

三協立山（5932）

担当 近藤 浩之

レーティング： NEUTRAL (2018/10/15) → NEUTRAL

来期にかけ業績改善見込みも収益性は依然低水準か。

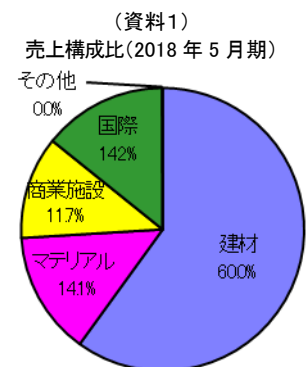
	売上高 (百万円)	伸び率 (%)	営業利益 (百万円)	伸び率 (%)	経常利益 (百万円)	伸び率 (%)	純利益 (百万円)	伸び率 (%)	EPS (円)	1株配 (円)
連 15/5	292,391	-1.0	8,541	-48.6	7,928	-49.0	5,949	-53.1	189.43	35.00
連 16/5	332,168	13.6	6,251	-26.8	5,395	-32.0	94	-98.4	2.99	35.00
連 17/5	320,817	-3.4	6,713	7.4	6,842	26.8	2,122	-	67.61	35.00
連 18/5	328,409	2.4	1,201	-82.1	1,536	-77.5	-731	-	-23.31	15.00
連 19/5(予)	347,000	5.7	1,900	58.2	2,000	30.1	200	-	6.37	15.00
第2四半期累計期間										
連 17/6-11	161,820	2.2	1,696	-58.0	2,026	-49.9	1,165	-42.6	37.13	15.00
連 18/6-11	170,029	5.1	1,216	-28.3	1,445	-28.7	219	-81.2	6.99	10.00
株価(2019/1/21)			1,392	円						
発行済み株式数(18/11末)			31,554	千株						
自己株式数(18/11末)			179	千株						
時価総額			43,924	百万円						
企業価値(EV)			97,900	百万円						
ROE(18/5実績)			-0.9	%						
予想配当利回り			1.1	%						
予想PER			218.5	倍						
BPS(18/5実績)			2,656.60	円						
PBR			0.5	倍						
CFPS(18/5実績)			240.0	円						
PCFR			5.8	倍						
EV/EBITDA(18/5実績)			9.8	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。欧州、中国、タイでも、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。



※ 今期業績

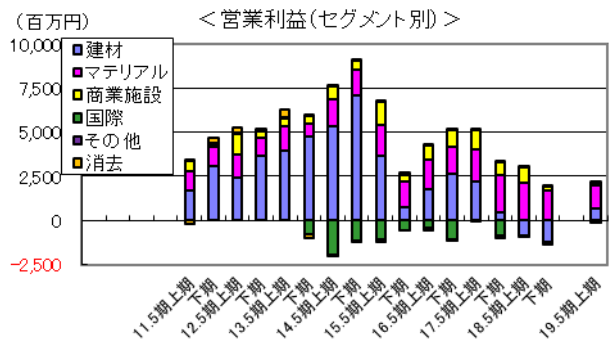
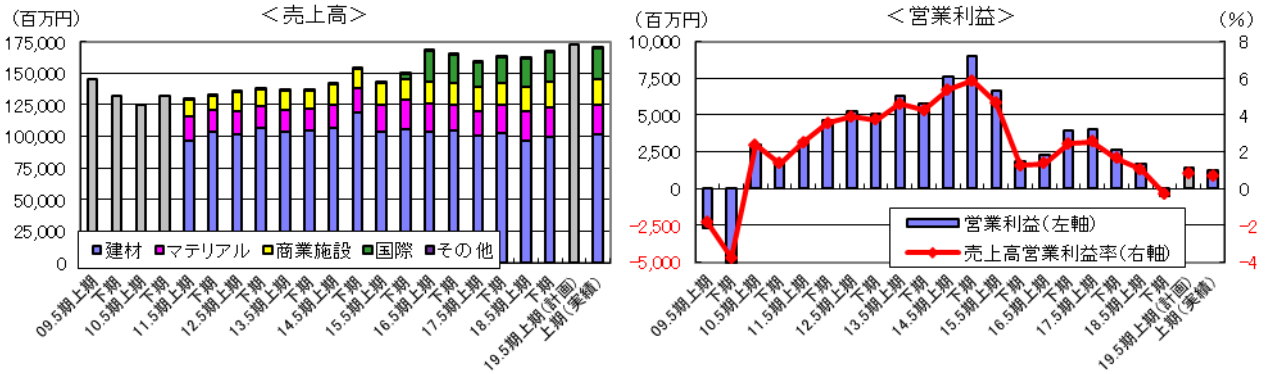
2019年5月期第2四半期は2期連続での増収減益。期初の会社予想(売上高1730億円、営業利益14億円)には届かなかったが、第1四半期会計期間(6-8月)が赤字だったのに対して、第2四半期会計期間(9-11月)は約3割の増益と持ち直した(資料2・3、出所：同社決算短信)。純利益は、法人税等の増加で減益率が大きくなった。

セグメント別では、建材事業が売上高1014億62百万円(前年同期比+46億20百万円)、営業損益6億64百万円(同+15億22百万円)一、マテリアル事業が売上高230億93百万円(同+1億57百万円)、営業損益13億32百万円(同▲7億93百万円)一、商業施設事業が売上高208億53百万円(同+17億68百万円)、営業損益1億70百万円(同▲7億14百万円)一、国際事業が売上高245億58百万円(同+16億76百万円)、営業損益▲8億83百万円(同▲4億41百万円)一だった。4事業ともに増収となり、建材事業は黒字転換し、第2四半期会計期間の増

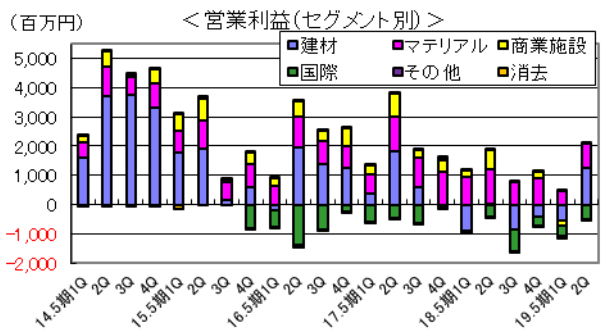
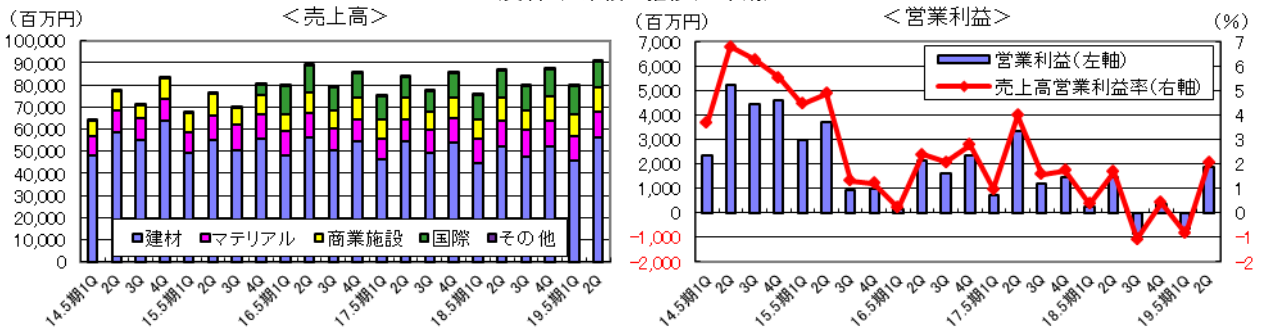
益にも寄与したが、それ以外の3事業は営業損益が悪化した。

通期見通しは据え置いた(資料4、出所:同社決算短信・決算説明資料)。下期が営業黒字に転じることで、2期ぶりの増益、最終黒字を見込む。今村証券では営業利益を25億円程と予想する。非建材分野が伸び悩む一方で、建材事業の改善が続くとみて、会社計画からは6億円上回る水準に、昨年10月時点の予想(15億円)からは10億円上方修正した。ただ、利益水準は低いままである。

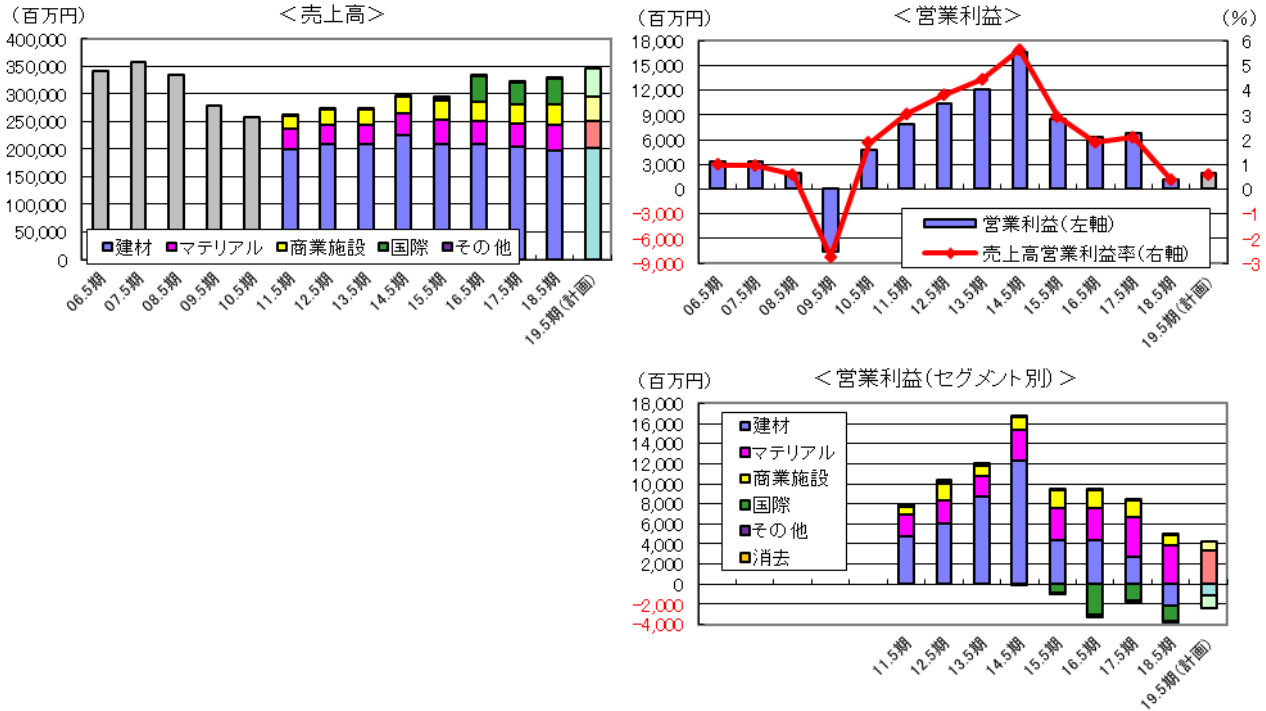
(資料2) 業績の推移(半期)



(資料3) 業績の推移(四半期)



(資料4) 業績の推移(通期)



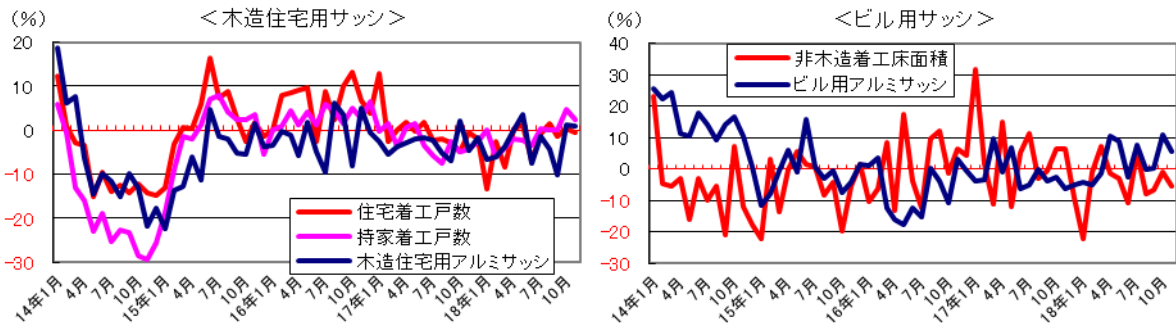
以下で、セグメント毎に上期実績、下期見通しをまとめる。

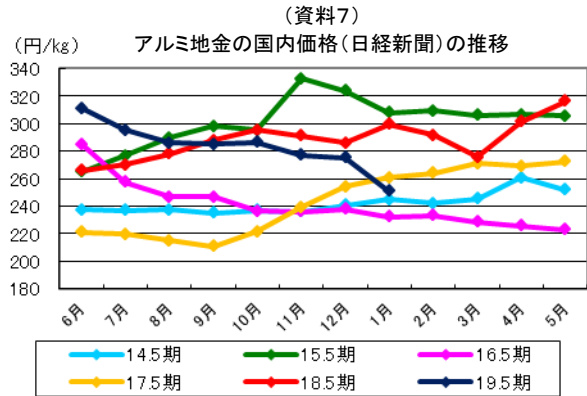
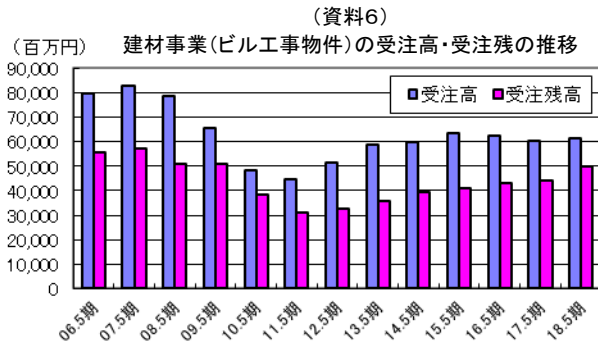
○ 建材事業

上期は3期ぶりに増収となり、利益面では、増収効果や、生産ラインの効率化、一部商品の値上げなどが奏功して黒字に転換した。下期は増収基調が継続し、カタログ改訂に伴う費用計上などが見込まれるものの、主原料であるアルミ地金の価格動向が利益押し上げ要因に転じそうだ。

- ・ 売上高…主力の住宅向けの販売は激しい価格競争のあおりを受けて落ち込み、今年10月に控える消費増税を前にした駆け込み需要はみられない。しかし、首都圏の再開発案件といった大型物件の積み増しで受注残高が増えていたビル向けの出荷量が増え始め、下期はさらに増えるだろう(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)。エクステリア製品(フェンス・カーポート等)は昨年相次いだ地震や台風での災害の復旧・復興で受注が増加している。
- ・ アルミ地金価格…月間平均でみると、昨年5月を高値に下げ、同9月からは前年同期よりも安くなり、現在は会社予想の前提(300円/kg)から1割強安い水準にある(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)。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る。そのため、上期には利益押し下げに働いたが、下期には押し上げ要因へと変わるとみられる。

(資料5) アルミサッシ販売数量の伸び率(前年同月比)の推移





(注) 月間平均足の19年1月は、1~18日の平均。

○ マテリアル事業

減益要因は売上構成の変化で、粗利益率の高い加工品の販売が減り、粗利益率が低い加工前の素材の販売が堅調だった。前期までは、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が旺盛で、加工品の販売が伸びた。今期は、米国発の貿易問題を受けた取引先の在庫調整や、大型案件の端境期であることから販売が減少している。貿易問題の不透明感が続く現状では、在庫調整が長引く可能性がある。

○ 商業施設事業

昨年1月、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)を承継した。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し、事業拡大、収益性の向上を図る方針だ。

上期は、この事業承継に伴って増収だったが、販管費の増加にもつながった。既存分野は、小売業界で労働力不足が深刻化するなかで店舗を改装し省力化するニーズの高まりを取り込んでいるようだが、総合スーパーやコンビニエンスストアの新規出店数が鈍化していることが重荷になり、物流費も嵩んだ。この傾向は、今後も続きそうだ。

○ 国際事業

タイ子会社 Thai Metal Aluminium Co., Ltd. を買収した際の契約にて「企業結合後の被取得企業の業績の達成度合いに応じて、条件付取得対価を追加で支払う」と定められていた。この契約に則って対価を支払い、増えたのれんの過去3年分を一括償却したことで、赤字幅が拡大した。この影響を除けば、赤字額はほぼ横ばいである。

増収のなかで、赤字額が横ばいなのは、タイにおける自動車分野などでの競争激化が要因である。これまで足を引っ張ってきた欧州では、鉄道や自動車などの輸送分野の受注が回復し、損益も改善しているとした。

※ 中期経営計画

昨年7月の前期決算発表と同時に、中期経営計画を発表した。3年後の2021年5月期の業績目標として「売上高3550億円、営業利益80億円」を掲げた(資料8、出所: 同社決算短信・決算説明資料)。売上高は2007年5月期(当時は三協・立山ホールディングス: 3584億円)、営業利益は2015年5月期(85億円)以来の水準となる。

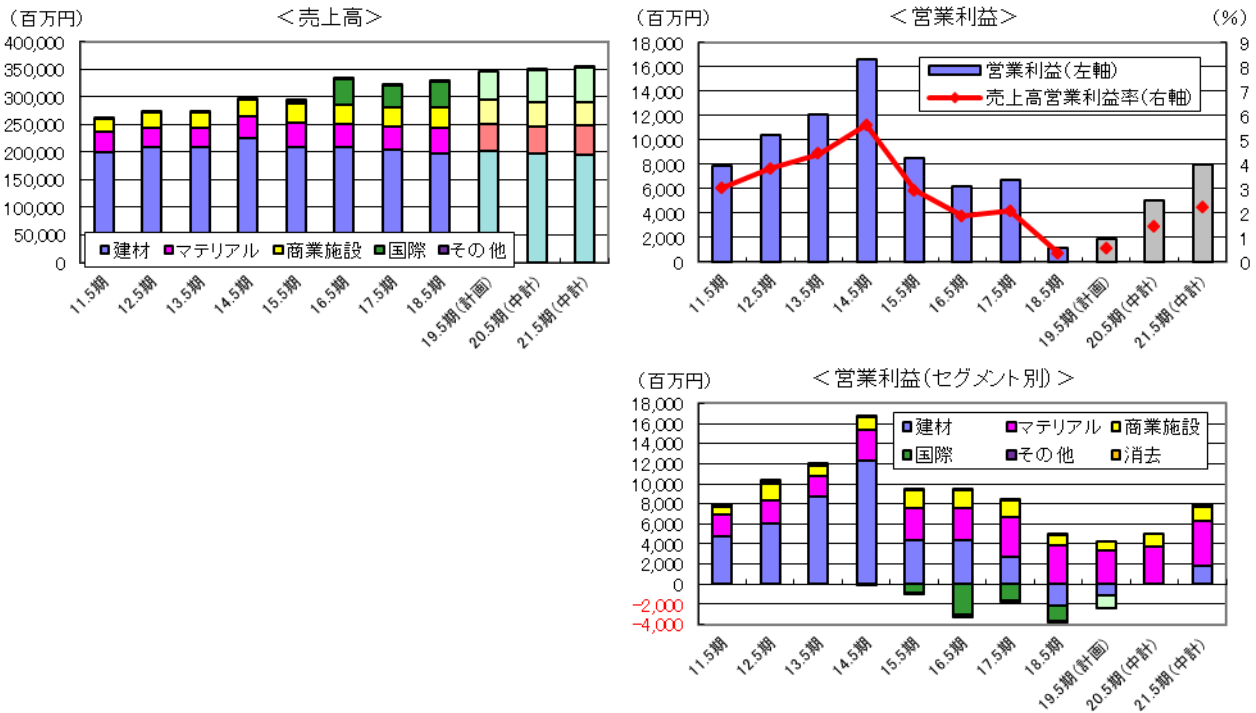
主な基本方針は次のとおりだ。

- ・ 建材事業…有力事業と位置づけるエクステリア、インテリア、ビル基幹サッシ拡販や住居改修、差別化・断熱商品に資源をシフトする。生産性の向上も図る。
- ・ 国際事業…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優先的に

取り組む。物量の確保、生産効率の向上で黒字転換を図る。

- ・ マテリアル事業…合金・大型形材・加工対応力を生かし、国内外の一体的運営の強化で、輸送分野などでグローバルでの顧客獲得を進める。
- ・ 商業施設事業…潜在ニーズを商品・サービスに具現化し、コクヨのストア事業のノウハウも融合させ、提案力を高める。
- ・ 領域の拡大…2011年から取り組んできた植物工場での野菜の製造・販売で得たノウハウである、栽培用ラック棚、給水、照明、通風などの設備を製造・販売する。製品とサービスを組み合わせた事業開発など、新しいビジネスモデルの構築も目指す。

(資料8) 中期経営計画の数値目標



○ 来期

中期経営計画における営業利益の目標は50億円である。アルミ地金の価格動向次第で左右される面はあるとはいえ、今期並みの価格であれば、目標をクリアできそうだ。建材事業は上期においてビル向け製品の出荷好調が続き、商業施設事業はコクヨのストア事業のノウハウを吸収した効果が出ると期待される。国際事業は一括償却分ののれん償却費が減り、シナジー効果の創出によって新たに受注した自動車のアルミバンパーなどの売上計上が見込まれる。

※ まとめ

株価は、昨年12月25日に2011年12月（当時は三協・立山ホールディングス）以来の安値となる1,012円を付けた。その翌日から10営業日連続で値上がりして昨年10月の水準まで戻した。第2四半期会計期間の業績改善も値上がりに寄与した。

今村証券では、前述のとおり、今期、来期と業績改善を見込む。もっとも、売上高営業利益率は今期が1%未満、来期は2%に達しないとみられ、依然として低水準であることに変わりはない。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 (19/1/21)	売上高 (百万円)	伸び率 (%)	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 (%)	
				伸び率 (%)	利益率 (%)	伸び率 (%)	利益率 (%)	伸び率 (%)	利益率 (%)	伸び率 (%)	利益率 (%)								
三協立山 (5932・東1)	1,392	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		35.00	
		連18/5	328,409	2.4	1,201	-82.1	0.4	1,536	-77.5	0.5	-731	-	-0.2	-23.31		2,656.60	0.5	15.00	
		連19/5(予)	347,000	5.7	1,900	58.2	0.5	2,000	30.1	0.6	200	-	0.1	6.37	218.5	-		15.00	1.1
LIXILグループ (5938・東1)	1,517	連17/3	1,633,229	-	69,251	-	4.2	70,514	-	4.3	42,503	-	2.6	148.01		1,902.18		60.00	
		連18/3	1,829,344	12.0	59,107	-14.6	3.2	65,100	-7.7	3.6	54,581	28.4	3.0	189.13		2,128.77	0.7	65.00	
		連19/3(予)	1,845,000	0.9	40,000	-32.3	2.2	34,000	-47.8	1.8	1,500	-97.3	0.1	5.17	293.4	-		70.00	4.6
不二サッシ (5940・東2)	82	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		1.00	
		連18/3	98,137	4.0	1,770	-32.3	1.8	1,862	-21.3	1.9	1,639	-62.3	1.7	12.99		151.84	0.5	1.50	
		連19/3(予)	100,000	1.9	700	-60.5	0.7	700	-62.4	0.7	300	-81.7	0.3	2.38	34.5	-		1.50	1.8

(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