

ホリスティック企業レポート

シー・エス・ランバー

7808 東証 JQS

ベーシック・レポート
2018年9月14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 20180911

**プレカット木材加工販売や建築請負等の木造建築に関するトータルサービスを提供
プレカット事業の競争力強化と不動産賃貸事業の拡大で安定成長を目指す**

1. 会社概要

- ・シー・エス・ランバー(以下、同社)は、プレカット木材の加工販売(プレカット事業)、木造建築物の建築請負(建築請負事業)、不動産の賃貸等(不動産賃貸事業)、不動産の販売(その他事業)を首都圏で展開しており、木造建築のトータルサービスをグループとして提供している。
- ・主力のプレカット事業では在来軸組とツーバイフォーの両工法に対応している。戸建住宅を中心とした建築請負事業では、同社のプレカット製品を使用する他、不動産賃貸事業で賃貸する大型木造住宅・施設も建築する等、グループシナジーを追求した事業展開を行っている。

2. 財務面の分析

- ・15/11期～17/11期の期間では、プレカット事業と不動産賃貸事業の収益拡大を背景に、売上高は年平均8.3%、営業利益は同6.0%増加した。
- ・収益性と成長性の観点で類似企業に比べやや魅力的な水準にある。

3. 非財務面の分析

- ・知的資本の源泉は、木材に関する知識や事業経験の蓄積にある。

4. 経営戦略の分析

- ・同社は、プレカット事業を中心とした競争力強化と不動産賃貸事業の拡大等によって安定成長を目指している。

5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターでは、18/11期の業績は、原材料価格の上昇等による上期決算の不振や建築請負事業の工事施工が遅れるリスク等を考慮し、下期の急回復を見込んでいる会社計画を下回ると予想した。
- ・19/11期以降は、製品価格の引上げ効果や減価償却費の減少によるプレカット事業の利益成長や、保育所の増設を中心とした不動産賃貸事業の収益拡大等により、19/11期は前期比24.1%営業増益、20/11期は同7.3%営業増益を見込んでいる。

アナリスト:大間知淳

+81(0)3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

【主要指標】

	2018/9/7
株価(円)	1,379
発行済株式数(株)	1,803,000
時価総額(百万円)	2,486

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	6.1	7.7	6.7
PBR(倍)	1.1	1.0	0.9
配当利回り(%)	2.5	2.9	3.3

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン(%)	-1.3	-7.5	-25.3
対TOPIX(%)	-0.3	-6.9	-23.9

【株価チャート】



【7808 シー・エス・ランバー 業種：その他製品】

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)
2016/11	13,635	8.8	581	9.2	537	7.2	316	34.5	214.1	1,103.0	26.7
2017/11	14,702	7.8	598	3.0	544	1.4	339	7.2	227.8	1,302.0	35.0
2018/11 CE	15,300	4.1	590	-1.5	540	-0.9	350	3.0	195.1	—	40.0
2018/11 E	14,972	1.8	538	-10.1	492	-9.7	322	-5.2	178.7	1,439.7	40.0
2019/11 E	16,165	8.0	668	24.1	610	24.0	371	15.2	206.0	1,605.6	45.0
2020/11 E	16,527	2.2	717	7.3	655	7.4	401	8.0	222.5	1,783.2	50.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。17年4月4日付で1：300の株式分割を実施。過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ プレカット加工を中心に木造建築に関する総合サービスを提供

シー・エス・ランバー(以下、同社)は、プレカット木材の加工販売(プレカット事業)、木造建築物の建築請負(建築請負事業)、不動産の賃貸等(不動産賃貸事業)、不動産の販売(その他事業)を展開しており、木造建築のトータルサービスをグループとして提供している。

プレカット事業では、同社が、1) 在来軸組工法における設計、木材のプレカット加工及び販売、2) ツーバイフォー工法における設計、木材のプレカット加工、パネル(プレカット加工木材を枠組みしたもの)の製造及び販売を、3) 連結子会社シー・エス・物流がプレカット製品の配送を、4) 連結子会社 CSL VIETNAM COMPANY LIMITED がツーバイフォー工法における CAD 設計を、5) 18年6月に設立した連結子会社シー・エス・マテリアルが、プレカット短材の加工とその材料となる製材の製造を行っている。

プレカット加工とは、建築現場への搬送前に、工場で原材料(材木、合板等)を必要寸法に切断し、材木と材木の接合部分を加工することを言う。日本の木造建築工法は、現在、在来軸組とツーバイフォーが主流となっており、同社のプレカット事業はその両方に対応している。

プレカット加工は、コンピュータで制御された機械が木材を加工するため、①品質のばらつきがない高品質な接合部分(仕口)を作る、②材料に無駄がない、③建築現場での加工作業がなくなり木屑等の産業廃棄物が削減される、④材料の調達やCADの工程を除くと、大工職人が1日かかる作業を10分程度で加工できることから、大幅な工期短縮と人件費等のコストダウンが出来るといった特徴を持っている。

建築請負事業では木造建築物の建築(新築及び増改築)を請負っている。連結子会社なのはなハウジングが戸建住宅を、連結子会社シー・エス・ホームが保育所や介護施設、共同貸家住宅等の一般建築物を担当しており、両社とも同社からプレカット材を仕入れて建築している。

不動産賃貸事業では、連結子会社CLCコーポレーションが不動産(保育所や介護施設、共同貸家住宅等)の賃貸及び管理を行っている。賃貸する建物が木造一般建築物の場合にはシー・エス・ホームが建築を手掛けている。

その他事業では、シー・エス・ホームが、土地を仕入れて、なのはなハウジングに建築を依頼した戸建住宅を販売しているほか、戸建分譲用地のままでも売却する場合がある。

17/11期の事業別売上高構成比(外部顧客ベース)は、プレカット73.7%、建築請負22.4%、不動産賃貸2.3%、その他1.6%である(図表1)。

【図表1】セグメント別業績の推移

(単位:百万円)

	セグメント	15/11期		16/11期		17/11期		
		金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	増減率
売上高		12,531	100.0%	13,635	100.0%	14,702	100.0%	7.8%
	プレカット	9,852	71.0%	10,742	72.0%	11,754	73.7%	9.4%
	建築請負	3,175	24.6%	3,435	24.4%	3,601	22.4%	4.8%
	不動産賃貸	219	1.8%	199	1.5%	340	2.3%	70.7%
	その他	324	2.6%	296	2.2%	241	1.6%	-18.7%
	調整額	-1,040	-	-1,039	-	-1,236	-	-
営業利益(セグメント利益)		532	100.0%	581	100.0%	598	100.0%	3.0%
営業利益率		4.2%	-	4.3%	-	4.1%	-	-
	プレカット	201	42.9%	306	58.4%	259	47.1%	-15.3%
	建築請負	158	33.6%	126	24.1%	31	5.6%	-75.4%
	不動産賃貸	121	25.8%	112	21.5%	253	46.1%	124.9%
	その他	-10	-2.3%	-20	-4.0%	6	1.2%	-
	調整額	62	-	56	-	47	-	-

(注) セグメントの売上高はセグメント間の内部売上高を含む、セグメント売上高の構成比は外部顧客ベース、セグメント利益の構成比は調整額控除前

(出所) シー・エス・ランバー有価証券届出書、決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 出荷数量の増加によってプレカット事業は拡大している

プレカット事業の経営成績に影響を与える主要な経営指標(KPI)としては、工法毎の出荷棟数と出荷坪数が開示されている。大口顧客からの安定した需要に加え、新規顧客からの受注の増加により、両工法共に、出荷棟数と出荷坪数が増加している(図表2)。

【図表2】プレカット事業のKPIと業績の推移

		15/11期		16/11期		17/11期	
		金額	金額	増減率	金額	増減率	
売上高(百万円)		9,852	10,742	9.0%	11,754	9.4%	
営業利益(百万円)		201	306	52.0%	259	-15.3%	
営業利益率		2.0%	2.9%	-	2.2%	-	
減価償却費(百万円)		136	185	35.7%	249	34.8%	
EBITDA(百万円)		338	491	45.4%	509	3.6%	
EBITDAマージン		3.4%	4.6%	-	4.3%	-	
工法別データ							
在来軸組	出荷棟数(棟)	3,748	4,302	14.8%	4,501	4.6%	
	出荷坪数(千坪)	129	149	15.5%	157	5.4%	
ツーバイフォー	出荷棟数(棟)	1,276	1,316	3.1%	1,423	8.1%	
	出荷坪数(千坪)	69	73	5.8%	81	11.0%	

(注) 売上高はセグメント間の内部売上高を含む

(出所) シー・エス・ランバー有価証券届出書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

プレカット製品の用途は、戸建住宅向けが中心であるが、アパート向けも2割～3割(在来軸組工法では1割前後、変動が大きいツーバイフォー工法では4割～7割程度)を占めている模様である。

◆ **建築請負事業は大型木造住宅・施設が牽引役となっている**

建築請負事業の経営成績に影響を与える主要な経営指標(KPI)としては、一般戸建住宅の完工棟数と、大型木造住宅・施設の完工棟数及び請負金額が開示されている(一般戸建住宅の請負金額は証券リサーチセンターが推測した)。過去2期の一般戸建住宅の完工棟数は伸び悩んでいるものの、大型木造住宅・施設については、完工棟数の増加と1棟当たりの単価の上昇により、売上高が急拡大している(図表3)。

【図表3】建築請負事業のKPIと業績の推移

	15/11期		16/11期		17/11期	
	金額	金額	増減率	金額	増減率	
売上高(百万円)	3,175	3,435	8.2%	3,601	4.8%	
営業利益(百万円)	158	126	-19.9%	31	-75.4%	
営業利益率	5.0%	3.7%	—	0.9%	—	
減価償却費(百万円)	1	4	206.6%	12	201.4%	
EBITDA(百万円)	159	130	-18.1%	43	-66.9%	
EBITDAマージン	5.0%	3.8%	—	1.2%	—	
建造物別データ						
一般戸建住宅	請負金額(百万円)	2,797	2,878	2.9%	2,707	-5.9%
	完工棟数(棟)	212	216	1.9%	216	0.0%
大型木造住宅・施設	請負金額(百万円)	378	557	47.4%	894	60.5%
	完工棟数(棟)	11	15	36.4%	19	26.7%

(注) 売上高はセグメント間の内部売上高を含む、大型の定義は50坪以上、一般戸建住宅の請負金額は証券リサーチセンターの推測

(出所) シー・エス・ランバー有価証券届出書、決算短信、決算説明会資料、ヒアリングより証券リサーチセンター作成

◆ **不動産賃貸事業は保育所の契約を増やす方針**

不動産賃貸事業の経営成績に影響を与える主要な経営指標(KPI)としては、利用形態別賃貸棟数が開示されている。介護施設とその他の賃貸棟数は伸び悩んでいるものの、待機児童ゼロを目指す政府目標を受けて、拡大方針を打ち出している保育所については、17/11期末には3棟となった(図表4)。

一部の施設については定員数と契約期間が開示されている。保育所の例としては、千葉県船橋市(定員数60名、契約期間16年12月～37年3月)、東京都文京区(同50名、16年12月～32年3月)が、介護施設の例としては、千葉市(室数26室、契約期間07年2月～25年3月)が挙げられる。保育所の1カ所当たりの設備投資額は、土地代を含めて2億円～4億円となっている。

【 図表 4 】 不動産賃貸事業の KPI と業績の推移

	15/11期		16/11期		17/11期	
	金額	金額	増減率	金額	増減率	
売上高 (百万円)	219	199	-9.2%	340	70.7%	
営業利益 (百万円)	121	112	-7.0%	253	124.9%	
営業利益率	55.3%	56.7%	—	74.6%	—	
減価償却費 (百万円)	54	41	-24.1%	41	0.5%	
EBITDA (百万円)	175	154	-12.3%	295	91.7%	
EBITDAマージン	80.0%	77.3%	—	86.8%	—	
利用形態別賃貸棟数						
保育所	—	0	—	3	—	
介護施設	—	3	—	3	0.0%	
その他	—	2	—	1	-50.0%	
合計	—	5	—	7	40.0%	

(注) 売上高はセグメント間の内部売上高を含む

(出所) シー・エス・ランバー有価証券届出書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ その他事業の損益は販売物件の売上総利益率に左右される

その他事業については KPI が開示されていない。売上総利益率が低水準であったと推測される 15/11 期及び 16/11 期は、固定費である販売費及び一般管理費（以下、販管費）を吸収できず営業損失を計上したものの、売上総利益率が上昇したと見られる 17/11 期の営業損益は黒字に転換した（図表 5）。

【 図表 5 】 その他事業の業績の推移

	15/11期		16/11期		17/11期	
	金額	金額	増減率	金額	増減率	
売上高 (百万円)	324	296	-8.5%	241	-18.7%	
営業利益 (百万円)	-10	-20	94.7%	6	—	
営業利益率	—	—	—	2.6%	—	
減価償却費 (百万円)	0	0	0.0%	—	—	
EBITDA (百万円)	-10	-20	101.2%	6	—	
EBITDAマージン	—	—	—	2.6%	—	

(注) 売上高にセグメント間の内部売上高は計上されていない

(出所) シー・エス・ランバー有価証券届出書、決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 特定の顧客に対する依存度は比較的低い

同社は本社と工場がある千葉県や、東京都、埼玉県等の首都圏を地盤とし、プレカット事業では約 310 社（うち、安定取引先が 80～90%）、建築請負事業では約 50 社（同 70～80%）を顧客としている。

プレカット事業の主要販売先としては、飯田グループホールディングス（3291 東証一部）の連結子会社である東栄住宅、住友林業（1911 東証一部）、大東建託（1878 東証一部）、東建コーポレーション（1766 東証一部）が挙げられる。中でも、最大顧客である東栄住宅向けの販売額は、17/11 期の売上高の 9.4%を占めている（図表 6）。

【 図表 6 】 主要顧客別の売上高の推移 (単位：百万円)

相手先	15/11期		16/11期		17/11期	
	金額	割合	金額	割合	金額	割合
東栄住宅	913	7.3%	1,390	10.2%	1,377	9.4%

(出所) シー・エス・ランバー有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

取引高上位 20 社の売上高に占める割合は 50%程度であり、特定の顧客に対する依存度は比較的低い。

> ビジネスモデル

◆ 収益源が分散しているフロー型のビジネスモデル

同社の事業のうち、プレカット事業、建築請負事業、その他事業は、事業内容は異なるものの、顧客から、その都度受注したものを販売する形態をとるため、フロー型ビジネスである点では共通している。一方、不動産賃貸事業は、基本的には長期の契約期間に亘って継続的な賃料収入が得られるストック型ビジネスであるものの、期によっては、契約時に計上される礼金収入が大きく増減することから、フロー型ビジネスの側面も有している。よって、全体としてもフロー型ビジネスであると捉えることが出来る。

礼金収入が計上された 17/11 期の営業利益において、調整額を除いた合計金額に対する各セグメントの構成比を見ると、プレカット事業 47.1%、建築請負事業 5.6%、不動産賃貸事業 46.1%、その他事業 1.2% となっており、収益源が分散し、事業間のシナジー効果が発現していると評価できよう。

◆ プレカット事業は原材料費や運賃等の変動費の割合が高い

事業毎にビジネスモデルを見ると、主力事業であるプレカット事業は、建材商社等の調達先から木材、合板、金物等を仕入れ、千葉県にある同社の 2 工場でプレカット製品に加工し、住宅会社等に販売している。

受注から出荷までの期間は、在来軸組工法で平均 60 日前後、ツーバイフォー工法で平均 50 日前後である。

製造原価としては、変動費である原材料費が占める比率が高い。売上高に占める原材料費の比率は、在来軸組工法では 70%前後、ツーバイフォー工法では 50~70%となっている模様である。製造原価の中の変動費には外注加工費も含まれているが、その割合は僅かである。

結果として、ツーバイフォー工法の売上総利益率は 4%ポイント程度在来軸組工法よりも高くなっていると同社は説明している。

17/11期のプレカット事業の減価償却費(ほぼ売上原価と推測される)は249百万円、同事業の売上高に占める比率は2.1%であった。

一方、販管費の中にも変動費である運賃が含まれている。売上高に占める運賃の比率は、在来軸組工法では4%前後だが、パネルを運搬するツーバイフォー工法では8~9%程度に達するため、営業利益率では工法による差はほとんどないと同社は説明している。

同社工場の生産能力(通常稼働時)は、在来軸組工法が月間13,000坪、ツーバイフォー工法が同7,000坪であり、17/11期の稼働率は、在来軸組工法が約101%、ツーバイフォー工法が約96%であった。同社によれば、需要が高まる下期には残業によって能力以上に増産することが可能であるため、年間の稼働率は100%を多少超える程度が望ましいと言うことである。

なお、プレカット事業のセグメント間の内部売上高(17/11期923百万円)は、子会社であるなのはなハウジングとシー・エス・ホーム向けのプレカット材の販売高である。

◆ 建築請負事業も外注加工費や材料費等の変動費の割合が高い

建築請負事業は、なのはなハウジングとシー・エス・ホームが、外注先を活用し、主として大手住宅販売会社や、地場の中堅不動産会社等から受注した木造戸建住宅及び木造一般建築物を建築している。

建築請負事業の元請け比率は20~30%に過ぎないが、同社のプレカット材を使用した事業展開を行っており、プレカット材の販売拡大に向けた重要な事業として位置付けられている。

費用の中心は変動費である外注加工費と材料費であり、売上高に対する比率は80~90%に達している。

なお、建築請負事業のセグメント間の内部売上高(17/11期312百万円)は、シー・エス・ホームが建築した木造一般建築物を、同じく子会社であるCLCコーポレーションに販売した金額であると推測される。

◆ 不動産賃貸事業は高収益ビジネス

不動産賃貸事業は、CLCコーポレーションが、主として木造建築物を、原則として10年以上の長期契約、かつ、1棟丸ごとで賃貸している。テナントは長期契約が可能な保育所運営事業者やサービス付き高齢者住宅等の介護事業者が中心となっている。

家賃は基本的には固定家賃で契約している。開設から一定期間、行政から家賃補助金を受け取れる保育所との契約では、その補助基準額及び補助率が段階的に低下、消滅するため、同社が受領する家賃の金額も同じタイミングで段階的に低下する形態が多い模様である。

17/11 期の営業費用 (86 百万円) の中心は減価償却費 (41 百万円) であり、同事業の売上高に占める比率は 12.2%であった。

17/11 期の営業利益は 253 百万円、営業利益率は 74.6%に達しているが、この中には礼金収入が約 1.2 億円含まれており、礼金収入を除くと営業利益率は 60%前後と推測される。

不動産賃貸事業のセグメント資産は、16/11 期末で 1,699 百万円、17/11 期末で 2,397 百万円であり、期中平均資産を用いた同事業の 17/11 期の資産利益率は 12.4%に達している。なお、同社では、不動産賃貸事業における内部収益率 (IRR) の基準を 9%に置いていると説明している。

> 業界環境と競合

◆ 木造住宅市場は 09 年をボトムにやや回復した

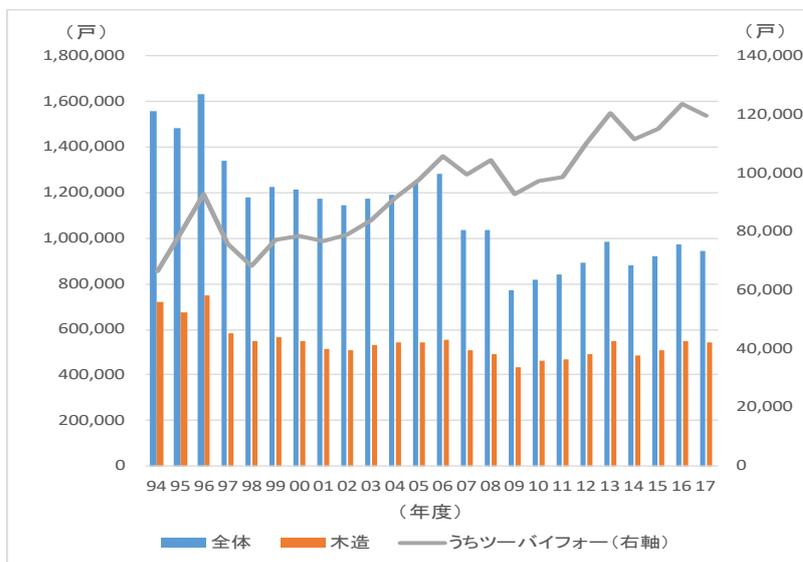
同社が属するプレカット材加工業は統計が整備されていないため、正確な市場規模の推移は不明であるが、関連するデータとしては、国土交通省が公表している新設木造住宅着工戸数と、一般社団法人全国木造住宅機械プレカット協会が毎年実施しているプレカット加工率(以下、プレカット率)等が存在している。

新設木造着工戸数は、96 年度のピークでは 74 万戸に達していたが、90 年代のバブル崩壊と 08 年のリーマンショックを受けて、09 年度には 43 万戸に減少した (図表 7)。

その後は景気の持ち直しを受けて、16 年度には 54 万戸に回復した。住宅着工戸数全体に占める木造住宅の比率は、96 年度の 45.8%から 17 年度には 57.3%に上昇しており、木造住宅の落ち込みは住宅市場全体に比べて小さかった。

一方、木造住宅の中でも同社が注力しているツーバイフォー工法は、在来軸組工法が落ち込む中、96 年度の 9 万戸から 16 年度には 12 万戸に増加しており、市場全体とは異なった推移を見せている。

【 図表 7 】 国内新設住宅着工戸数の推移

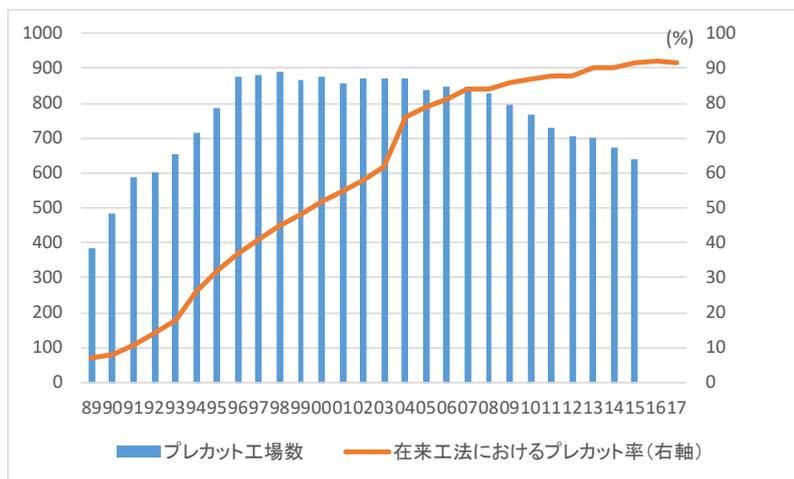


(出所) 国土交通省建築着工統計調査報告より証券リサーチセンター作成

◆ プレカット率の上昇は一巡感が強まっている

プレカット率は、90年には8%程度であったが、大工技能者の減少等を背景に、00年に52%程度、10年に87.3%へと大幅に上昇した(図表8)。

【 図表 8 】 プレカット工場数とプレカット率の推移



(出所) 一般社団法人全国木造住宅機械プレカット協会調べによる林野庁森林白書平成28年版等を基に証券リサーチセンター作成

しかしながら、15年の91.4%からは、16年92.0%、17年91.7%と推移しており、プレカット率の上昇には一巡感が強まっている。

プレカット工場は、プレカット率の上昇に先行して 90 年代に急増し、89 年の 387 工場から 98 年 888 工場へと拡大したものの、00 年代前半には、工場数は横ばいの推移となった。07 年以降、新設住宅着工戸数が落ち込む中、規模の小さい工場を中心に閉鎖する動きが加速したため、工場数は 07 年の 848 工場から 15 年には 640 工場へと急減した。

◆ プレカット市場は全国各地に競合企業がひしめいている

同社によれば、国内プレカット製品の年間出荷量はおよそ 1,100 万坪であり、そのうち、85~90%が在来軸組工法、10~15%がツーバイフォー工法となっている。

プレカット製品の工場は全国各地に分散しており、最大手と推測されるポラテック（埼玉県）でもシェアは 1 割強に過ぎない模様である。その他、テクノウッドワークス（栃木県）、中国木材（広島県）、ハイビック（栃木県）等が業界大手と推測されるが、非上場企業であるため、各社の状況は良く分からない。ハイビックは、01 年に上場したものの、11 年に現 LIXIL グループ（5938 東証一部）である住生活グループによる完全子会社化に伴い、上場廃止となった（現在は投資ファンドが株式を所有している）。

◆ プレカット木材の加工業を展開する上場企業と比較したい

非上場企業については、プレカット関連売上高等の情報開示に乏しいため、証券リサーチセンター（以下、当センター）は、プレカット木材の加工業を展開する上場企業と、同社を比較することで、競合状況や事業内容を分析することにした（図表 9）。

【 図表 9 】 プレカット木材の加工業を展開する上場企業

(単位：百万円)

銘柄コード	企業名	決算期	売上高	営業利益	営業利益率	木材のプレカット加工が含まれているセグメント名	同売上高	同構成比	同セグメントの主力製品や加工・工事
7808	シー・エス・ランバー	2017年11月期	14,702	598	4.1%	プレカット事業	10,831	73.7%	プレカット木材の加工
3166	OCHIホールディングス	2018年3月期	95,028	1,934	2.0%	加工事業	12,982	13.7%	木造住宅を中心とした構造躯体の加工
7879	ノダ	2017年11月期	66,897	4,474	6.7%	住宅建材事業	40,802	61.0%	内装材、住宅機器他及び繊維板製造、住宅関連工事
7896	セブン工業	2018年3月期	14,090	392	2.8%	木構造建材事業	5,679	40.3%	構造部材（プレカット加工材、住宅パネル）

(注) 売上高、営業利益の数値は対象事業以外も含む、セグメント売上高は外部顧客ベース
(出所) 各社の有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

まず、売上高が最も大きいのが住宅建材の中堅卸の OCHI ホールディングス (3166 東証一部) である。持株会社の設立は 10 年であるが、個人創業したのは 55 年と歴史のある企業であり、M&A によって主力事業である建材の卸業以外も強化している。プレカット工場は複数

の子会社により運営されており、プレカット木材の加工・販売を行う加工事業の 18/3 期における売上高は 12,982 百万円(売上高構成比 13.7%、外部顧客ベース)と、17/11 期における同社のプレカット事業売上高(10,831 百万円、外部顧客ベース)を上回っている。

しかし、OCHI ホールディングスのプレカット工場は、近畿、中国、四国、九州に位置しているため、同社と競合することは殆どない。

売上高で次に位置するのが 38 年に設立された木質系住宅建材メーカーのノダ(7879 東証二部)である。ノダは、内装材、住宅機器、繊維板等の製造販売や住宅関連工事を行う住宅建材事業と、合板の輸入、製造販売を行う合板事業を手掛けている。

主力事業である住宅建材事業の 17/11 期における売上高は 40,802 百万円(売上高構成比 61.0%)であり、プレカット製品は同事業の中に「住宅工法製品」として含まれているが、その金額や構成比は開示されていない。ノダの住宅建材事業の主力製品は床材などの内装材や繊維板製品であり、当センターでは、ノダのプレカット製品の売上高は同社を下回っていると推測している。また、同社の住宅建材事業の生産拠点は静岡県にあるため、同社と直接競合することはあまりないと思われる。

売上高で同社に次ぐ 4 番目に位置するのが、61 年に設立され、戸建住宅用階段等の内装建材を主力事業とするセブン工業(7896 東証二部)である。

もう一つの主力事業であり、プレカット加工材と住宅パネルの生産販売を行う木構造建材事業の 18/3 期の売上高は 5,679 百万円(売上高構成比 40.3%、外部顧客ベース)と、同社のプレカット事業の売上高を下回っている。同社の工場は全て岐阜県に位置しており、同社との競合関係はない。

以上のことから、各社の工場立地を見る限り、同社と千葉県や東京都、埼玉県等で直接競合している上場企業は見当たらない。ポラテック等の首都圏に生産拠点を持つ非上場企業が、全体として見れば、同社の競合先となっている模様であるが、地域毎の競合状況等については不明である。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 中井社長が材木販売を目的として 83 年に設立

同社は、中井千代助代表取締役社長によって、材木販売を目的に株式会社千葉中井材木店として 83 年に設立された。

中井社長は叔父が経営していた株式会社中井材木店(東京都江戸川区)に73年に就職した後、76年から専務取締役として経営に参画していた。79年に起こった第2次オイルショックに伴う不況に対応するため、中井材木店は東京都と千葉県に広がっていた商圈を4つに分割した。中井社長は81年に千葉支店の支店長に就任したが、独自に経営するべきとの判断に至り、中井材木店から発展的に独立を果たした。

◆ プレカット加工材の取り扱いを91年に開始

会社設立から数年間は、販売先である工務店等に大工を紹介することで、通常の木材の販売が拡大していった。しかしながら、プレカット木材が市場に出現したころ、その加工精度の高さを目の当たりにしたことでプレカットの時代が来ると確信し、91年にプレカット事業に進出した。

◆ 木造住宅の建築請負業を95年に開始

同社は95年に、社名をシー・エス・ランバーに変更すると共に、木造住宅の受注建築事業を開始した。プレカット加工業は、顧客の仕様に基づいて加工したプレカット材を供給するため、取引の安定度は比較的高いものの、顧客の販売見込みが狂うと、プレカット加工業者に汎用性のないプレカット材が在庫として残ってしまうというリスクが存在する。新規事業の開始は、自社で木造住宅を建築することでそうした不良在庫を有効利用することを目指したものだ。

97年には、それまで中井社長の実家が経営する製材工場に委託していたプレカット材の加工工程を、千葉県東金市の工場において、自社で手掛けるようになった。

◆ 建築請負業と不動産賃貸業のグループ展開を05年に開始した

05年には、同社の建築事業部を分割して、子会社であるシー・エス・リモデリング(現なのはなハウジング)に建設部門を統合したほか、同社の不動産賃貸部門を分社化し、CLCコーポレーションを子会社として設立する等、グループによる事業運営に乗り出した。

◆ ツーバイフォー工法のプレカット事業を06年に開始した

06年には、新設した山武工場(千葉県山武市)に在来軸組工法のプレカット加工を移管した一方、市場が拡大してきたツーバイフォー工法のパネル製造を東金工場を開始した。

12年に、子会社のプロスト(現シー・エス・ホーム)が不動産販売業と建築請負業を開始した。

13年にはツーバイフォー工法によるプレカット加工のCAD設計を目的として、ベトナムに CSL CAD VIETNAM COMPANY LIMITED を設立した。

15年に山武工場敷地内に第2工場を新設し、在来軸組プレカット加工機械を刷新し、生産能力増強と省エネ効率化を実現した。

17年11月、同社は東京証券取引所ジャスダック(スタンダード)市場に上場した。

◆ 経営理念

同社の社名は、「木材を通じて顧客に満足戴ける取引に徹する(Customer Satisfaction through Lumber)」という社是を由来としている。また、同社は、以下の経営理念を掲げている。

- (1) 我社は、木造住宅資材の販売流通を通して社会に貢献する。
- (2) 我社は、顧客満足と社会の繁栄、社員の幸福を一致させる。
- (3) 我社は、数値に基づく行動と現場主義の徹底を行動原理とする。

◆ 株主

18/11期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表10の通りである。18年5月末時点において、中井千代助社長、社長の資産管理会社である株式会社千代、社長の親族の保有分は合計で発行済株式総数の51.1%に達している。その他の株主には、従業員持株会、金融機関、取引先等が名を連ね、大株主上位10名で67.9%の株式を保有している。

【 図表 10 】 大株主の状況

株主(敬称略)	18年5月末時点			備考
	株数(株)	割合	順位	
株式会社千代	720,000	40.0%	1	代表取締役社長の資産管理会社
シー・エス・ランバー従業員持株会	132,500	7.4%	2	
吉岡裕之	53,000	2.9%	3	
中井千代助	50,700	2.8%	4	代表取締役社長
中井俊輔	50,000	2.8%	5	代表取締役社長の親族、従業員
中井政助	50,000	2.8%	5	代表取締役社長の親族
中井礼子	49,900	2.8%	7	代表取締役社長の妻
株式会社SBI証券	43,100	2.4%	8	
SMB建材株式会社	36,000	2.0%	9	
株式会社日立ライフ	36,000	2.0%	9	
(大株主上位10位)	1,221,200	67.9%	-	
発行済株式総数	1,800,000	100.0%	-	

(出所) シー・エス・ランバー18/11期第2四半期報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は12/11期以降の数値が開示されている。過去5期の単体決算を見ると、リーマンショックによる落ち込みから住宅着工が緩やかに回復したことや、同社の市場シェアが上昇したこと等を背景に、売上高は年平均7.1%、経常利益は同2.5%増加した(図表11)。

【図表11】シー・エス・ランバーの単体業績推移

(単位:百万円)

	12/11期単	13/11期単	14/11期単	15/11期単	16/11期単	17/11期単
売上高	8,396	9,742	10,818	9,937	10,833	11,806
売上総利益	—	—	—	1,669	1,946	1,996
売上総利益率	—	—	—	16.8%	18.0%	16.9%
販売費及び一般管理費	—	—	—	1,404	1,578	1,708
販管費率	—	—	—	14.1%	14.6%	14.5%
営業利益	—	—	—	264	368	287
営業利益率	—	—	—	2.7%	3.4%	2.4%
経常利益	290	355	405	350	430	329
	3.5%	3.6%	3.7%	3.5%	4.0%	2.8%
当期純利益	65	159	95	215	242	205
従業員数(人)	159	204	230	244	233	253

(注) 12/11期から14/11期までは未監査

(出所) シー・エス・ランバー有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

なお、15/11期は、14年4月の消費税増税前の駆け込み需要によって14/11期が好調だった反動により、減収減益であった。

17/11期までの2期の連結決算では、プレカット事業を中心に減価償却費が急増したものの、プレカット事業や不動産賃貸事業の収益が拡大したため、売上高は年平均8.3%、営業利益は同6.0%増加した(図表12)。

【図表12】シー・エス・ランバーの連結業績推移

(単位:百万円)

	15/11期連	16/11期連	17/11期連
売上高	12,531	13,635	14,702
売上総利益	2,164	2,436	2,585
売上総利益率	17.3%	17.9%	17.6%
販売費及び一般管理費	1,632	1,855	1,986
販管費率	13.0%	13.6%	13.5%
営業利益	532	581	598
営業利益率	4.2%	4.3%	4.1%
経常利益	500	537	544
	4.0%	3.9%	3.7%
当期純利益	235	316	339
EBITDA	732	815	907
EBITDAマージン	5.8%	6.0%	6.2%
減価償却費	200	233	308
従業員数(人)	297	299	328

(出所) シー・エス・ランバー有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 17年11月期決算は前期比7.8%増収、3.0%営業増益

17/11期決算は、売上高が前期比7.8%増の14,702百万円、営業利益が同3.0%増の598百万円、経常利益が同1.4%増の544百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同7.2%増の339百万円となった(図表13)。

【図表13】17年11月期の業績

(単位:百万円)

	16/11期	17/11期							増減率
	通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高	13,635	3,446	3,616	7,063	3,441	4,197	7,639	14,702	7.8%
売上総利益	2,436	—	—	1,163	605	816	1,421	2,585	6.1%
売上総利益率	17.9%	—	—	16.5%	17.6%	19.4%	18.6%	17.6%	—
販売費及び一般管理費	1,855	—	—	956	487	542	1,030	1,986	7.1%
販管費率	13.6%	—	—	13.5%	14.2%	12.9%	13.5%	13.5%	—
営業利益	581	96	110	207	117	273	391	598	3.0%
営業利益率	4.3%	2.8%	3.0%	2.9%	3.4%	6.5%	5.1%	4.1%	—
経常利益	537	83	100	183	109	251	361	544	1.4%
経常利益率	3.9%	2.4%	2.8%	2.6%	3.2%	6.0%	4.7%	3.7%	—
当期(四半期)純利益	316	—	—	109	24	206	230	339	7.2%
EBITDA	815	—	—	348	199	359	558	907	11.3%
EBITDAマージン	6.0%	—	—	4.9%	5.8%	8.6%	7.3%	6.2%	—
減価償却費	233	—	—	141	81	86	167	308	32.0%

(注) 第1四半期、第2四半期、上期の数値は未監査

(出所) シー・エス・ランバー有価証券届出書、決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

17年11月15日の上場時に公表された通期計画に対する達成率は、売上高が99.8%、営業利益は93.0%、経常利益は90.5%、親会社株主に帰属する当期純利益は105.9%であった。

売上高については、プレカット事業は計画をやや上回った一方、その他事業が計画を下回った結果、全体ではほぼ計画並であった。原材料価格の高騰によって売上総利益率が計画以上に低下したため、営業利益と経常利益は計画未達となった。投資有価証券の売却に伴う特別利益を計上したため、親会社株主に帰属する当期純利益は計画をやや上回った。

前期との比較においては、売上総利益率が前期の17.9%から17.6%に低下した。原材料高に加えて、減価償却費の増加も影響した。

一方、販管費率は前期の13.6%から13.5%に若干低下した。販管費が前期比131百万円増加したのは、給料及び手当の増加(66百万円)が主因であった。

セグメント別では、プレカット事業は、売上高(セグメント間の内部売上高を含む)11,754百万円(前期比9.4%増)、セグメント利益259百万円(同15.3%減)であった(図表14)。

【 図表 14 】 17 年 11 月期のセグメント別業績

(単位:百万円)

	セグメント	16/11期		17/11期			増減率	
		通期	上期	3Q	4Q	下期		通期
売上高		13,635	7,063	3,441	4,197	7,639	14,702	7.8%
	プレカット	10,742	5,574	2,889	3,291	6,180	11,754	9.4%
	建築請負	3,435	1,963	749	889	1,638	3,601	4.8%
	不動産賃貸	199	154	49	137	186	340	70.7%
	その他	296	131	28	82	110	241	-18.7%
	調整額	-1,039	-761	-273	-202	-475	-1,236	—
営業利益 (セグメント利益)		581	207	118	273	391	598	3.0%
営業利益率		4.3%	2.9%	3.4%	6.5%	5.1%	4.1%	—
	プレカット	306	65	84	109	194	259	-15.3%
		2.9%	1.2%	2.9%	3.3%	3.1%	2.2%	—
	建築請負	126	17	5	9	14	31	-75.4%
		3.7%	0.9%	0.7%	1.0%	0.9%	0.9%	—
	不動産賃貸	112	112	27	114	141	253	124.9%
		56.7%	72.7%	55.2%	83.8%	76.2%	74.6%	—
	その他	-20	0	1	4	6	6	—
		—	0.0%	5.4%	5.9%	5.8%	2.6%	—
	調整額	56	12	1	34	35	47	—

(注) 上期の数値は未監査、セグメントの売上高はセグメント間の内部売上高を含む

(出所) シー・エス・ランバー有価証券届出書、決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

在来軸組工法向けが、出荷棟数 4,501 棟 (前期 4,302 棟)、出荷坪数 157 千坪 (同 149 千坪)、ツーバイフォー工法向けが、出荷棟数 1,423 棟 (同 1,316 棟)、出荷坪数 81 千坪 (同 73 千坪) であった。

原材料価格の上昇に対して販売価格への転嫁が遅れたことや、減価償却費が増加したことを受けて、営業利益率が低下した。

建築請負事業は、売上高 3,601 百万円 (前期比 4.8%増)、セグメント利益 31 百万円 (同 75.4%減) であった。一般戸建住宅の完工は 216 棟 (前期 216 棟)、大型木造施設の完工 (セグメント間取引を含む) は 19 棟 (同 15 棟) であった。

材料費や外注費が増加した一方、販売価格への転嫁が遅れたことや、補修工事や追加工事の増加によって費用が嵩んだことを受けて、営業利益率が低下した。

不動産賃貸事業は、売上高 340 百万円 (前期比 70.7%増)、セグメント利益 253 百万円 (同 124.9%増) であった。賃貸棟数が前期末の 5 棟から 7 棟に増加したことや、前期は未計上であった礼金収入を 122 百万円計上したことが大幅増益の要因である。

その他事業は、戸建分譲住宅7棟の販売等を行った結果、売上高241百万円(前期比18.7%減)、セグメント利益6百万円(前期は20百万円の損失)であった。

◆ 18年11月期上期決算は前年同期比10.3%減収、82.9%営業減益
18/11期第2四半期累計期間(以下、上期)の業績は、前年同期の数値は監査証明を受けていないため前年同期比は参考数値となるが、売上高6,334百万円(前年同期比10.3%減)、営業利益35百万円(同82.9%減)、経常利益15百万円(同91.5%減)、親会社株主に帰属する四半期純損失4百万円(前年同期は109百万円の利益)であった(図表15)。

【図表15】18年11月期上期の業績

(単位:百万円)

	17/11期				18/11期			
	上期	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
売上高	7,063	7,639	14,702	7.8%	2,976	3,358	6,334	-10.3%
売上総利益	1,164	1,421	2,585	6.1%	505	531	1,037	-10.9%
売上総利益率	16.5%	18.6%	17.6%	—	17.0%	15.8%	16.4%	—
販売費及び一般管理費	956	1,030	1,986	7.1%	499	502	1,001	4.7%
販管費率	13.5%	13.5%	13.5%	—	16.8%	15.0%	15.8%	—
営業利益	207	391	598	3.0%	6	28	35	-82.9%
営業利益率	2.9%	5.1%	4.1%	—	0.2%	0.9%	0.6%	—
経常利益	183	361	544	1.4%	-2	18	15	-91.5%
	2.6%	4.7%	3.7%	—	-0.1%	0.5%	0.2%	—
当期(四半期)純利益	109	230	339	7.2%	-12	7	-4	—
EBITDA	348	558	907	11.3%	83	112	196	-43.7%
EBITDAマージン	4.9%	7.3%	6.2%	—	2.8%	3.3%	3.1%	—
減価償却費	141	167	308	32.0%	77	83	160	14.1%

(出所) シー・エス・ランバー決算短信、四半期報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

期初計画に対する達成率は、売上高が88.0%、営業利益は14.6%、経常利益は6.8%であった。

売上高については、相続税の節税対策等による需要が一巡した貸家着工戸数の減少等から、プレカット事業や建築請負事業が計画を大きく下回った模様である。

在来軸組工法の主要原材料であるRW集成材(欧州赤松)や、ツーバイフォー工法の主要原材料であるSPF材(スプルース、パイン、ファー等の常緑針葉樹の総称)の価格高騰を受けて、製品価格の引き上げに動いたものの、利幅の回復に時間を要したため、上期の売上総利益率は計画を下回った。結果、売上高の計画未達と共に、営業利益の計画未達に繋がった。

前年同期比では、売上総利益率が 17/11 期上期の 16.5%から 16.4%に低下した。原材料高に加えて、減価償却費の増加も影響した。

一方、販管費率は前年同期の 13.5%から 15.8%に悪化した。販管費が前年同期比 45 百万円増加したのは、人件費の増加が主因と見られる。

セグメント別では、プレカット事業は、売上高（セグメント間の内部売上高を含む）5,522 百万円（前年同期比 0.9%減）、セグメント利益 0 百万円（前年同期は 65 百万円の利益）であった（図表 16）。

【 図表 16 】 18 年 11 月期上期のセグメント別業績

(単位：百万円)

	セグメント	17/11期				18/11期			
		上期	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
売上高		7,063	7,639	14,702	7.8%	2,976	3,358	6,334	-10.3%
	プレカット	5,574	6,180	11,754	9.4%	2,777	2,744	5,522	-0.9%
	建築請負	1,963	1,638	3,601	4.8%	433	660	1,094	-44.3%
	不動産賃貸	154	185	340	70.7%	54	62	116	-24.9%
	その他	131	109	241	-18.7%	—	110	110	-15.6%
	調整額	-761	-475	-1,236	—	-289	-219	-508	—
営業利益（セグメント利益）		207	391	598	3.0%	6	28	35	-82.9%
営業利益率		2.9%	5.1%	4.1%	—	0.2%	0.9%	0.6%	—
	プレカット	65	194	259	-15.3%	7	-6	0	-99.6%
		1.2%	3.1%	2.2%	—	0.3%	-0.2%	0.0%	—
	建築請負	17	14	31	-75.4%	-35	-18	-54	—
		0.9%	0.9%	0.9%	—	—	—	—	—
	不動産賃貸	112	141	253	124.9%	34	37	71	-36.5%
		72.5%	76.4%	74.6%	—	62.8%	60.0%	61.3%	—
	その他	0	6	6	—	-7	4	-2	—
		0.0%	5.8%	2.6%	—	—	4.0%	—	—
	調整額	12	35	47	—	7	13	20	—

(注) 17/11 期上期の数値は未監査、セグメントの売上高はセグメント間の内部売上高を含む
(出所) シー・エス・ランバー決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

在来軸組工法向けが、出荷棟数 2,090 棟（前年同期 2,142 棟）、出荷坪数 72 千坪（同 75 千坪）、ツーバイフォー工法向けが、出荷棟数 679 棟（同 645 棟）、出荷坪数 37 千坪（同 36 千坪）であった。

原材料価格が上昇した一方、販売価格への転嫁が遅れたことや、受注拡大を見込んで人員や設備を増強したことに伴い、人件費や減価償却費が増加したことから、営業利益率は大幅な悪化を余儀なくされた。

建築請負事業は、売上高 1,094 百万円（前年同期比 44.3%減）、セグメント損失 54 百万円（前年同期は 17 百万円の利益）であった。一般戸建住宅の完工は 49 棟（前年同期 111 棟）、大型木造施設の完工（セグメント間取引を含む）は 8 棟（同 12 棟）であった。

17/11 期下期以降、顧客と価格面で折り合いがつかず、受注を絞ったことから、売上高が大幅に落ち込み、営業損益は赤字に転落した。

セグメントの受注高（セグメント間の内部取引を含む）は、17/11 期上期 1,819 百万円、17/11 期下期 1,575 百万円、18/11 期上期 1,364 百万円と、半期ベースの減少幅はやや縮小した。受注残高については、17/11 期上期末 657 百万円、17/11 期末 594 百万円、18/11 期上期末 865 百万円と、足元で増加に転じた。

不動産賃貸事業は、売上高 116 百万円（前年同期比 24.9%減）、セグメント利益 71 百万円（同 36.5%減）であった。

賃貸棟数は 17/11 期上期末の 9 棟から 11 棟に増加したものの、そのうち 4 棟は 18 年 4 月に開所した保育所であり、期間収益への寄与は限定的であった一方、17/11 期下期に賃貸契約を解除した施設と売却した施設があったため、賃料収入は微減となった。もう一つの収益源である礼金収入については、前年同期は 33 百万円計上されていたが、18/11 期上期には計上がなかったため、大幅減益を余儀なくされた。

その他事業は、東京都や千葉県で 3 区画の販売を行った結果、売上高 110 百万円（前年同期比 15.6%減）、セグメント損失 2 百万円（前年同期は 0 百万円）であった。

> 他社との比較

◆ 木材のプレカット加工を事業の一部とする木材関連企業と比較

同社以外には木材のプレカット加工を主要事業とする上場企業は見当たらない。そこで、木材関連企業の中で、プレカット加工を事業の一部としている企業をビジネスモデルが同社と類似している企業として選定した。

具体的には、各種内装建材とプレカット加工材等の構造部材を生産販売するセブン工業、内装材、住宅機器、繊維板を中心に、プレカット加工材も製造する住宅建材事業と、合板を輸入・製造販売する合板事業を展開するノダ、住宅建材を仕入販売する建材事業を主力としつつ、プレカット加工を行う加工事業も展開する O C H I ホールディングスである（図表 17）。

各社を比較すると、規模では長い社歴を持ち、内装建材や住宅設備等も取り扱うノダと O C H I ホールディングスがその他 2 社を圧倒している。一方、事業構成は異なるものの、セブン工業と同社の規模は、3 つの項目のいずれにおいても、ほぼ同水準となっている。

【 図表 17 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄	シー・エス・ランバー	セブン工業	ノダ	OCHI	
	コード	7808	7896	7879	3166	
	直近決算期	17/11期	18/3期	17/11期	18/3期	
規模	売上高	百万円	14,702	14,090	66,897	95,028
	経常利益	百万円	544	372	4,796	2,065
	総資産	百万円	11,077	11,575	55,905	47,583
収益性	自己資本利益率	%	17.2	5.6	14.5	10.3
	総資産経常利益率	%	5.2	3.3	8.8	4.4
	売上高営業利益率	%	4.1	2.8	6.7	2.0
成長性	売上高 (2年平均成長率)	%	8.3	5.9	4.9	6.0
	営業利益 (同上)	%	6.0	49.2	100.8	14.8
	経常利益 (同上)	%	4.3	64.2	73.7	13.8
	総資産 (同上)	%	14.4	1.2	6.7	5.3
安全性	自己資本比率	%	20.9	52.9	39.5	28.9
	流動比率	%	101.2	168.1	162.4	104.2
	固定長期適合率	%	98.8	63.8	63.7	92.8

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその2期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所) シー・エス・ランバー及び各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

安全性に関しては、株主資本に厚みを持ち、有利子負債が少ないセブン工業が最も良好な数値を誇る。利益剰余金が積み上がっているノダの数値もセブン工業に次いで良好である。一方、商社ビジネスを主体とするOCHIホールディングスの自己資本比率は、仕入債務残高が高水準となっているため、30%を下回り、セブン工業とノダよりも低位にある。賃貸不動産を持つ同社は、有形固定資産と有利子負債が膨らんでいることから、自己資本比率が4社の中で最も低くなっている。

収益性では、売上高営業利益率と総資産経常利益率で首位に立つノダの数値が総合的に見て最も良好である。同社は自己資本利益率では首位、売上高営業利益率と総資産経常利益率では2位に位置しており、収益性ではやや優位にあると評価できる。

成長性については、売上高と総資産では、同社の数値の伸びが高い。一方、他の3社は営業利益や経常利益の成長率で同社を上回っているものの、いずれも2期前の利益水準は4期前から大幅に落ち込んでいる。総合的に見ると、同社の成長性が他社よりもやや優位にあると評価できる。

全体的には、比較対象会社に比べ、規模や安全性では見劣りするが、収益性や成長性ではやや魅力的な水準にあると言えよう。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は木材に関する知識や事業経験の蓄積にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、木材に関する知識や事業経験に関係している(図表18)。

【図表18】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・大手住宅会社から地場の中堅不動産会社まで顧客層は幅広い	・プレカット事業と建築請負事業の顧客数	約310社、約50社
		・保育所等の長期契約が可能な事業者に対する不動産賃貸の拡大を目指している	・不動産賃貸事業の賃貸及び管理棟数	7棟
		・最大手顧客においても売上高の1割程度を占める程度に過ぎない	・最大手顧客の売上高構成比	9.4%
	ブランド	・首都圏の取引先には社名が浸透しているが、上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・社名変更からの経過年数	22年
		・プレカット事業においては、大手建材会社を中心に木材を仕入れている	・上場からの経過年数	1年(18年9月時点)
	事業パートナー	・建築請負事業においては、大手住宅会社や中堅不動産会社の下請け比率が高い	・仕入先社数	約100社
・建築請負事業においては、施工面の大部分を外注先に依存している		・建築請負事業売上高に占める下請け比率	70~80%	
組織資本	プロセス	・生産と販売を人口が集中する首都圏に限定することで、顧客ニーズに迅速に対応すると共に、配送効率やコスト競争力を高めている	・プレカット事業の売上高運賃比率	5.8%
		・プレカット事業の顧客の一部からは、プレカット済み木材の組立や住宅建築を請負っており、川下領域における付加価値の取り込みを図っている	・在来軸組とツーバイフォーの出荷坪数	157千坪、81千坪
		・プレカット事業において、在来軸組とツーバイフォーの両工法に対応している	・一般戸建住宅と大型木造住宅・施設の完工棟数(セグメント間の内部取引を含む)	216棟、19棟
	知的財産ノウハウ	・建築請負事業においては、一般戸建住宅に加え、大型木造住宅・施設にも注力している	・不動産賃貸事業の営業利益構成比(調整額を除くベース)	46.1%
		・木材一般建築物を中心とした不動産物件を長期契約で賃貸することで、安定収益の確保、拡大に努めている		
		・木材に関する豊富な知識に基づいて、原材料となる木材の樹種変更を顧客に提案する等、顧客及び自社のコスト削減に向けた取り組みを重視している		
人的資本	経営陣	・端材の発生抑制や、再利用の促進に向けた施策により、歩留まり改善や木材産業廃棄物の削減を追求するノウハウを蓄積している		
		・社長は木材業界で長年の経験がある	・社長の業界経験年数	45年
	従業員	・社長による経営へのコミットメント	・社長と社長の資産管理会社の保有株数	770,700株(42.8%)
		・外国人技能実習生を積極的に受け入れている	・外国人技能実習生の人数	37人
		・女性が働きやすい環境作りや女性管理職候補の育成に努めている	・連結従業員に占める女性比率	22.3%
		・インセンティブ制度	・ストックオプション	82,200株(4.6%)
		・従業員持株会	127,800株(7.1%)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、17/11期または17/11期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は取締役保有分を含む。

(出所) シー・エス・ランバー有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社が属する木材プレカット加工業界においては、全国各地に有力メーカーが存在するため、単純に販売エリアを広げることは難しく、独自性のある事業戦略を立案・実行することが求められる。

同社は、1) 在来軸組とツーバイフォーの両工法に対応していることや、2) 建築請負に事業領域を広げることでプレカット材の販売量を拡大していること、3) 戸建住宅のみならず、大型木造住宅・施設の建築請負も手掛けていること等の事業戦略を推進しており、プレカット材の加工ビジネスを深掘りすると共に、顧客との利益相反を避けながら、川下領域での付加価値の取り込みを進めてきている。

また、原材料価格の高騰に対応した木材の樹種変更や、端材の発生抑制に向けた施策にも注力している。

こうした経営姿勢の背景には、同社の木材に関する知識や事業経験の蓄積があり、そのことが同社の知的資本の源泉を形成していると当センターは考えている。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、地球環境の保全に十分配慮することを環境に対する基本姿勢とし、加工工程で発生する端材の再利用やリサイクルに取り組むことにより、循環型社会の構築に向けて努力している。

具体的には、プレカット事業において、標準サイズの木材を集中して仕入れるのではなく、受注したプレカット材の寸法に応じて、異なるサイズの木材を調達することで極力、端材の発生を抑制している。

端材が発生した際も、天井裏や床材に用いられる束(つか)といった短材での利用に取り組んでいる。自社で利用できない短材は再生業者に販売する他、短材では売れない木材はチップ化して販売する等、極力、端材を産業廃棄物として処理しないことを目指している。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、企業の社会的責任(CSR)の推進を確保するため、以下の方針を定めている。

- 1) 「社是」及び「シー・エス・ランバーグループ経営理念」に基づき、あらゆる事業活動を通じて調和のとれた持続可能な社会の発展に貢献する。
- 2) 企業が社会へ与える影響に責任を持ち、全てのステークホルダーとのオープンなコミュニケーションを通じて適切に意思決定をし、ステークホルダーとの健全な関係の維持・発展に貢献する。
- 3) 業界団体の諸活動等にも積極的に参画し、木造住宅が豊かな社会生活に対してできるものを追求する。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は取締役7名(うち社外取締役2名)で構成されている。

社外取締役の馬締和久氏は、阪和興業(8078 東証一部)で取締役を

務めた経験があり、16年9月に同社の取締役役に就任した。もう1人の社外取締役である石塚英一氏は弁護士であり、18年2月に同社の取締役役に就任した。

監査役会は監査役3名(うち社外監査役2名)で構成されている。

社外監査役の鈴木徹男氏は、千葉銀行(8331 東証一部)で取締役を務めた経験があり、14年2月に同社の監査役に就任した。もう1人の社外監査役である菅谷真人氏は公認会計士であり、17年2月に同社の監査役に就任した。

17/11期の株主総会招集通知によれば、17/11期に開催された23回の取締役会において、鈴木監査役は22回に、馬締取締役は21回に出席した。菅谷監査役は、17年2月の就任後に開催された全19回の取締役会に出席した。18年2月の株主総会をもって社外取締役を退任した鈴木庸夫氏は、17年2月の就任後に開催された19回の取締役会において、12回に出席した。

17/11期に10回開催された監査役会については、鈴木監査役、菅谷監査役ともその全てに出席している。こうしたことから、退任した鈴木取締役の取締役会への出席状況には問題はあったものの、全体として見れば経営の監督体制は機能しているものと思われる。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 新規取引先の開拓及び営業エリアの拡大

同社は、20年以降、首都圏においても住宅需要は低調となり、新設住宅着工が減少し、プレカット加工業界においても淘汰の時代を迎えると予想している。一方、同社は、生産・販売エリアを首都圏に限定しているものの、プレカット事業の首都圏市場における販売シェアはまだ低いため、新規取引先の開拓が経営課題であると認識している。

プレカット事業に比べて商圏が狭い建築請負事業においては、プレカット事業よりも過去2期の増収率が低くなっており、営業エリアの拡大が課題となっている。

◆ コスト競争力の強化

住宅関連業界における将来の競争激化に備えるため、プレカット事業や建築請負事業におけるコスト競争力の強化についても、同社は重要な経営課題であると捉えている。

> 今後の事業戦略

◆ プレカット事業をベースとした安定的な収益拡大を目指す

同社は、今後の成長イメージとして、長期的に全ての事業の売上高を伸ばす中で、事業別売上高構成比では、プレカットの引下げと、建築請負、不動産賃貸、その他の引上げを図り、営業利益率が上昇する姿を描いている。

事業別売上高や営業利益率の数値目標は公表されていないものの、決算説明会資料で開示されたグラフを見る限り、事業別売上高構成比は、将来、プレカット約50% (17/11期外部顧客ベース73.7%)、建築請負約30% (同22.4%)、不動産賃貸約15% (同2.3%)、その他約5% (同1.6%)を想定している模様であり、事業毎に以下の事業戦略を掲げている。

◆ プレカット事業と建築請負事業でコスト競争力の強化を図る

プレカット事業におけるコスト競争力の強化策としては、1) 廉価で適切な強度を持つ材木樹種への変更提案の推進や、2) 歩留まり率の向上及び余り端材の削減、3) 製材工程の一部内製化、4) 製品の搬入先に合わせたトラックサイズの最適化とトラック台数の削減等が挙げられる。

建築請負事業においては、物件毎の原価管理を徹底する他、外注先の協力業者に対する発注価額について、工数及び資材単価、労務単価を定期的に見直すこと等を対策として掲げている。

◆ **建築請負事業では営業エリアの拡大等に取り組む**

建築請負事業においては、現状は千葉県及び東京都東部としている営業エリアを、将来、埼玉県にも広げることで、事業の拡大を図る方針を示している。

その他、大型木造住宅・施設への取り組みの強化や、有害物質が発生しない天然素材を使用し、ストレスを感じない間取りをコンセプトとした注文住宅の自社ブランドである「Health-ie (ヘルシエ)」の販売促進も掲げている。

◆ **不動産賃貸事業では保育所の建築・賃貸を拡大する**

不動産賃貸事業においては、共同貸家住宅や介護施設よりも需要が強く、高い利回りが期待できる保育所の建築、賃貸を増やすことで、安定収益源を拡大する方針である。大型木造施設が建築できる案件では、グループで建築から手掛けられる強みもあり、特に注力する姿勢を示している。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 19 のようにまとめられる。

【 図表 19 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・木材のプレカット加工から、建築請負、不動産賃貸に至るまで木材建築のトータルサービスを提供 ・首都圏に展開エリアを限定することでコスト競争力を高めていること ・東栄住宅を始めとする約300社の安定取引先を有していること ・在来軸組とツーバイフォーの両工法に対応することでプレカット事業の安定性を高めていること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・プレカット事業の売上高への依存度が高いこと ・建築請負事業の業績が不安定であること ・競合企業に対する事業規模の小ささ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・建築請負事業や不動産賃貸事業における営業エリアの拡大 ・M&Aや新規顧客開拓によるプレカット事業における市場シェアの拡大 ・保育所需要の拡大による不動産賃貸事業の成長
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・少子高齢化による国内新築住宅市場の縮小 ・プレカット材の需給環境悪化によって、価格競争が激化すること ・待機児童数の減少によって、保育所の新規開設需要が一巡すること

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ コスト競争力の強化は業界の勝ち組となるための必須条件

当センターでは、同社と同様に、20 年以降、国内住宅着工は大幅に減少する可能性が強いと考えており、勝ち組となるための最重要ポイントはコスト競争力であると認識している。

18 年 6 月に新設した連結子会社シー・エス・マテリアルの設立目的は、外部顧客への販売強化ではなく、短材プレカット加工の生産性向上や、製材の内製化によるコスト競争力の強化であり、当センターは 19/11 期以降の収益性の向上に繋がるものとして期待している。

◆ 不動産賃貸事業の強化は安定性と成長性の観点から評価できる

不動産賃貸は、一般的に安定したビジネスであるが、同社の場合、保育所を中心とした長期の固定家賃による契約を原則としており、住宅やオフィス、商業施設、物流センターを対象にした賃貸ビジネスと比べて、安定性が高い事業であると考えられる。

加えて、同社の他の事業がフロー型ビジネスであることを考慮すれば、不動産賃貸事業の強化は、グループ全体の利益の安定性を高めることに繋がるため、ポジティブに評価できる。

厚生労働省によると、保育所の待機児童は、18 年 4 月 1 日時点で、前年同期比 6,186 人減り、19,895 人となったものの、同社が保育所を

賃貸している地域の待機児童率(保育所の利用申し込みをした人のうち、待機児童になった人の比率)は、東京都は1.86%、千葉県は1.27%と、全国平均の0.73%に比べて高く、同社の展開エリアでの保育所の開設需要は依然として大きいと思われる。

同社の不動産賃貸事業は、規模が小さく、売上面での寄与は限定的であるものの、他の事業に比べて利益率が極めて高いため、利益面での貢献は大きい。よって、当センターでは、不動産賃貸事業の強化は成長性の観点でも評価できると考えている。

> 今後の業績見通し

◆ 18年11月期の営業利益の計画は14%増から2%減に修正された
18/11期の期初計画は、売上高15,300百万円(前期比4.1%増)、営業利益680百万円(同13.6%増)、経常利益630百万円(同15.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益410百万円(同20.6%増)であったが、18年5月21日に、売上高15,300百万円(同4.1%増、修正なし)、営業利益590百万円(同1.5%減)、経常利益540百万円(同0.9%減)、親会社株主に帰属する当期純利益350百万円(同3.0%増)に修正された(図表20)。

【図表20】シー・エス・ランバーの過去の業績と18年11月期の計画

(単位:百万円)

	セグメント	15/11期	16/11期	17/11期	18/11期会社計画			
		実績	実績	実績	期初計画	増減率	修正計画	増減率
売上高		12,531	13,635	14,702	15,300	4.1%	15,300	4.1%
	ブレカット	9,852	10,742	11,754	11,973	1.9%	11,982	1.9%
	建築請負	3,175	3,435	3,601	3,719	3.3%	3,657	1.6%
	不動産賃貸	219	199	340	316	-7.1%	346	1.8%
	その他	324	296	241	618	156.4%	659	173.4%
	調整額	-1,040	-1,039	-1,236	-1,327	-	-1,345	-
売上総利益		2,164	2,436	2,585	-	-	-	-
売上総利益率		17.3%	17.9%	17.6%	-	-	-	-
販売費及び一般管理費		1,632	1,855	1,986	-	-	-	-
販管費率		13.0%	13.6%	13.5%	-	-	-	-
営業利益		532	581	598	680	13.6%	590	-1.5%
営業利益率		4.2%	4.3%	4.1%	4.4%	-	3.9%	-
	ブレカット	201	306	259	-	-	198	-23.6%
	建築請負	158	126	31	-	-	74	138.7%
	不動産賃貸	121	112	253	-	-	232	-8.3%
	その他	-10	-20	6	-	-	30	400.0%
	調整額	62	56	47	-	-	53	-
経常利益		500	537	544	630	15.7%	540	-0.9%
経常利益率		4.0%	3.9%	3.7%	4.1%	-	3.5%	-
当期純利益		235	316	339	410	20.6%	350	3.0%

(注) セグメントの売上高はセグメント間の内部売上高を含む

(出所) シー・エス・ランバー有価証券届出書、決算短信及び決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

売上高の計画は全体としては据え置かれたが、事業別(内部売上高を含む)では、プレカット事業 11,973 百万円→11,982 百万円、建築請負事業 3,719 百万円→3,657 百万円、不動産賃貸事業 316 百万円→346 百万円、その他事業 618 百万円→659 百万円に修正された。

なお、不動産賃貸事業については、下半期に計上が見込まれる礼金収入が期初計画よりも 1 棟分増える見込みとなったことが上方修正の主因となっている。

営業利益計画の減額については、原材料価格の上昇を受けて販売価格の引上げに取り組むものの、上期計画の未達分を下期で全て取り戻すのは困難と判断したと同社は説明している。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 18/11 期業績を、売上高 14,972 百万円(前期比 1.8%増)、営業利益 538 百万円(同 10.1%減)、経常利益 492 百万円(同 9.7%減)、親会社株主に帰属する当期純利益 322 百万円(同 5.2%減)と予想する(図表 21)。

【 図表 21 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	16/11	17/11	18/11CE	18/11E	19/11E	20/11E
損益計算書						
売上高	13,635	14,702	15,300	14,972	16,165	16,527
前期比	8.8%	7.8%	4.1%	1.8%	8.0%	2.2%
セグメント	-	-	-	-	-	-
プレカット	10,742	11,754	11,982	11,973	12,793	12,699
建築請負	3,435	3,601	3,657	3,300	3,597	3,762
不動産賃貸	199	340	346	347	426	487
その他	296	241	659	630	630	630
調整額	-1,039	-1,236	-1,345	-1,278	-1,281	-1,051
売上総利益	2,436	2,585	-	-	-	-
売上総利益率	17.9%	17.6%	-	-	-	-
販売管理費	1,855	1,986	-	-	-	-
販管費率	13.6%	13.5%	-	-	-	-
営業利益	581	598	590	538	668	717
前期比	9.2%	3.0%	-1.5%	-10.1%	24.1%	7.3%
営業利益率	4.3%	4.1%	3.9%	3.6%	4.1%	4.3%
セグメント	-	-	-	-	-	-
プレカット	306	259	198	197	272	302
建築請負	126	31	74	32	56	69
不動産賃貸	112	253	232	233	264	279
その他	-20	6	30	25	25	25
調整額	56	47	53	51	51	42
経常利益	537	544	540	492	610	655
前期比	7.2%	1.4%	-0.9%	-9.7%	24.0%	7.4%
経常利益率	3.9%	3.7%	3.5%	3.3%	3.8%	4.0%
当期純利益	316	339	350	322	371	401
前期比	34.5%	7.2%	3.0%	-5.2%	15.2%	8.0%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) シー・エス・ランバー決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

会社計画に対しては、売上高は 328 百万円、営業利益は 52 百万円下回ると見込んでいる。上期業績が大幅に悪化した建築請負事業について、同社は受注回復を受けて下期に急回復すると計画しているが、当センターは工事施工が遅れるリスク等を考慮して予想を策定した。

セグメント別では、プレカット事業については、上期は原材料価格の高騰を受けて大幅減益を余儀なくされたものの、製品価格の引上げ効果が下期から発現してくると考え、売上高 11,973 百万円(前期比 1.9%増)、営業利益 197 百万円(同 24.1%減)と予想した。

建築請負事業については、17/11 期下期以降の受注の落ち込みから上期の売上高は 1,094 百万円(前年同期比 44.3%減)に急減したものの、第 2 四半期から受注が急回復している模様であるため、下期の売上高を 17/11 期上期(1,963 百万円)を上回る 2,205 百万円(同 34.6%増)と予想した。結果、通期では、売上高 3,300 百万円(前期比 8.4%減)、営業利益 32 百万円(同 3.5%増)と想定した。

不動産賃貸事業については、長期契約、かつ、固定家賃の形態を採っていることや、上期決算の発表時点で、期中の礼金収入の金額や時期がほぼ明確になっていると見られることから、会社予想並みでの着地を見込み、売上高 347 百万円(前期比 2.0%増)、営業利益 233 百万円(同 8.2%減)と予想した。なお、増収にもかかわらず営業利益率の低下を見込んだのは、礼金収入が減少すると想定したためである。

その他事業については、大型新築分譲住宅である蘇我 5 丁目プロジェクト(千葉市、全 15 画)を中心に、下期に入ってから契約状況を踏まえた事業計画であると見られるが、過去 3 期の通期売上高が 2.4 億円~3.3 億円にとどまっていることを考慮し、売上高 630 百万円(前期比 161.0%増)、営業利益 25 百万円(同 3.9 倍)と、会社予想をやや下回ると予想した。

19/11 期は、売上高 16,165 百万円(前期比 8.0%増)、営業利益 668 百万円(同 24.1%増)と見込んだ。

セグメント別では、プレカット事業については、19 年 10 月に予定されている消費増税を控えた駆け込み需要が若干発生すると想定したことや、前期の途中から実施した製品価格の引上げ効果が多少残ると見られること、16/11 期から 17/11 期に掛けて実施した設備投資に伴う減価償却費の負担が軽減してくると考えたことから、売上高 12,793 百万円(前期比 6.8%増)、営業利益 272 百万円(同 38.1%増)と予想した。

建築請負事業については、消費増税前の駆け込み需要に加えて、営業エリアの拡大等の施策により、取引先の増加や1社当たりの取引金額の拡大を見込んだことから、売上高 3,597 百万円（前期比 9.0%増）、営業利益 56 百万円（同 74.0%増）と想定した。

不動産賃貸事業については、1) 18 年 4 月に開所した保育所の賃料収入が通期で寄与することや、2) 19 年 4 月に開所が予定されている 4 カ所の保育所の賃料収入の貢献が始まること、3) 20 年 4 月の開所を計画する保育所との契約を 3 カ所獲得すると想定し、その礼金収入を見込んだことから、売上高 426 百万円（前期比 22.8%増）、営業利益 264 百万円（同 13.3%増）と予想した。

なお、増収にもかかわらず営業利益率の低下を見込んだのは、礼金収入の減少に加え、保育所の開設増加に伴い、減価償却費が大幅に増加すると想定したためである。

その他事業については、売上高の方向性を判断する材料がないため、売上高、営業利益共に前期比横ばいと予想した。

20/11 期は、売上高 16,527 百万円（前期比 2.2%増）、営業利益 717 百万円（同 7.3%増）と見込んだ。

セグメント別では、プレカット事業については、消費増税前の駆け込み需要の反動減が若干発生すると想定した一方、減価償却費の減少が継続すると考えたことから、売上高 12,699 百万円（前期比 0.7%減）、営業利益 302 百万円（同 11.0%増）と予想した。

建築請負事業については、消費増税前の駆け込み需要の反動による減収要因を、取引先の増加や1社当たりの取引金額の拡大による増収要因が上回ると見込んだことから、売上高 3,762 百万円（前期比 4.6%増）、営業利益 69 百万円（同 23.3%増）と想定した。

不動産賃貸事業については、1) 19 年 4 月の開所が予定される保育所の賃料収入が通期で寄与することや、2) 20 年 4 月の開所を見込んだ保育所の賃料収入が貢献すると織り込んだこと、3) 21 年 4 月の開所を計画する保育所との契約を 2 カ所獲得すると想定し、その礼金収入を見込んだことから、売上高 487 百万円（前期比 14.3%増）、営業利益 279 百万円（同 5.7%増）と予想した。

その他事業については、19/11 期予想と同様に、売上高、営業利益共に前期比横ばいと予想した。

配当に関して同社は、必要な内部留保を確保しつつ、配当の継続性、安定性を考慮した上で、経営成績に応じた配当を実施するという基本方針だけを掲げており、18/11 期の一株当たり年間配当金については 40 円を計画している。当センターでは、同社の配当方針と当センターの業績予想に前提に、18/11 期は 40 円、19/11 期は 45 円、20/11 期は 50 円と見込んでいる。

【 図表 22 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	16/11	17/11	18/11CE	18/11E	19/11E	20/11E
貸借対照表						
現預金	1,364	1,733	-	1,866	1,907	1,964
売上債権	2,301	2,555	-	2,600	2,820	2,870
棚卸資産	994	998	-	1,010	1,061	1,066
その他	112	174	-	186	186	186
流動資産	4,773	5,461	-	5,664	5,975	6,087
有形固定資産	4,528	5,199	-	6,620	7,033	7,236
無形固定資産	91	116	-	81	66	55
投資その他の資産	346	300	-	300	300	300
固定資産	4,966	5,616	-	7,002	7,399	7,592
資産合計	9,740	11,077	-	12,666	13,375	13,680
仕入債務	2,630	2,569	-	2,630	2,800	2,820
短期借入金	1,537	1,342	-	1,342	1,342	1,342
その他	1,318	1,482	-	1,754	1,607	1,453
流動負債	5,487	5,394	-	5,726	5,749	5,615
長期借入金	1,424	2,130	-	3,316	3,889	4,183
その他	1,195	1,232	-	1,028	842	668
固定負債	2,620	3,363	-	4,345	4,732	4,852
純資産合計	1,632	2,320	-	2,594	2,893	3,213
(自己資本)	1,632	2,320	-	2,594	2,893	3,213
(非支配株主持分+新株予約権)	-	-	-	0	0	0
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	471	491	-	486	560	605
減価償却費	233	308	-	369	333	324
売上債権の増減額 (-は増加)	40	-253	-	-44	-220	-50
棚卸資産の増減額 (-は増加)	34	-3	-	-12	-50	-5
仕入債務の増減額 (-は減少)	324	-60	-	60	170	20
その他	91	177	-	12	20	19
法人税等の支払額	-264	-117	-	-159	-171	-193
営業活動によるキャッシュ・フロー	931	542	-	711	642	719
固定資産の取得による支出	-747	-980	-	-1,186	-816	-575
その他	163	166	-	-367	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-583	-814	-	-1,553	-816	-575
短期借入金の増減額 (-は減少)	96	-195	-	0	0	0
長期借入れによる収入	822	1,263	-	1,600	900	600
長期借入金の返済による支出	-910	-593	-	-374	-396	-399
株式の発行による収入	-	406	-	0	0	0
配当金の支払額	-34	-39	-	-62	-72	-81
その他	-195	-196	-	-207	-216	-206
財務活動によるキャッシュ・フロー	-221	645	-	955	214	-87
現金及び現金同等物に係る換算差額	0	0	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	127	373	-	113	40	56
現金及び現金同等物の期首残高	1,197	1,325	-	1,699	1,812	1,853
現金及び現金同等物の期末残高	1,325	1,699	-	1,812	1,853	1,910

(注) CE : 会社予想 E : 証券リサーチセンター予想

(出所) シー・エス・ランバー決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 木造住宅の着工戸数の変動が業績に影響を与える可能性

プレカット事業及び建築請負事業は、住宅着工戸数の中でも、木造住宅(持家、貸家)の着工戸数の動向に大きく影響を受ける構造にある。そのため、景気や金利、地価、木材等の資材価格の変動や、消費税や住宅に関する税制の変更によって、木材住宅の着工戸数が大きく変動した場合、同社の業績に影響を与える可能性がある。

長期的には、少子化による人口減少により、国内住宅着工は減少に向かうと同社は予想している。プレカット製品における市場シェアの上昇や、保育所の賃貸事業等、住宅着工の影響を受けにくい事業の拡大等で住宅着工の減少の影響をカバー出来ないと、将来、同社の業績は低迷する可能性がある。

◆ 第4四半期に利益が偏重する季節性

同社グループの住宅に関する木材の加工製品及び建築請負業に係る売上高は、9月から12月までに需要が集中する季節性がある。一方、同社グループのコストは変動費の割合が大きいため、人件費等の固定費については季節性による変動が小さいため、営業利益は売上高よりも第4四半期に偏重する傾向がある(図表23)。

【図表23】シー・エス・ランバーの四半期業績推移

(単位:百万円)

	16/11期					17/11期				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期
売上高	3,287	3,318	3,058	3,970	13,635	3,446	3,616	3,441	4,197	14,702
構成比	24%	24%	22%	29%	100%	23%	25%	23%	29%	100%
営業利益	121	94	77	287	581	96	111	117	273	598
構成比	21%	16%	13%	49%	100%	16%	19%	20%	46%	100%
経常利益	115	85	80	255	537	83	100	109	251	544
構成比	22%	16%	15%	48%	100%	15%	18%	20%	46%	100%

(注) 構成比の合計値は、四捨五入の関係で必ずしも100%にならない場合がある。

(出所) シー・エス・ランバー有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

実際、通期実績に占める第4四半期の営業利益の構成比は、16/11期においては49%、17/11期においては46%となっている。

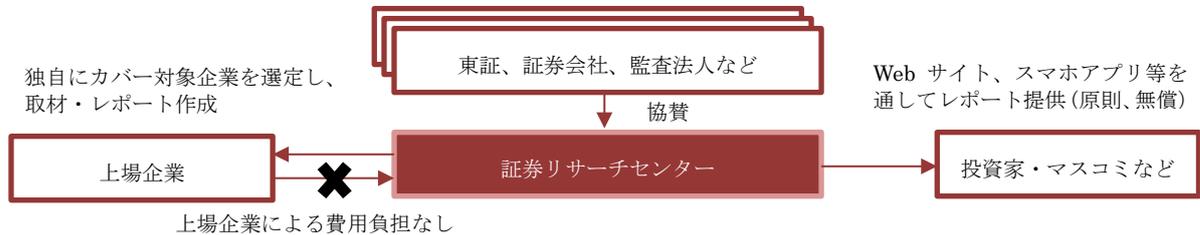
◆ 原材料価格の変動に伴うリスク

同社が取り扱う木材の多くは、輸入品であり、原産国及び国際的な木材市況や為替相場の変動、輸送コストの変動は、同社の原材料調達コストに影響を与える可能性がある。同社では、必要に応じて、為替予約の実施、生産効率の向上、販売価格の見直し等の対策を講じているものの、対策が後手に回った場合、同社の収益性が大きく変動する可能性があり、注意が必要である。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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、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。
- ・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・間接的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ため、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。