

サムシングホールディングス (1408・JASDAQ グロース)

2014年9月26日

上期実績が想定下回る。14/12 期通期の QBR 予想を減額

アップデートレポート

(株) QBR
細貝 広孝

主要指標 2014/09/24 現在

株 価	625 円
年初来高値	792 円 (01/06)
年初来安値	566 円 (05/22)
発行済株式数	3,222,400 株
売買単位	100 株
時価総額	2,014 百万円
予想配当 (会社)	3.5 円
予想EPS (アナリスト)	25.76 円
実績PBR	1.73 倍

直前のレポート発行日

ベーシック	2014/05/08
アップデート	2013/10/07

14/12 期上期は改良工事の件数が減少

14/12期上期の連結業績は、売上高が前年同期比1%増の44億円、営業損益が29百万円の赤字（前年同期は57百万円の黒字）となり、期初の会社計画（売上高53億円、営業損益20百万円の赤字）を下回った。

住宅着工戸数が減少傾向を強めるなか、同社主力の地盤改良事業において、地盤改良工事および地盤調査・測量の件数が減少。非戸建向けの大型工事は増加したが、戸建向けの減少が響いた。また、太陽光関連工事が会社想定を大きく下回った。

14/12 期通期は地盤改良事業の見通しを下方修正

14/12 期通期の連結業績に関して会社側は、上期実績や足元の事業環境などを踏まえ、期初計画を見直した。売上高は期初計画から 20 億円減額の 99 億円（前期比 1%増）、営業利益は同 1 億円減額の 2.4 億円（同 25%減）に修正。

14/12 期通期の連結業績に関して QBR でも同様に、売上高を前回予想から 16 億円減額の 99 億円（同 1%増）、営業利益を同 1.2 億円減額の 2.0 億円（同 38%減）に見直した。上期実績が想定を下回ったことなどから、地盤改良事業において改良工事等の件数の見通しを下方修正したほか、太陽光関連工事が通期でも想定を下回るとの見方から、売上高・営業利益予想ともに減額修正した。

続く 15/12 期通期の連結業績に関しても QBR では、売上高を同 21 億円減額の 106 億円（同 8%増）、営業利益を同 1.2 億円減額の 2.3 億円（同 15%増）に下方修正した。

業 績 動 向		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 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円	
2013/6	2Q(1-6月)	実績	4,373	6.7	57	7.3	46	-41.5	15	-64.7	4.90
2014/6	2Q(1-6月)	実績	4,435	1.4	-29	-	-39	-	-72	-	-22.49
2013/12	通 期	実績	9,766	9.2	320	-0.3	295	-12.6	152	-21.2	47.46
2014/12	通 期	新・会社予想 (2014年8月発表)	9,873	1.1	240	-25.1	208	-29.5	94	-38.5	29.17
		旧・会社予想 (2014年2月発表)	11,922	22.1	340	6.1	308	4.4	144	-5.3	44.97
		新・アナリスト予想	9,850	0.9	200	-37.6	168	-43.1	83	-45.7	25.76
		旧・アナリスト予想 (2014年5月発表)	11,400	16.7	320	-0.1	288	-2.4	130	-14.9	40.34
2015/12	通 期	新・アナリスト予想	10,620	7.8	230	15.0	200	19.0	100	20.5	31.03
		旧・アナリスト予想 (2014年5月発表)	12,750	11.8	350	9.4	314	9.0	145	11.5	45.00

(注) EPS (実績、予想) は株式分割 (13年1月1日付で1株→2株、同年7月1日付で1株→100株) の影響を調整している

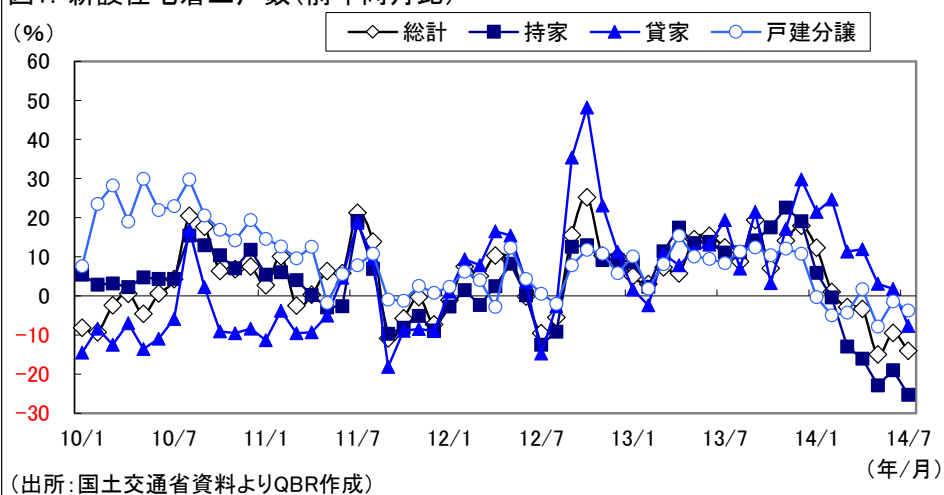
業 績

新設住宅着工戸数の落ち込み続く

同社の事業環境をみるうえで重要な指標となるのが、新設住宅着工戸数だ。主力事業である地盤改良事業に関しては、同社のほか、トラバースや、LIXILグループ（5938）のジャパン・ホーム・シールドが大手だが、基本的には小規模の企業およそ 200 社程度がひしめく業界である。同社は独自工法や地域密着型のフォローアップ体制を敷くほか、後述のように非戸建向けの受注に注力するなど、他社との差別化を図っているが、同社を含めた地盤関連会社の業績はやはり新設住宅着工戸数に左右される面は否めない。

新設住宅着工戸数の動きをみてみると、07 年度に大幅に減少。さらに、リーマンショック後の 09 年度（77 万 5 千戸）には 100 万戸の大台を大きく割り込んだが、その後は緩やかに持ち直した。12 年度は政権交代、日銀による積極的な金融緩和などにより国内景気も回復傾向を強め、リーマンショック後に住宅取得を手控えていたような潜在需要も顕在化する格好で 89 万 3 千戸まで回復。13 年度は消費税増税前の駆け込み需要などで、12 年度比 11%増の 98 万 7 千戸に拡大した。しかし、14 年度は増税前の駆け込み需要の反動減が続いている。住宅着工戸数総計では 14 年 7 月まで 5 カ月連続で減少。このうち、同社が主に手掛ける持家（戸建）は同年 3 月以降、2 桁のマイナスが続いている。こうした状況を背景に、後述のように 14/12 期上期の同社の地盤調査・測量および地盤改良工事事件数は前年同期を下回った。

図1. 新設住宅着工戸数(前年同月比)

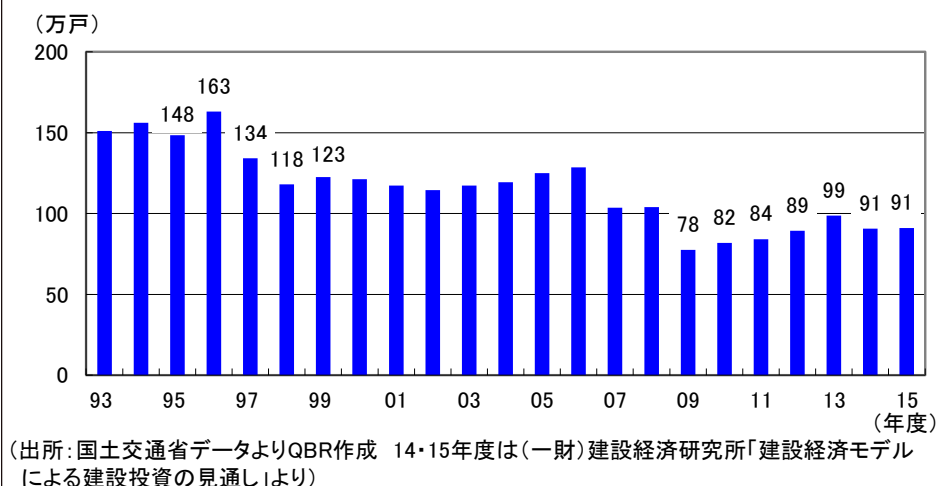


14年度は91万戸程度に減少

14 年度の新設住宅着工戸数に関して建設経済研究所は、「建設経済モデルによる建設投資の見通し（14 年 7 月公表）」として、13 年度比 8%減の 90 万 7 千戸、15 年度は 14 年度比横ばいの 91 万戸との見方を示している。QBR でも同様に、15 年 10 月に予定されている第二段消費増税（税率 8%→10%）

を前にした駆け込み需要が再度、住宅着工を押し上げる局面はあるとみているが、その後の反動減なども見込まれ、15年度は14年度並みの新設住宅着工戸数を見込んでいる。

図2. 新設住宅着工戸数の推移



非戸建向けの受注に注力

こうした環境下、同社では将来的な世帯数減少なども視野に入れ、非戸建向けの地盤調査・改良工事に注力し、新設住宅着工戸数の増減に大きく左右され難い企業体質への変化を目指している。具体的には、賃貸住宅や、コンビニエンスストア（コンビニ）、ドラッグストアなどの路面店舗をターゲットに据えている。営業方針としても、非戸建の大型案件への取り組み強化を前面に打ち出し、積極的な営業を行っている。大型案件に関しては、小規模な企業では対応が難しく、同社を含めた少数の企業が高いシェアをもっている状況。戸建向けに比べて件数は少ないものの、工事単価が高く、利益寄与も大きい。非戸建に関しては基本的に地盤改良工事を行うことを前提に地盤調査を行うことが多いが、戸建向けは地盤調査の結果、改良工事が必要な場合は改良工事を施工する。ただ、施主である個人や、分譲住宅を建設するパワービルダーにとっては工事が発生しないで地盤保証を受けられるほうがコストメリットはあるため、地盤調査・保証のみを行う企業に調査依頼が流れてしまい、結果的に価格競争に陥りやすい。大手コンビニチェーンでは今後も堅調な新店舗出店が見込まれる。また、賃貸住宅のみならず、最近ではサービス付高齢者住宅（サ高住）の市場が拡大しつつある。今後は、こうした市場の取り込みを目指し、大型案件向けの設備投資も行っており、大手住宅メーカーとの連携なども視野に入れつつ、需要拡大を図る方針だ。QBRでも同様に、コンビニ店舗やサ高住の拡大を見込んでいる。同社の地盤調査・改良工事に占める大型工事比率が急激に上昇するような展開は想定してい

ないが、戸建向けが減少傾向となるなか、積極的な営業推進による拡大に期待したい。

海外事業を強化。 ベトナム事業が進展

同社は中期的な経営戦略として「グローバル企業への成長」をテーマに掲げている。これは地域密着で顧客要望に応えるとともに、最先端の技術開発、グローバルな海外進出によって、グローバルとローカルを併せ持つ企業への成長を目指すことを意味する。

こうした戦略のもと、同社はアジアを中心に海外展開を進めており、13年3月にはサムシングホールディングス アジアを設立。さらに、同年11月にはサムシング ベトナム、14年1月には日本パネルを相次いで設立した。

ベトナムでは、地盤改良工事の受注を目指すほか、日本パネルではすでにベトナムに住宅建材の製造ラインを整備。ベトナム国内や日本向けの販売を見込むなか、同社提携先であり、ベトナム・ホーチミン市で住宅建設を予定しているオカムラホームへの鉄筋コンクリートパネルの供給が計画されており、15年度には売上計上が見込まれる。河川などにおける堤防工事や地盤改良工事などの受注には時間がかかる見通しだが、設備投資や人員拡大など、先行投資を進めるアジア地域においても、売上計上の目処がたってきた。

14/12 期上期は 会社計画未達

14/12 期上期の連結業績は、売上高が前年同期比1%増の44億円、営業損益が29百万円の赤字（前年同期は57百万年の黒字）となり、期初計画（売上高53億円、営業損益20百万円の赤字）を下回った。

住宅着工戸数が減少傾向を強めるなか、同社主力の地盤改良事業においては、地盤改良工事、地盤調査・測量ともに件数が前年同期を下回った。ただ、戸建住宅向けの件数が減少する一方、非戸建の大型工事の比率が上昇したことで、改良工事、調査・測量ともに単価が上昇。同事業全体では小幅ながら増収を確保した。上期の売上高が期初計画を下回ったのは、改良工事や調査・測量の件数が想定を下回ったことに加え、太陽光関連工事の売上高が計画を大きく下回ったことが要因。太陽光関連工事に関して会社側は、受注競争が激化するなか、工事採算が想定を大きく下回る見通しとなり、工事受注にいたらなかったとしている。

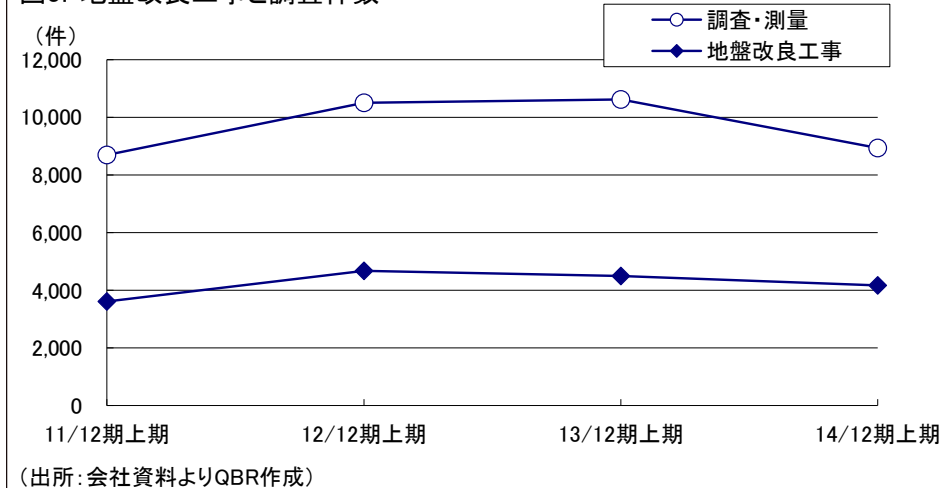
利益面では、増収に加え、粗利益率の改善により、地盤改良事業の粗利益が同5%増加。粗利益率の改善は、相対的に高採算な非戸建向けの売上比率が向上したことなどによる。しかし、海外事業の拡大に伴う労務関係費用の増加など、今後の事業拡大に向けた先行投資的な費用の拡大で販管費が増加。経費削減などを推進したが、連結全体の営業損益は悪化し、期初計画も下回った。

表1. 上期実績 (百万円)

	13/12期上期	14/12期上期	
	実績	実績	増減率
売上高	4,373	4,435	+1.4%
地盤改良事業	4,170	4,226	+1.3%
保証事業	92	94	+1.9%
地盤システム事業	63	58	-7.2%
その他の事業	48	58	+19.9%
粗利益	1,072	1,129	+5.3%
地盤改良事業	1,011	1,058	+4.6%
保証事業	58	63	+8.9%
地盤システム事業	-16	-16	-
その他の事業	20	26	+29.1%

(出所: 会社資料よりQBR作成)

図3. 地盤改良工事と調査件数



(出所: 会社資料よりQBR作成)

14/12 期通期の 会社計画を修正

14/12 期通期の連結業績に関して会社側は、上期実績などを踏まえ、売上高は期初計画から 20 億円減額の 99 億円（前期比 1%増）、営業利益は同 1 億円減額の 2.4 億円（同 25%減）に見直した。

新設住宅着工戸数が引き続き低迷するなか、通期でも地盤改良事業における改良工事、調査・測量の件数が期初計画を下回る見通し。非戸建の大型工事の受注に注力しているが、この効果では吸収できない見込み。また、太陽光関連工事の通期受注が想定を大きく下回る見通しであるほか、ベトナムを中心とする海外での地盤改良関連工事の受注が後ろ倒しになるとの見方から、売上高が期初計画を大幅に下回る見通しになった。利益面では、売上高の下方修正に加え、上期に先行投資的な費用が増加したことなどを踏まえ、営業利益予想を減額修正した。

なお、同社は中期的な戦略ビジョンとともに、中期経営目標の数値を公表

していたが、今回の 14/12 期計画の見通しを引き下げたことなどを背景に、従来目標を取り下げている。

表2.通期計画 (百万円)

	13/12期	14/12期			期初 計画
	実績	修正 計画	増減率	修正額	
売上高	9,766	9,873	+1.1%	-2,049	11,922
粗利益	2,408	2,476	+2.8%	-329	2,805
営業損益	320	240	-25.1%	-100	340
経常損益	295	208	-29.5%	-100	308
純損益	152	94	-38.5%	-50	144

(出所: 短信および会社資料よりQBR作成 計画は会社計画)

上期実績などを背景に、QBR の通期予想も減額修正

14/12 期通期の連結業績に関して QBR でも、会社側と同様に前回予想から減額修正する。売上高は前回予想から 16 億円減額の 99 億円(前期比 1%増)、営業利益は同 1.2 億円減額の 2.0 億円(同 38%減)を予想。

減額の要因は、主力の地盤改良事業の見通しを引き下げたため。QBR では、マーケット環境に関して 14 年度の住宅着工戸数 91 万戸程度の前提を変えていないが、地盤改良事業において想定以上に競合が激しさを増すなか、上期実績などを踏まえ、戸建向けで同社のシェア向上を見込んだ前回予想から、シェア低下の予想に転じた。改良工事の件数に関しては、前回予想の 1 万 2500 件から 1 万件に下方修正。一方で、非戸建向けの件数増加、売上比率の向上を従来予想よりも高めに見込んだが、太陽光関連工事の見通しを大幅に引き下げたことなどから同事業全体の売上高は前回予想から 13 億円減額の 94 億円(同横ばい)に修正した。

利益面では、売上高の減額修正に伴い、粗利益は前回予想から 2.9 億円減額し、24 億円(同 1%増)を見込む。上期実績の粗利益率が QBR 想定を上回って推移したことなどから、通期の粗利益率の見通しは前回予想の 23.9%から 24.7%と、13/12 期(24.7%)から横ばいの見通しに引き上げた。会社側が通期の販管費の見通しを減額修正したことを受け、QBR でも販管費の予想を減額したが、連結営業利益は前回予想から下方修正した。

15/12 期の通期予想も見直し

続く 15/12 期の連結業績に関しても QBR では、売上高は前回予想から 21 億円減額の 106 億円(前期比 8%増)、営業利益は同 1.2 億円減額の 2.3 億円(同 15%増)を予想。修正要因は 14/12 期と同様。

地盤改良事業では、消費税増税第二段(15 年 10 月)の実施などで小幅ながら需要は増加するとみているが、戸建向けでは引き続き競合激化によるシェア低下などを見込み、地盤改良工事、調査・測量ともに件数予想を下方修

正した。非戸建向けの比率が高まるとの見方から単価の予想を引き上げたが、太陽光関連工事も減額するなどして、同事業全体では売上高予想を下方修正した。また、海外事業の進展がQBRの想定よりも遅れていることなどを踏まえ、連結全体の売上高予想も減額修正。利益面では、粗利率率はほぼ14/12期並みを見込む。14/12期に比べて先行投資的な費用は減少し、販管費率が低下するとみているが、粗利益予想を減額修正したことから、連結全体の営業利益も減額修正した。ただし、14/12期との比較では、増収寄与などにより営業増益を見込んでいる。

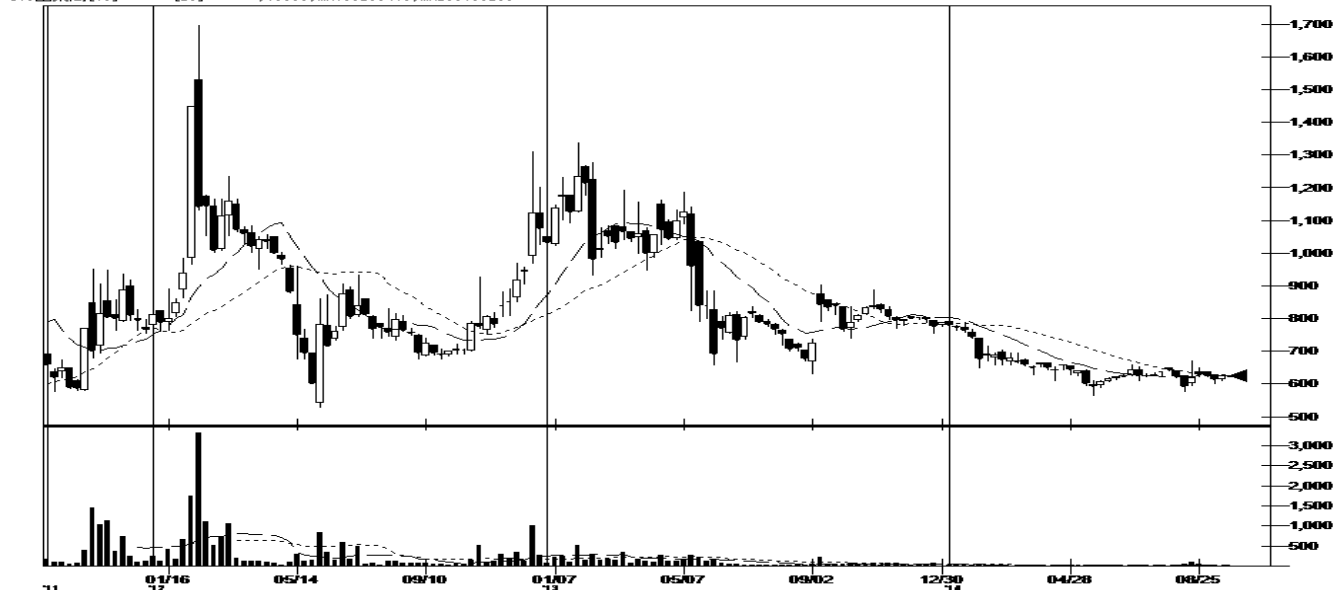
表3. 連結業績予想

(百万円)

	13/12期	14/12期			15/12期		
	実績	修正 予想	増減率	前回 予想	修正 予想	増減率	前回 予想
売上高	9,766	9,850	+0.9%	11,400	10,620	+7.8%	12,750
地盤改良事業	9,331	9,370	+0.4%	10,628	9,940	+6.1%	11,650
保証事業	201	180	-10.6%	210	200	+11.1%	220
地盤システム事業	130	125	-3.8%	127	130	+4.0%	137
その他の事業	104	175	+68.6%	435	350	+100.0%	743
粗利益	2,408	2,435	+1.1%	2,720	2,605	+7.0%	3,000
地盤改良事業	2,267	2,270	+0.1%	2,505	2,400	+5.7%	2,720
保証事業	123	120	-2.8%	132	120	+0.0%	139
地盤システム事業	-24	-25	-	-15	-15	-	-9
その他の事業	42	70	+66.2%	98	100	+42.9%	150

(出所: 短信、会社資料よりQBR作成 予想はQBR)

1408 丸の内HD 東証 選定 11/9/26~14/9/22
 日付:14/09/26 高:627,安:626,現値:626,+1,出来高:1.1
 MC:ロウソク足:単純移動平均[13]-----[26]-----,MA13:623.23,MA26:627.19
 SI:出来高[13]-----[26]-----,V:6.8,MA13:23.415,MA26:19.285



(C) QUICK Corp. All rights reserved.

(出所) 株QUICK
 上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。
 上記チャート図に過誤等がある場合でも株QUICK 社及び東京証券取引所は一切責任を負いません。
 上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2011/12	2012/12	2013/12	2014/12 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	1,290	1,700	1,339	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	96	530	631	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	33,326	15,176	4,755	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	7,573	8,946	9,766	9,850
	営 業 利 益	百万円	240	321	320	200
	経 常 利 益	百万円	207	337	295	168
	当 期 純 利 益	百万円	153	193	152	83
	E P S	円	48.27	60.44	47.46	25.76
	R O E	%	18.3	19.2	12.2	-
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	3,265	3,497	3,857	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	687	849	1,127	-
	資 産 合 計	百万円	3,952	4,347	4,985	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	2,328	2,347	2,687	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	688	868	1,014	-
	負 債 合 計	百万円	3,016	3,216	3,701	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	916	1,105	1,248	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百万円	936	1,131	1,283	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	97	286	535	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-27	-117	-146	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	133	-112	-95	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	830	886	1,181	-

(注) 株価の高安、出来高、EPS (実績、予想) は株式分割 (11年7月1日付で1株→2株、13年1月1日付で1株→2株、同年7月1日付で1株→100株) の影響を調整している

リスク分析

事業に関するリスク

●製品・サービスの瑕疵について

同社グループの地盤改良事業については、建築基準法および住宅の品質確保の促進等に関する法律（品確法）をはじめとする各種法令等に準拠した品質管理基準により行なっているが、同社子会社の予見できない瑕疵または重大な過失による施工不良並びに調査ミス等による工事・調査目的物への多額の損害賠償請求等を受けた場合には、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。また、保証事業についても、JIS規格に定められた調査方法に、システム化された厳密な条件を採用して作成された調査データにより審査し、保証の有無を判定しているが、保証に際して確認した地盤調査データについて、現在の調査技術においても予見できない原因や、同社子会社の重大な過失による調査データの過ちの見過ごし、審査ミス等により多額の損害賠償、補償請求等を受けた場合には、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

●競合について

住宅用地盤改良事業は一定の安定した需要が見込めるため、公共工事の受注を主たる業務としていた建設会社が新規参入してくる可能性がある。また、既存の地盤改良業者がシェア拡大・維持のために低価格戦略をとってくることも考えられる。同社グループがこれらの競合他社との競争に遅れをとった場合、または受注する工事・調査の価格低下を余儀なくされた場合には、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

●原材料の市況変動

同社グループでは、地盤改良事業において仕入れる材料として、主にセメントと建設用の鋼材を使用している。同社グループは、業容の拡大に伴い仕入数量が増加しているため、供給業者との定期的な交渉を通じて仕入れ単価の提言に取り組んでいる。しかしながら、需給逼迫等により材料価格が高騰し、工事受注価格に材料費の上昇分を転嫁できない場合には、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

●経営成績の季節変動性および異常気象の影響

サムシングの売上高は、東北地区の比率が高く、冬季（1～3月）は降雪による閑散期に当り、他の月に比べて大幅に売上が減少する傾向がある。その結果、売上高や利益の計上も下半期に偏る傾向にある。

また、豪雪等の異常気象の年には、上半期と下半期の変動性が激しくなるほか、通期での同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

ディスクレームー

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社QBR（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

<指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.tse.or.jp/listing/analystreport/index.html>