,000	4.7	2,500	-62.8	0.7	2,800	-59.1	0.8	1,200	-43.5	0.4	38.24						
LIXILグループ (5938・東1)	2,376	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	-	1.2	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						
		連18/3(予)	1,667,000	-6.7	82,000	21.4	4.9	92,000	39.4	5.5	55,500	30.6	3.3	192.31						
不二サッシ (5940・東2)	98	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	-	0.7	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						
		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						

(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