

ホリスティック企業レポート (2384SBSホールディングス東証二部)

フォロー・レポート
2013年2月28日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済20130225

SBSホールディングス (2384 東証二部)

発行日: 2013/2/28

M&Aにより総合物流アウトソーシング会社として業界大手に急成長。先行投資負担から最終利益は今期減益、来期以降は再び成長軌道に戻り増益トレンドへ

> 要旨

◆ M&A 戦略で成長の総合物流会社

・現社長が一代で築いた大手総合物流グループ。再度拡大路線を掲げ、国際的なサード・パーティ・ロジスティクス企業集団として、連結売上高 2,000 億円の達成を目標とする。

◆ 今期最終損益は減益、来期以降は増益トレンドへ

・前期は特殊要因を考慮すれば、計画線に着地。実質的には、増収・大幅増益。

・当センターの今期予想は売上高横ばい、営業 6.9%増益だが、先行投資や一過性のコスト負担増などから純利益では 2 期連続の大幅減益へ。来期以降は、費用の正常化・合理化効果・新規プロジェクトの寄与により大幅増益を見込む。

アナリスト: 松尾十作
+81 (0) 3-6858-3216
matsuo@stock-r.org

【主要指標】

2013/2/22	
株価 (円)	965
発行済株式数 (株)	13,068,400
時価総額 (百万円)	12,611

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	7.6	10.9	7.2
PBR (倍)	0.5	0.4	0.4
配当利回り (%)	4.0	4.1	4.1

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン (%)	-16.6	-7.9	38.5
対TOPIX (%)	-18.6	-25.3	20.1

> 投資判断

◆ 今期の減益・減配予想を受け株価は下落

・先行投資負担から今期の当期純利益予想が大幅減益及び減配になるとの同社発表を受け、株価は下落。但し、PER・PBR・配当利回りなどバリュエーションでは、安値圏を示唆しダウンサイドは限定的と判断される。

◆ 株価想定レンジをやや下方に修正

・当センターでは、2015 年 3 月期の予想を新たに付け加え、これをベースに PER6~8 倍を適正レンジとし、中期的な目標株価の見直しを行った。先行投資が続くと予想されることから、前回の予想を若干下方修正し、株価目標レンジを 960 円~1,280 円とした。

【株価チャート】



【2384 SBS HD 業種:陸運券】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2010/12	119,824	3.6	4,262	47.6	4,291	14.5	2,140	7.7	175.2	1,824.9	30.0
2011/12	121,148	1.1	2,177	-48.9	1,653	-61.5	2,522	17.8	205.1	1,997.2	30.0
2012/12	127,935	5.6	2,901	33.2	2,767	67.4	1,647	-34.7	132.4	2,147.5	40.0
2013/12 CE	128,000	0.1	3,100	6.9	2,700	-2.4	1,100	-33.2	86.2	NA	30.0
2013/12 E	128,100	0.1	3,130	7.9	2,730	-1.3	1,130	-31.4	88.6	2,196.0	40.0
2014/12 E	130,100	1.6	3,550	13.4	3,050	11.7	1,710	51.3	134.0	2,290.0	40.0
2015/12 E	132,800	2.1	4,000	12.7	3,500	14.8	2,040	19.3	159.9	2,409.9	40.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想 2012年1月に1→100株の株式分割実施、EPS、BPS、配当金は分割修正後

フォロー・レポート

2/11

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

決算サマリー

> 事業内容

◆独立系の総合アウトソーシング企業、物流事業がコア

SBSホールディングス(以下同社)は、物流・マーケティング・人材・金融事業など多面的に展開。積極的なM&A戦略により業容を拡大し、企業間物流、特に3PL(物流一括受託)に経営資源を集中。事業ポートフォリオを見直し、今日のビジネス基盤を構築した。特に冷蔵・冷凍食品輸送は、同社グループの柱の一つで国内屈指のポジションにある。売上高が1,000億円を超える総合物流企業グループへと成長してきた。

◆ワンストップサービス・金融事業のノウハウが強み

同社は純粋持株会社であり、傘下に連結子会社24社を有する。同社グループは、調達、生産、販売からリサイクルまでクライアント企業のサプライチェーン全域において、輸配送、保管、梱包、倉庫・物流センター運営、流通加工、輸出入、物流情報システム、国際物流、3PLに至るまであらゆる物流関連機能の提供を事業としている。同グループの企業が相互に連携することにより、良質なワンストップサービスと付加価値を生み出している。異なる文化や社風を持つ会社が有機的に連携・一体化し成長すること、金融事業に精通したスタッフを有する物流会社である点がグループの特長かつ強みである。

M&A・海外展開・3PLで、国内陸運業界トップ10入り、連結売上高2,000億円の達成を目標とする独立系企業

◆積極的な事業展開

国内物流市場は成熟化しつつある。今後はさらなるM&Aに加え、3PLや物流施設開発の強化、アジアを中心に国際物流網の構築を積極的に進めるなど再度拡大路線を掲げ、国際的なサード・パーティ・ロジスティクス企業集団として、「日本国内の陸運業界トップ10入り、連結売上高2,000億円の達成」を目標としている。

> 決算概要

特殊要因を除いた実質ベースでは、前期の売上高及び収益は、ほぼ想定線

◆前2012年12月期

物流業界は、荷動きの低迷や顧客からの値下げ要求、同業者間の競争激化、燃料価格上昇など厳しい環境だった。同社は前々期に実施したM&Aによるグループ企業の増加(インドの国際物流企業であるAtlasLogistics Pvt. Ltd.及び日本レコードセンターの2社を連結対象とする)や3PL業務の拡大などが牽引し、売上高は、127,935百万円(前期比5.6%増)と堅調で期初計画を0.7%上回った

一方、営業利益は増収効果や低採算業務の収益性改善などに加え、震災の影響や物流センター立ち上げ関連コスト負担がなくなったことなどにより2,901百万円(同33.2%増)と増益となり、計画値に着地した。加えて、持分法適用関連会社としたゼロにかかわる持分法投

資利益 435 百万円を営業外収益に計上したことから、経常利益は 2,767 百万円 (同 67.4%増) と大幅増益となり、期初予想計画値を 367 百万円上回った。他方純利益は、来期に計画しているグループ会社の倉庫の集約・移転にかかる設備、及び資産の減損 369 百万円を特別損失計上し 1,647 百万円 (同 34.7%減) と期初予想を 153 百万円下回った。

当センターでは、各種の営業強化策及び合理化施策により売上高、利益とも会社予想を若干上回る予想をしていた。売上高はほぼ予想通りであったが、先行投資コスト、特別損失などが想定を上回り、当期純利益は当センター予想を下回った。

＜前12年12月期決算概要＞

(百万円、%)	会社予想	当センター予想	実績
売上高	127,000	127,500	127,935
前期比	4.8	5.2	5.6
営業利益	2,900	3,100	2,901
前期比	33.2	42.4	33.2
経常利益	2,400	2,600	2,767
前期比	45.2	57.3	67.4
純利益	1,800	1,900	1,647
前期比	-28.6	-24.7	-34.7

(出所) 短信等より当センター作成

同社グループの事業、投資、海外戦略の推進状況は以下の通り。

1. 事業戦略

3PL 事業を拡大。ドラッグストア、ホームセンター、ネット通販などの新たな業務を開始する一方、チルド全国共同配送を強化。提案営業を積極的な展開し新規顧客を獲得。また、物流事業関連のグループ会社の再編を実施し、規模拡大による事業効率の向上や競争力を強化した

2. 投資戦略

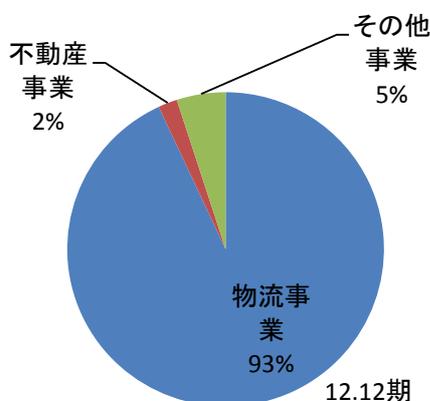
3PL 事業の新拠点として野田吉春物流センター (延床面積約 1 万坪、千葉県野田市) を 9 月末に竣工。一方、資産価値の向上と賃貸収入の増加を目的に都内に所有する賃貸用不動産の持分を買い増した。

3. 海外戦略

シンガポールに地域統括会社を設立。インドの子会社 Atlas Logistics Pvt. Ltd. が持つ現地法人を活用し ASEAN 地域の海外拠点を再編した (シンガポール、タイ、マレーシア、ベトナムの 4 拠点の整備を完了)。タイでは現地に進出している日系メーカーの原材料および製品の国際一貫物流を受託し、業務を開始した。

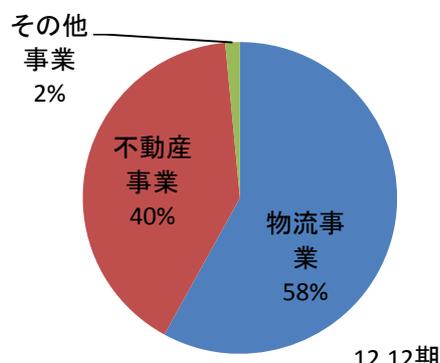
同グループのビジネスは、「物流事業」をコアとし、物流施設等の開発・販売・賃貸等を行う「不動産事業」、及び人材・環境・マーケティング等からなる「その他事業」の3セグメントに区分される。前期の上記3セグメントの売上高及び営業利益の構成比率は、下図表の通りで、物流事業が、売上高及び営業利益で全体の約6割を占めている。尚、唯一赤字であった「その他事業」が、管理コスト削減により黒字化した。また、有利子負債の削減が進み、財務体質は改善されつつある。

<売上高構成>



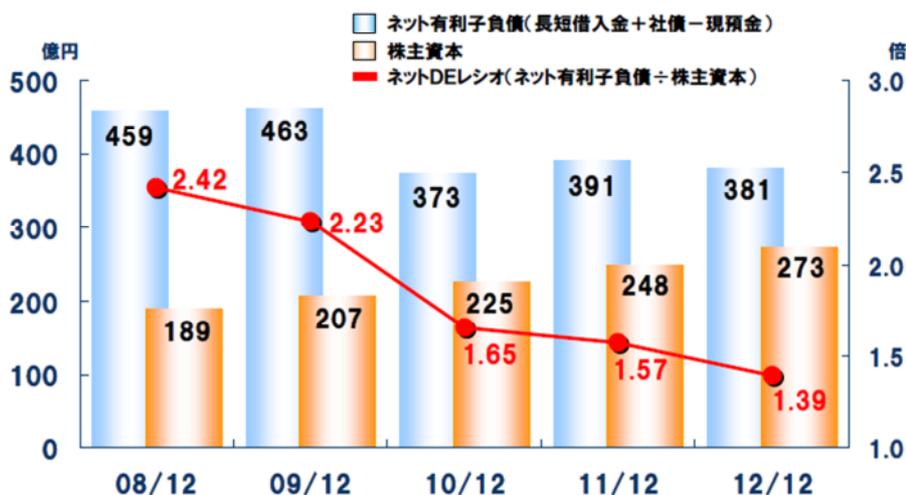
(出所) 短信より当センター作成

<セグメント別利益構成>



(出所) 短信より当センター作成

<有利子負債推移>



(出所) 決算説明資料より

> 業績見通し

◆今 2013 年 12 月期会社予想

今 13 年 12 月期連結業績の会社予想は、売上高横ばい、営業利益前期比 6.9%増益だが、先行投資や一過性のコスト負担増などから純利益では大幅減益 (同 33.2%減)。東証二部上場、創立 25 周年記念を機に、買収後まちまちであった社名を含めブランドを統一する予定であり、この関連費用として 4~5 億円を特別損失に計上予定。同社は今年度を投資の年と位置付けている。業界トップ 10 入りを目指すべく事業・海外・投資戦略を進め、ローコストオペレーションの体制やシナジーが発揮できる環境作りなど、グループ経営の基盤整備を行う計画である

<子会社社名変更一覧>

現社名	新社名 ※1
ティーエルロジコム	SBSロジコム
フーズレック	SBSフレック ※2
全通	SBSセントライ
SBSロジテム	SBS即配
日本貨物急送	SBSフレイトサービス
ティーエルトランスポート	SBSトランスポート
エイシーシステムコーポレイション	SBSグローバルネットワーク
総合物流システム	SBSサポートロジ

※1 新社名は、すべて社名の後ろに「株式会社」が付きます。

※2 同社の地域子会社は、SBSフレックに地域名称を付加した新社名に変更する予定です。

(出所) 決算説明資料より

最終利益は、今期減益だが、来期以降は再び成長軌道に戻り増益トレンドへ

◆今 2013 年 12 月期の当センター予想

当センターでは上記状況を勘案し、前回予想の収益を会社並みに引き下げた。物流単価下落が今期も見込まれるものの、物流施設のフル寄与、新規顧客の獲得などで、売上高は前期並みの横ばいが可能と判断している。また、収益面でも不動産事業等コスト前提がやや固めであり、会社計画の収益は達成可能と思われる。中期的視点から次なる飛躍を目指し、3PL や海外展開、新規施設開発に先行投資を継続することから、会社の戦略を前向きにとらえている。

◆中期見通し

当センターでは、来期以降は、費用の正常化・合理化効果・新規プロジェクトの寄与により大幅増益に転じると予想している。特に、今期は物流施設の集約による効果が、旧倉庫などの原状回復費用や移転費用で相殺される見込みなものの、来期以降はその効果をフルに享受できよう。加えて、アジアを中心に海外事業の収益寄与も始まろう。国内外の先行投資を今後も継続すると思われることから、従来の業績見通しを若干下方修正した。

M&A・新規プロジェクト等により、同社の予想業績は大きく変動する可能性が高い

今後も M&A・海外進出・プロジェクトの成否、景気の変動により同社の業績は大きく変動する可能性がある。国内では成熟しつつある既存物流事業のみでは、各種の合理化・営業努力を持ってしても、中長期的な利益成長は年率 3~5%と考えられる。中長期的にわたる本格的な業績の伸長には引き続き M&A などの貢献が必要となる。

今回、投資戦略の一つとして太陽光発電への参入を表明した。倉庫用に保有していた土地や既存物流センターに太陽光パネルを設置し、資産の有効活用とクリーンエネルギーの供給を行う計画である。発電能力は 5.3 メガワット、総投資額は約 14 億円、年間売電収入は約 2 億円を見込んでいる。20 年間電力の買い取り保証があるためリスクが少ないものの、当初 3 年程度は減価償却負担などから収益には中立要因だが、その後は収益貢献してこよう。

<今期以降の中期業績予想>

(単位:百万円)		13.12期		14.12期	15.12期
		会社予想	予想	予想	予想
前回 2013年 1月時点	売上高	—	130,000	135,000	—
	営業利益	—	3,500	4,000	—
	経常利益	—	3,000	3,500	—
	当期純利益	—	2,200	2,300	—
今回	売上高	128,000	128,100	130,100	132,800
	営業利益	3,100	3,130	3,550	4,000
	経常利益	2,700	2,730	3,050	3,500
	当期純利益	1,100	1,130	1,710	2,040

(注) 予想は当センター予想
(出所) 当センター作成

投資判断

> 株主還元

◆安定配当が基本

公約配当性向は明示されておらず、増益による安定的・継続的な配当で利益還元を考えている。前期の40円配当(記念配10円を含む)から今期は30円の配当へと減配を予定している。今期に東証一部への指定替えがあるとするれば、記念配当を含め40円の配当を継続する可能性があると同センターでは予想している。

同社予想のEPSをベースにすると配当性向は約35%(30円前提)、あるいは約46%(40円前提)となる。また現在の株価水準では配当利回りは約3%(30円前提)、あるいは約4%(40円前提)となる。因みに、留保金課税の問題もあり当面自社株買いは予定していない。

> 株価バリュエーション

◆株価調整で割安な水準へ

今期会社予想の純利益減益・減配から株価は調整した。今期の特別損失を除外した実質的な税引後当期利益は15億円程度と推定される。これをベースにすると、今期の修正予想PERは8.2倍となる。

同社と同規模かつ業務内容の類似する企業とバリュエーションの比較を行った。また、東証一・二部及び同業他社の現在の平均PER・PBR・配当利回りを参考にすれば割安感があると思われる。同社の株価バリュエーションは予想PERでは13年13月期、会社予想で約11.2倍、これに対し当センターの今期予想で約10.9倍(実質8.2倍)、15年12月期予想EPSベースでは、約6倍となる。

(参考2月20日時点:東証一・二部平均のPER:20.1倍、16.8倍、同PBR:1.2倍、0.76倍、単純平均配当利回り1.9%、2.0%)

< 株価バリュエーション同業比較 >

	2384東証二部	9037東証一部	9058東証二部	9086東証一部
	同社	ハマキョウレックス	トランコム	日立物流
株価(13/2/22終値)	965	3,080	2,383	1,301
PER(今期予想)	10.9	7.4	9.4	12.1
PBR(直近実績)	0.4	1.1	1.5	0.9
配当利回り(予想)	4.1	1.3	2.1	2.0
時価総額(百万円)	12,611	25,728	24,602	145,422

(注)SBSは当センター予想、他社は会社予想、ハマキョウレックスは単独ベース、他社は連結ベース

(出所)当センター作成

> 今後の株価見直し

◆中期的な株価想定レンジは 960 円～1,280 円に見直し

株式市場の好転を反映し同社の株価は一時 1,200 円近辺まで上昇した。その後、純利益での大幅な減益及び減配予想の会社発表を嫌気し株価は 900 円台まで調整した。円安及び輸送費用の多くを占めるガソリン価格(軽油が主)の上昇は業績及び株価には下方圧力と思われるものの、現状レベルであれば想定範囲内であろう。

当センターでは 15 年 12 月期の業績予想を新たに付け加え、中期的な適正株価の見直しを行った。市場及び同業他社のバリュエーションを考慮し、同社の適正 P E R を 6～8 倍(従来と同一)とし、これに当センターの 15 年 12 月期予想 EPS である約 160 円(前回は 14 年 12 月期予想 EPS185 円で算出)を当てはめると、中期的な株価想定レンジは、従来の 1,100 円～1,480 円から 960 円～1,280 円へと修正した。

来期以降の業績の好転期待に加え東証一部への昇格も視野に入り、各種バリュエーション水準を勘案すると、株価のさらなる調整は考えにくい。なお、期中に M&A 等があれば、業績は大きく変化する可能性があることには留意したい。

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

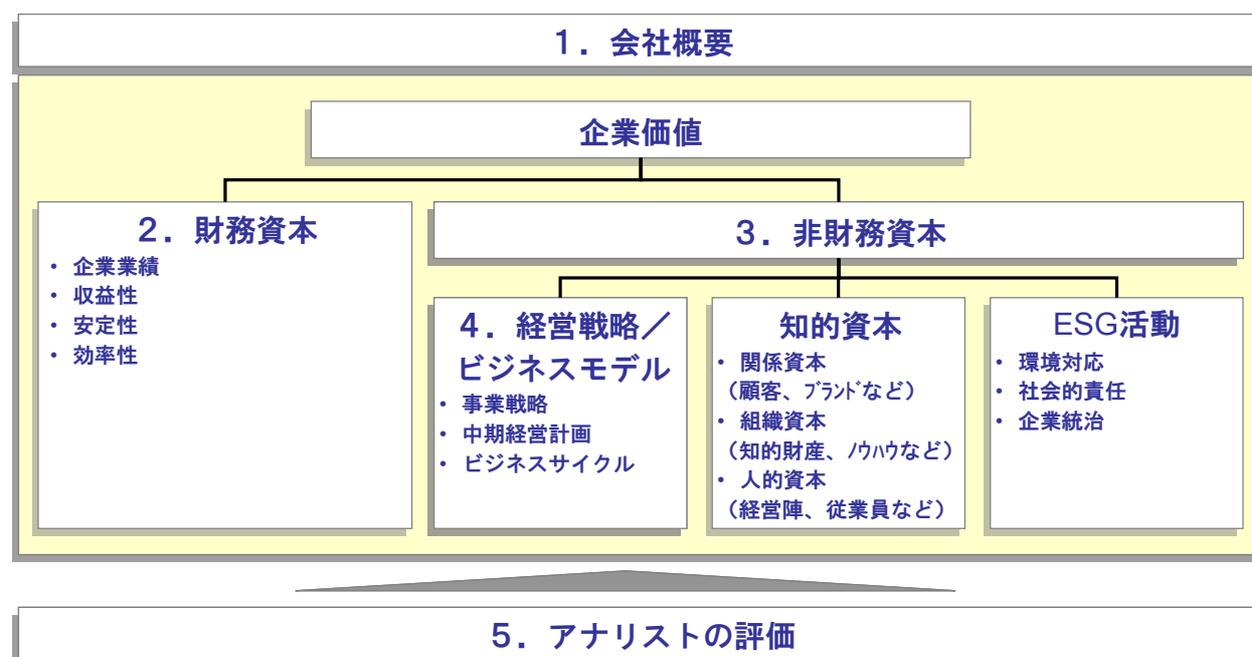
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。