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

アップデート・レポート
2020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 20200225

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved. 本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

シー・エス・ランバー（7808 東証JQS）

発行日：2020/2/28

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
プレカット事業の採算改善により、20 年 5 月期の利益計画は大幅に上方修正された

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

＞ 要旨

◆ 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）グループは、プレカット木材の加工販売（プレカット事業）、木材建築物の建築請負（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）等の木造建築に関するトータルサービスを提供している。

・在来軸組とツーバイフォーの両工法に対応するプレカット事業を主力としているが、不動産賃貸事業を中心とした利益拡大を目指している。

◆ 20 年 5 月期上期決算は 14%減収、11%営業減益

・20/5 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）の決算は、前年同期比 14.2%減収、10.7%営業減益であった（決算期変更により、前年同期は 18/11 期下期）。前年同期に高水準の利益を確保した建築請負事業が大幅に落ち込んだこと等を受けて、減収減益を余儀なくされた。

◆ 20 年 5 月期の営業利益計画は 2.3 億円上方修正された

・20/5 期計画について同社は、売上高を 16,200 百万円から 15,190 百万円に減額した一方、保守的な計画だった営業利益を 688 百万円から 920 百万円に増額した。上期実績が想定を下回ったプレカット事業、建築請負事業を中心に売上高については下方修正されたものの、プレカット事業の採算改善が予想以上に進んでいるため、営業利益については大幅に上方修正された。

・証券リサーチセンター（以下、当センター）は、上期実績を踏まえて 20/5 期の業績予想を見直し、売上高を 15,532 百万円→15,115 百万円、営業利益を 703 百万円→959 百万円に修正した。

◆ 21 年 5 月期以降も営業増益の継続を予想する

・当センターでは、21/5 期以降の業績予想についても、売上高を減額する一方、営業利益を増額した。不動産賃貸事業が中期的な利益成長の牽引役になるという見方には変更はない。

【主要指標】

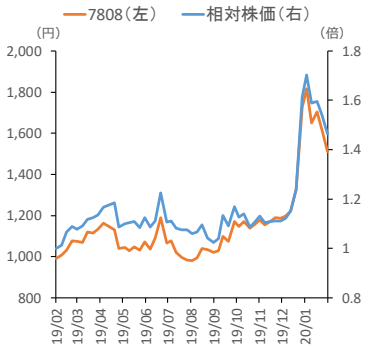
	2020/2/21
株価 （円）	1,510
発行済株式数 （株）	1,815,300
時価総額 （百万円）	2,741

	前期実績	今期予想	来期予想
PER （倍）	14.7	5.1	4.5
PBR （倍）	1.0	0.8	0.7
配当利回り （%）	1.5	3.6	4.3

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン （%）	-8.5	30.6	51.8
対TOPIX （%）	-7.9	32.6	45.7

【株価チャート】



（注）相対株価は対TOPIX、基準は2019/2/22

【 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)
2018/11	15,049	2.4	625	4.5	572	5.0	362	6.7	201.8	1,456.5	40.0
2019/5	7,803	23.2	388	-	362	-	186	-	102.9	1,513.7	22.0
2020/5 CE	15,190	-4.0	920	39.2	870	45.0	500	38.1	275.4	-	50.0
2020/5 E	15,115	-4.4	959	45.1	901	50.2	537	48.3	295.8	1,787.6	55.0
2021/5 E	15,409	1.9	1,037	8.1	979	8.7	612	14.0	337.2	2,069.7	65.0
2022/5 E	15,673	1.7	1,103	6.4	1,041	6.3	652	6.5	359.2	2,363.9	70.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想、決算期を変更した19/5期の増減率は18/11期上期との比較
20/5期の増減率は消費増税前の駆込み需要効果の影響を除いた会社試算値との比較

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ず、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。

＞ 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）グループは、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。これまでは、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いたが、18 年 11 月より、シー・エス・ホームにおいても戸建住宅の建築を開始した。

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。

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。

同社は、19/5 期より決算期末を 11 月末から 5 月末に変更した。19/5 期は 6 カ月の変則決算となっているため、事業内容とビジネスモデル

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ず、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。

に関する決算期の数値についての以下の記述は、通期決算である18/11 期までの実績を中心にコメントしている。

18/11 期の事業別売上高構成比（外部顧客ベース）は、プレカット 74.1%、建築請負 20.3%、不動産賃貸 2.4%、その他 3.2%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 金額	15/11期 構成比	16/11期 金額	16/11期 構成比	17/11期 金額	17/11期 構成比	18/11期 金額	18/11期 構成比	18/11期 増減率	19/5期 金額	19/5期 増減率	20/5期上期 金額	20/5期上期 増減率
売上高		12,531	100.0%	13,635	100.0%	14,702	100.0%	15,049	100.0%	2.4%	7,803	23.2%	7,478	-14.2%
	プレカット	9,852	71.0%	10,742	72.0%	11,754	73.7%	12,068	74.1%	2.7%	6,111	10.7%	6,186	-5.5%
	建築請負	3,175	24.6%	3,435	24.4%	3,601	22.4%	3,420	20.3%	-5.0%	1,979	80.9%	1,384	-40.5%
	不動産賃貸	219	1.8%	199	1.5%	340	2.3%	356	2.4%	4.7%	167	44.2%	273	13.8%
	その他	324	2.6%	296	2.2%	241	1.6%	485	3.2%	101.2%	377	240.0%	99	-73.5%
	調整額	-1,040	–	-1,039	–	-1,236	–	-1,281	–	–	-832	–	-465	–
営業利益（セグメント利益）		532	100.0%	581	100.0%	598	100.0%	625	100.0%	4.5%	388	–	527	-10.7%
営業利益率		4.2%	–	4.3%	–	4.1%	–	4.2%	–	–	5.0%	–	7.1%	–
	プレカット	201	42.9%	306	58.4%	259	47.1%	238	41.9%	-8.1%	205	–	335	40.8%
	建築請負	158	33.6%	126	24.1%	31	5.6%	58	10.4%	89.6%	21	–	-42	–
	不動産賃貸	121	25.8%	112	21.5%	253	46.1%	247	43.5%	-2.6%	104	46.7%	201	14.2%
	その他	-10	-2.3%	-20	-4.0%	6	1.2%	24	4.2%	277.9%	33	–	7	-71.9%
	調整額	62	–	56	–	47	–	56	–	–	22	–	25	–

（注）売上高はセグメント間の内部売上高を含む、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（図表 2）。

【 図表 2 】プレカット事業の KPI と業績の推移

		15/11期 金額	16/11期 金額	16/11期 増減率	17/11期 金額	17/11期 増減率	18/11期 金額	18/11期 増減率	19/5期 金額	19/5期 増減率	20/5期上期 金額	20/5期上期 増減率
売上高（百万円）		9,852	10,742	9.0%	11,754	9.4%	12,068	2.7%	6,111	10.7%	6,186	-5.5%
営業利益（百万円）		201	306	52.0%	259	-15.3%	238	-8.1%	205	–	335	40.8%
営業利益率		2.0%	2.9%	–	2.2%	–	2.0%	–	3.4%	–	5.4%	–
減価償却費（百万円）		136	185	35.7%	249	34.8%	281	12.6%	148	–	–	–
のれん償却額（百万円）		–	–	–	–	–	3	–	3	–	3	0.0%
EBITDA（百万円）		338	491	45.4%	509	3.6%	523	2.8%	357	–	–	–
EBITDAマージン		3.4%	4.6%	–	4.3%	–	4.3%	–	5.9%	–	–	–
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%	4,451	-1.1%	2,380	13.9%	2,457	4.1%
	出荷坪数（千坪）	129	149	15.5%	157	5.4%	154	-1.7%	80	11.1%	83	1.2%
ツーバイフォー	出荷棟数（棟）	1,276	1,316	3.1%	1,423	8.1%	1,493	4.9%	756	11.3%	697	-14.4%
	出荷坪数（千坪）	69	73	5.8%	81	11.0%	80	-0.8%	36	-2.7%	37	-11.9%

（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、ヒアリングより証券リサーチセンター作成

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ず、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。

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基調で推移していた。プレカット製品の用途は、戸建住宅向けが中心であるが、アパート向けも出荷坪数の約 2 割（在来軸組工法では 0～1 割程度、ツーバイフォー工法では 5 割前後）を占めている模様である。20/5 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）のツーバイフォー工法の出荷棟数と出荷坪数が減少したのはアパート向けが落ち込んだためである。

同社工場の月間生産能力（通常稼働時）は、ツーバイフォー工法（東金工場）については 7,000 坪である。在来軸組工法（山武工場）については、シー・エス・マテリアルの設立や、段取り作業の効率化によるアイドルタイムの短縮等により、従来の 13,000 坪から現在では 15,000 坪に増加している。

◆ 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（以下、当センター）の推定によるものである。16/11 期から 18/11 期まで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		18/11期		19/5期		20/5期上期	
		金額	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	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%	3,420	-5.0%	1,979	80.9%	1,384	-40.5%
営業利益（百万円）		158	126	-19.9%	31	-75.4%	58	89.6%	21	―	-42	―
営業利益率		5.0%	3.7%	―	0.9%	―	1.7%	―	1.1%	―	―	―
減価償却費（百万円）		1	4	206.6%	12	201.4%	11	-5.3%	5	―	―	―
EBITDA（百万円）		159	130	-18.1%	43	-66.9%	70	63.0%	27	―	―	―
EBITDAマージン		5.0%	3.8%	―	1.2%	―	2.1%	―	1.4%	―	―	―
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%	2,706	-6.0%	2,395	-11.5%	1,568	121.2%	1,057	-37.3%
	完工棟数（棟）	212	216	1.9%	216	0.0%	192	-11.1%	111	126.5%	73	-49.0%
大型木造住宅・施設	請負金額（百万円）	378	557	47.4%	895	60.7%	1,025	14.5%	411	6.8%	327	-48.9%
	完工棟数（棟）	11	15	36.4%	19	26.7%	20	5.3%	9	12.5%	7	-41.7%

（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定値
（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。このうち、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

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ず、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。

ついては、20/5 期上期に新たに 3 カ所（開所予定は 20 年 4 月）の賃貸が開始された結果、同上期末には 14 棟となった（図表 4）。

【 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		18/11期		19/5期		20/5期上期	
	金額	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
売上高（百万円）	219	199	-9.2%	340	70.7%	356	4.7%	167	44.2%	273	13.8%
営業利益（百万円）	121	112	-7.0%	253	124.9%	247	-2.6%	104	46.7%	201	14.2%
営業利益率	55.3%	56.7%	—	74.6%	—	69.5%	—	62.4%	—	73.7%	—
減価償却費（百万円）	54	41	-24.1%	41	0.5%	45	9.1%	29	—	—	—
EBITDA（百万円）	175	154	-12.3%	295	91.7%	292	-0.9%	134	—	—	—
EBITDAマージン	80.0%	77.3%	—	86.8%	—	82.1%	—	80.0%	—	—	—
利用形態別賃貸棟数											
保育所	—	0	—	3	—	7	133.3%	11	57.1%	14	100.0%
介護施設	—	3	—	3	0.0%	3	0.0%	3	0.0%	3	0.0%
その他	—	2	—	1	-50.0%	1	0.0%	2	100.0%	2	100.0%
合計	—	5	—	7	40.0%	11	57.1%	16	45.5%	19	72.7%

（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

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 45 名、17 年 10 月～38 年 3 月）、東京都大田区（同 72 名、17 年 10 月～38 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～5 億円となっている。

◆ 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 期に営業損益は黒字に転換し、その後は営業黒字を維持している（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		18/11期		19/5期		20/5期上期	
	金額	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
売上高（百万円）	324	296	-8.5%	241	-18.7%	485	101.2%	377	240.0%	99	-73.5%
営業利益（百万円）	-10	-20	94.7%	6	—	24	277.9%	33	—	7	-71.9%
営業利益率	—	—	—	2.6%	—	5.0%	—	9.0%	—	7.6%	—
減価償却費（百万円）	0	0	0.0%	—	—	—	—	—	—	—	—
EBITDA（百万円）	-10	-20	101.2%	6	—	24	277.9%	33	—	—	—
EBITDAマージン	—	—	—	2.6%	—	5.0%	—	9.0%	—	—	—

（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、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

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ず、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。

◆ 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、18/11 期の顧客数は、プレカット事業では約 330 社、建築請負事業では約 40 社であった。取引高上位 20 社の売上高に占める割合は 50～60%程度であり、特定の顧客に対する依存度は比較的低い。

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。東栄住宅向けの販売額は、17/11 期の売上高の 9.4%を占めていた（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

＞ 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、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、フロー型ビジネスに分類される。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ため、フロー型ビジネスの側面も有している。よって、全体としても同社の事業はフロー型ビジネスであると言えよう。

礼金収入が計上された 18/11 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 41.9%、建築請負事業 10.4%、不動産賃貸事業 43.5%、その他事業 4.2%となっている。

◆ 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

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約 60 日、ツーバイフォー工法で同約 50 日である。

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、全体ではおおよそ 60～70%であるが、

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ず、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。

在来軸組工法の方がツーバイフォー工法よりも高くなっている。結果として、ツーバイフォー工法の売上総利益率は在来軸組工法よりも高くなっているが、足元では在来軸組工法の採算改善が進み、その格差は縮小したと同社は説明している。

その他の売上原価としては、外注加工費、労務費、減価償却費等が挙げられるが、セグメント別で開示されている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）を見ると、18/11 期の数値は 281 百万円、同事業の売上高に占める比率は 2.3%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、全体では 5%前後であるが、在来軸組工法では平均よりも低く、パネルを運搬するツーバイフォー工法では平均よりも高くなっている。営業利益率では、従来は工法による差はほとんどなかったが、足元では在来軸組工法の方が高くなっていると同社は説明している。

なお、プレカット事業のセグメント間の内部売上高（18/11 期 913 百万円）は、同社がなのはなハウジングとシー・エス・ホームに供給した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 10～20%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 9 割前後に達している模様である。

建築請負事業のセグメント間の内部売上高（18/11 期 366 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 棟貸しで保育所運営事業者や介護事業者等に賃貸している。

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

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ず、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。

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。

18/11 期の営業費用（108 百万円）の中心は減価償却費（45 百万円）であり、同事業の売上高に占める比率は 12.7%であった。18/11 期の営業利益は 247 百万円、営業利益率は 69.5%に達しているが、同事業の売上高に利益貢献度が大きい礼金収入が 108 百万円含まれている点に注意が必要である。

不動産賃貸事業のセグメント資産は、17/11 期末で 2,397 百万円、18/11 期末で 3,446 百万円であり、期中平均資産を用いた同事業の 18/11 期の資産利益率は 8.5%となっている。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。

＞ SWOT分析

◆ 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 7 のようにまとめられる。

【 図表 7 】SWOT 分析

強み (Strength)	・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)	・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)	・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)	・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

＞ 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項目の多くは、木材に関する知識や事業経験に関係している（図表 8）。

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。

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ず、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。

【 図表 8 】知的資本の分析

項目		分析結果	KPI 項目	KPI 数値（前回）	KPI 数値（今回）
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330社、約40社	非開示（半期決算）
		・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	11棟	19棟
		・最大手顧客においても売上高の1割未満を占める程度に過ぎない	・最大手顧客の売上高構成比	非開示	非開示
	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	23年	24.5年
			・上場からの経過年数	1.5年（19年3月時点）	2.5年（20年2月時点）
	事業パートナー	・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	・仕入先社数	約100社	非開示（半期決算）
		・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	・建築請負事業売上高に占める下請け比率	70～80%	80～90%
		・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	・外注先社数	200～250社	非開示（半期決算）
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	5.3%	4.9%
		・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			
		・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	・在来軸組とツーバイフォーの出荷坪数	154千坪、80千坪	83千坪、37千坪
		・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	・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）	192棟、20棟	73棟、7棟
		・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	・不動産賃貸事業の営業利益構成比（調整額を除くベース）	43.5%	
	知的財産ノウハウ	・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			
		・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			
人的資本	経営陣	・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	46年（19年3月時点）	47年（20年2月時点）
		・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（42.5%）	770,700株（42.5%）
	従業員	・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	44人	51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	23.6%	23.0%
		・インセンティブ制度	・ストックオプション	48,000株（2.6%）	非開示（半期決算）
			・従業員持株会	117,100株（6.5%）	93,000株（5.1%）

（注）KPI の数値は、特に記載がない限り、前回は 18/11 期または 18/11 期末、今回は 20/5 期上期または 20/5 期上期末のもの。
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

同社は、1）在来軸組とツーバイフォーの両工法への対応や、2）建築請負を通じたプレカット材の販売量の拡大、3）大型木造住宅・施設の建築請負への注力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。

同社は、原材料価格の高騰に対応した木材の樹種変更や、端材の発生抑制にも取り組んでいる。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。

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ず、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。

＞ 決算概要

◆ 20 年 5 月期上期は前年同期比 14%減収、11%営業減益

20/5 期上期の決算（決算期変更により、前年同期は 18/11 期下期）は、売上高 7,478 百万円（前年同期比 14.2%減）、営業利益 527 百万円（同 10.7%減）、経常利益 502 百万円（同 9.6%減）、親会社株主に帰属する四半期純利益 297 百万円（同 18.8%減）であった（図表 9）。

【 図表 9 】20 年 5 月期上期の業績

（単位：百万円）

	18/11期				19/5期				20/5期			
	上期	下期	通期	増減率	1Q	2Q	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
売上高	6,334	8,714	15,049	2.4%	3,693	4,110	7,803	23.2%	3,468	4,010	7,478	-14.2%
売上総利益	1,037	1,660	2,697	4.3%	659	770	1,430	37.9%	721	875	1,597	-3.8%
売上総利益率	16.4%	19.1%	17.9%	–	17.9%	18.7%	18.3%	–	20.8%	21.8%	21.4%	–
販売費及び一般管理費	1,001	1,069	2,071	4.3%	511	530	1,041	4.0%	535	533	1,069	0.0%
販管費率	15.8%	12.3%	13.8%	–	13.8%	12.9%	13.3%	–	15.5%	13.3%	14.3%	–
営業利益	35	590	625	4.5%	148	240	388	–	185	341	527	-10.7%
営業利益率	0.6%	6.8%	4.2%	–	4.0%	5.8%	5.0%	–	5.4%	8.5%	7.1%	–
経常利益	15	556	572	5.0%	136	226	362	–	174	328	502	-9.6%
	0.2%	6.4%	3.8%	–	3.7%	5.5%	4.6%	–	5.0%	8.2%	6.7%	–
親会社株主に帰属する当期（四半期）純利益	-4	366	362	6.7%	74	112	186	–	88	209	297	-18.8%
EBITDA	196	779	975	7.5%	241	343	584	–	285	442	727	-6.7%
EBITDAマージン	3.1%	8.9%	6.5%	–	6.5%	8.4%	7.5%	–	8.2%	11.0%	9.7%	–
減価償却費	160	185	346	12.2%	91	101	192	19.8%	97	98	196	5.9%
のれん償却額	–	3	3	–	1	1	3	–	1	1	3	0.0%

（注）決算期変更により、20/5 期上期の前年同期は 18/11 期下期になる
（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、ヒアリングより証券リサーチセンター作成

◆ プレカット事業は減収ながら採算改善傾向が継続した

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）6,186 百万円（前年同期比 5.5%減）、セグメント利益 335 百万円（同 40.8%増）であった（図表 10）。19/5 期と同様に、プレカット事業については、前年同期比での採算改善が継続した。

第 2 四半期においては、台風 15 号による停電に伴い、工場の操業が一時停止したものの、レンタルした発電機を使って操業を早期に再開出来たため、業績への影響は軽微にとどまった（台風 15 号：房総半島台風関連の特別損失は 2 百万円であった）。

工法別では、在来軸組工法向けが、出荷棟数 2,457 棟（前年同期 2,361 棟）、出荷坪数 83 千坪（同 82 千坪）、ツーバイフォー工法向けが、出荷棟数 697 棟（同 814 棟）、出荷坪数 37 千坪（同 42 千坪）であった。ツーバイフォー工法向けの落ち込みが大きかったため、売上高は減少を余儀なくされた。なお、18 年から取扱いを開始したログハウス用プレカット加工は、在来軸組工法向け出荷棟数の中に 30 棟が含まれている。

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ず、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。

【 図表 10 】20 年 5 月期上期のセグメント別業績

（単位：百万円）

	セグメント	18/11期 上期	下期	通期	増減率	19/5期 1Q	2Q	通期	増減率	20/5期 1Q	2Q	上期	増減率
売上高		6,334	8,714	15,049	2.4%	3,693	4,110	7,803	23.2%	3,468	4,010	7,478	-14.2%
	プレカット	5,522	6,546	12,068	2.7%	2,998	3,112	6,111	10.7%	2,983	3,202	6,186	-5.5%
	建築請負	1,094	2,326	3,420	-5.0%	862	1,117	1,979	80.9%	556	828	1,384	-40.5%
	不動産賃貸	116	240	356	4.7%	71	96	167	44.2%	104	169	273	13.8%
	その他	110	374	485	101.2%	199	177	377	240.0%	61	37	99	-73.5%
	調整額	-508	-772	-1,281	–	-439	-393	-832	–	-237	-227	-465	–
売上総利益		1,037	1,660	2,697	4.3%	659	770	1,430	37.9%	721	875	1,597	-3.8%
売上総利益率		16.4%	19.1%	17.9%		17.9%	18.7%	18.3%	–	20.8%	21.8%	21.4%	–
	プレカット	–	1,142	–	–	–	–	–	–	–	–	1,258	10.2%
		–	17.4%	–	–	–	–	–	–	–	–	20.3%	–
	建築請負	–	255	–	–	–	–	–	–	–	–	106	-58.4%
		–	11.0%	–	–	–	–	–	–	–	–	7.7%	–
	不動産賃貸	–	207	–	–	–	–	–	–	–	–	221	6.8%
		–	86.2%	–	–	–	–	–	–	–	–	80.9%	–
	その他	–	51	–	–	–	–	–	–	–	–	19	-62.7%
		–	21.2%	–	–	–	–	–	–	–	–	19.1%	–
	調整額	–	3	–	–	–	–	–	–	–	–	-8	–
営業利益（セグメント利益）		35	590	625	4.5%	148	240	388	–	185	341	527	-10.7%
営業利益率		0.6%	6.8%	4.2%	–	4.0%	5.8%	5.0%	–	5.4%	8.5%	7.1%	–
	プレカット	0	238	238	-8.1%	74	131	205	–	128	207	335	40.8%
		0.0%	3.6%	2.0%	–	2.5%	4.2%	3.4%	–	4.3%	6.5%	5.4%	–
	建築請負	-54	112	58	89.6%	11	9	21	–	-35	-6	-42	–
		–	4.9%	1.7%	–	1.4%	0.9%	1.1%	–	–	–	–	–
	不動産賃貸	71	176	247	-2.6%	41	63	104	46.7%	70	130	201	14.2%
		61.3%	73.4%	69.5%	–	58.1%	65.6%	62.4%	–	67.7%	77.4%	73.7%	–
	その他	-2	26	24	–	15	18	33	–	6	0	7	-71.9%
		–	7.2%	5.0%	–	7.9%	10.2%	9.0%	–	10.9%	2.4%	7.6%	–
	調整額	20	35	56	–	4	17	22	–	16	9	25	–

（注）決算期変更により、20/5 期上期の前年同期は 18/11 期下期になる、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、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

在来軸組工法向けは、19/5 期と同様に、消費増税前の駆込み需要等による受注増により、出荷棟数、出荷坪数共に増加した。ツーバイフォー工法向けは、戸建住宅を主体とする顧客からの受注拡大に注力したものの、施工不良問題や金融機関による融資姿勢の厳格化の影響により、貸家用の受注が落ち込んだため、出荷棟数、出荷坪数共に大幅減となった。

プレカット事業の売上総利益は前年同期比 116 百万円増加した。利益増減要因の内訳は、出荷棟数減による利益減が同 69 百万円減、1 棟単価・原価改善効果が同 183 百万円増であった。一方、販管費は同 19 百万円増加した。販管費の項目別では、効率化による配送台数の

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ず、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。

削減効果により、運賃は同 24 百万円減少したものの、人件費や支払手数料等が増加した。結果、営業利益率は、前年同期の 3.6%から 5.4%に上昇した。

◆ 建築請負事業が連結決算の減収減益の主因

建築請負事業は、売上高 1,384 百万円（前年同期比 40.5%減）、セグメント損失 42 百万円（前年同期は 112 百万円の利益）となり、連結決算が減収減益に陥った主因となった。

建造物別の完工棟数では、一般戸建住宅は 73 棟（前年同期は 143 棟）、大型木造施設（セグメント間取引を含む）は 7 棟（同 12 棟）であった。小規模な地場工務店からの受注が大幅に減ったほか、新規顧客の開拓も想定ほど進まなかった結果、完工棟数が大幅に落ち込み、大幅な減収を余儀なくされた。

建築請負事業の売上総利益は前年同期比 149 百万円減少した。利益を押し下げた要因とその影響額は、完工棟数減により 105 百万円、競争激化等による 1 棟当たりの利益悪化により 34 百万円、施工不良による受注損失引当金の計上が 10 百万円であった。また、販管費は 6 百万円増加した。

セグメントの受注高（半期ベース、外部顧客ベース）は、18/11 期上期 1,287 百万円、18/11 期下期 1.937 百万円、19/5 期 1,637 百万円、20/5 期上期が 1,735 百万円であった。20/5 期上期については、第 1 四半期の 681 百万円から第 2 四半期は 1,054 百万円に回復した。受注残高については、18/11 期上期末 789 百万円、18/11 期末 605 百万円、19/5 期末 552 百万円、20/5 期上期末 937 百万円と推移した。

◆ 不動産賃貸事業は賃貸収入の拡大によって増益を確保

不動産賃貸事業は、売上高 273 百万円（前年同期比 13.8%増）、セグメント利益 201 百万円（同 14.2%増）であった。

20/5 期上期末の賃貸棟数が 19/5 期末の 16 棟から 19 棟に増加したことや（20 年 4 月開所予定の保育所 4 棟のうち、3 棟の賃貸を第 2 四半期に開始）、19 年 5 月期に賃貸を開始した保育所 4 棟と共同貸家住宅 1 棟も貢献したことから、賃貸収入が前年同期比 86 百万円増加した。

もう一つの収益源である保育所からの礼金収入については、前年同期の 108 百万円から 55 百万円へと、53 百万円減少した。対象となる保育所数は、前年同期（19 年 4 月開所）も 20/5 期上期（同 20 年 4 月開所予定）も同じ 4 カ所であったが、従来に比べて総収入に占める礼金収入の割合を少なくする方式に契約を見直した模様である。

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ず、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。

不動産賃貸事業の売上総利益は前年同期比 13 百万円増加した。利益増減要因の内訳は、賃貸収入増による利益増が 86 百万円、売上原価の増加による利益減が 20 百万円、礼金収入の減少が 53 百万円であった。また、販管費は支払手数料等の減少により、12 百万円減少した。

その他事業は、売上高 99 百万円（前年同期比 73.5%減）、セグメント利益 7 百万円（同 71.9%減）であった。20/5 期上期については、戸建分譲用地の販売はなく、戸建住宅の販売も 4 棟にとどまった。

その他事業の売上総利益は、販売件数の落ち込みにより、前年同期比 31 百万円減少した。一方、販管費は支払手数料等の減少により、同 12 百万円減少した。

◆ 自己資本比率は上昇した

20/5 期上期末の総資産は、現金及び預金が 19/5 期末比 195 百万円増加したことや、棚卸資産が同 246 百万円増加したこと等により、19/5 期末の 13,454 百万円から 13,975 百万円へと増加した。

調達サイドでは、未払金が 19/5 期末比 200 百万円、支払手形及び買掛金が同 168 百万円増加したことを主因として、負債合計は同 251 百万円増加した。一方、自己資本は同 269 百万円増加した結果、自己資本比率は 19/5 期末の 20.4%から 21.6%に上昇した。

＞ 業績見通し

◆ シー・エス・ランバーの 20 年 5 月期予想

20/5 期の期初計画は、売上高 16,200 万円、営業利益 688 百万円、経常利益 630 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 384 百万円であったが、上期業績の発表時に、売上高 15,190 百万円、営業利益 920 百万円、経常利益 870 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 500 百万円に修正された（図表 11）。18/11 期下期と 19/5 期の単純合計との比較では、8.0%減収、6.0%営業減益、5.3%経常減益となる。

18 年 6 月から 19 年 5 月までの期間の業績について、同社は、過去の売上実績及び同社の営業施策等を勘案して、消費増税前の駆込み需要効果を除いて独自に試算した数値をセグメント毎に公表しており、その数値との比較では、20/5 期の会社計画は、4.0%減収、39.2%営業増益、45.0%経常増益となる。以下のセグメントの前年同期比増減率については、この同社による試算数値を用いている。

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ず、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。

【 図表 11 】シー・エス・ランバーの過去の業績と 20 年 5 月期の計画

（単位：百万円）

	セグメント	15/11期 実績	16/11期 実績	17/11期 実績	18/11期 実績	19/5期 実績	18年6月～19年5月 実績	18年6月～19年5月 会社試算	20/5期会社計画 期初計画	20/5期会社計画 修正計画	20/5期会社計画 増減率
売上高		12,531	13,635	14,702	15,049	7,803	16,518	15,818	16,200	15,190	-4.0%
	プレカット	9,852	10,742	11,754	12,068	6,111	12,658	12,108	12,565	11,606	-4.1%
	建築請負	3,175	3,435	3,601	3,420	1,979	4,305	4,118	3,803	3,478	-15.5%
	不動産賃貸	219	199	340	356	167	407	407	542	543	33.2%
	その他	324	296	241	485	377	751	719	527	317	-55.9%
	調整額	-1,040	-1,039	-1,236	-1,281	-832	-1,605	-1,535	-1,238	-754	－
売上総利益		2,164	2,436	2,585	2,697	1,430	3,090	2,886	－	3,059	6.0%
売上総利益率		17.3%	17.9%	17.6%	17.9%	18.3%	18.7%	18.2%	－	20.1%	－
	プレカット	－	－	－	－	－	－	2,049	－	2,369	15.6%
	建築請負	－	－	－	－	－	－	409	－	307	-24.9%
	不動産賃貸	－	－	－	－	－	－	333	－	381	14.4%
	その他	－	－	－	－	－	－	97	－	39	-59.8%
	調整額	－	－	－	－	－	－	-2	－	-37	－
販売費及び一般管理費		1,632	1,855	1,986	2,071	1,041	2,111	2,225	－	2,139	-3.9%
販管費率		13.0%	13.6%	13.5%	13.8%	13.3%	12.8%	14.1%	－	14.1%	－
営業利益		532	581	598	625	388	979	661	688	920	39.2%
営業利益率		4.2%	4.3%	4.1%	4.2%	5.0%	5.9%	4.2%	4.2%	6.1%	－
	プレカット	201	306	259	238	205	444	223	227	523	134.5%
	建築請負	158	126	31	58	21	134	67	49	10	-85.1%
	不動産賃貸	121	112	253	247	104	280	280	332	340	21.1%
	その他	-10	-20	6	24	33	60	30	25	16	-46.7%
	調整額	62	56	47	56	22	58	58	54	31	－
経常利益		500	537	544	572	362	918	600	630	870	45.0%
経常利益率		4.0%	3.9%	3.7%	3.8%	0.0%	5.6%	3.8%	3.9%	5.7%	－
親会社株主に帰属する当期純利益		235	316	339	362	186	553	362	384	500	38.1%

（注）セグメントの売上高はセグメント間の売上高を含む、増減率は 18 年 6 月～19 年 5 月までの期間の消費増税前の駆込み需要効果を除いた会社試算値との比較
（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、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

セグメント別では、プレカット事業については、売上高は 12,565 百万円から 11,606 百万円（前年同期比 4.1%減）、セグメント利益は 227 百万円から 523 百万円（同 134.5%増）に修正された。営業利益の修正要因の内訳では、売上総利益が期初計画比 286 百万円増額された一方（出荷棟数減の影響で 22 百万円減、原価改善の影響で 308 百万円増）、販管費は同 10 百万円（運賃 14 百万円減）減額された。

建築請負事業については、売上高は 3,803 百万円から 3,478 百万円（前年同期比 15.5%減）、セグメント利益は 49 百万円から 10 百万円（同 85.1%減）に修正された。営業利益の修正要因の内訳では、売上総利益が期初計画比 39 百万円減額された一方（完工棟数減と利益率低下の影響が 29 百万円減、施工不良による受注損失引当金の計上が 10 百万円減）、販管費は据え置かれた。

不動産賃貸事業については、売上高は 542 百万円から 543 百万円（前年同期比 33.2%増）、セグメント利益は 332 百万円から 340 百万円（同 21.1%増）に修正された。営業利益の修正要因の内訳では、売上総利

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ず、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。

益が期初計画比 8 百万円増額された一方（不動産取得税の減少で 2 百万円増、減価償却費等の減少により 6 百万円増）、販管費は維持された。

その他事業については、売上高は 527 百万円から 317 百万円（前年同期比 55.9%減）、セグメント利益は 25 百万円から 16 百万円（同 46.7%減）に修正された。営業利益の修正要因の内訳では、不動産の販売件数の引下げ等により、売上総利益が期初計画比 9 百万円減額された一方、販管費は据え置かれた。

◆ 中期経営計画の見直しは見送られた

同社は、19 年 7 月、22/5 期を最終年度とする中期経営計画も発表している。22/5 期の計画は、売上高 17,284 百万円、営業利益 743 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 419 百万円である。

今回修正された 20/5 期の各段階の利益計画は、22/5 期の中期計画で示された数値を上回るものの、中期経営計画自体の見直しは見送られた。

◆ 証券リサーチセンターの 20 年 5 月期予想

当センターは、20/5 期上期実績や同社の施策を踏まえて 20/5 期予想を見直した結果、売上高を 15,532 百万円→15,115 百万円、営業利益を 703 百万円→959 百万円、経常利益を 628 百万円→901 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 387 百万円→537 百万円に修正した（図表 12）。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

セグメント別では、プレカット事業については、20/5 期上期実績を踏まえて、ツーバイフォー工法向けを中心に売上高を 305 百万円減額する一方、収益性の改善を受けてセグメント利益を 351 百万円増額した。

建築請負事業については、20/5 期上期実績が想定以上に悪化していたため、売上高を 450 百万円、セグメント利益を 66 百万円減額した。

不動産賃貸事業については、20 年 4 月開所予定の保育所の前提を 5 棟から 4 棟に引き下げたことから礼金収入を減額したものの、20/5 期上期実績が当センターの想定を上回っていたことを受けて賃貸収入を増額したため、売上高とセグメント利益の予想は据え置いた。

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乏しいため、会社計画を基準として、売上高を 210 百万円、セグメント利益を 9 百万円減額した。

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ず、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。

【 図表 12 】中期業績予想

（単位：百万円）

	19/5	18/6-19/5 会社修正値	20/5CE	旧20/5E	20/5E	旧21/5E	21/5E	旧22/5E	22/5E
売上高	7,803	15,818	15,190	15,532	15,115	15,649	15,409	15,707	15,673
前期比	23.2%	-	-4.0%	-1.8%	-4.4%	0.8%	1.9%	0.4%	1.7%
セグメント	-	-	-	-	-	-	-	-	-
プレカット	6,111	12,108	11,606	12,185	11,880	12,185	11,883	12,108	11,816
建築請負	1,979	4,118	3,478	3,678	3,228	3,760	3,424	3,960	3,638
不動産賃貸	167	407	543	544	544	709	653	794	762
その他	377	719	317	527	317	527	317	527	317
調整額	-832	-1,535	-754	-1,402	-854	-1,532	-868	-1,682	-860
売上総利益	1,430	2,886	3,059	-	-	-	-	-	-
売上総利益率	18.3%	18.2%	20.1%	-	-	-	-	-	-
販売管理費	1,041	2,224	2,139	-	-	-	-	-	-
販管費率	13.3%	14.1%	14.1%	-	-	-	-	-	-
営業利益	388	661	920	703	959	788	1,037	845	1,103
前期比	-	-	39.2%	6.4%	45.1%	12.1%	8.1%	7.1%	6.4%
営業利益率	5.0%	4.2%	6.1%	4.5%	6.3%	5.0%	6.7%	5.4%	7.0%
セグメント	-	-	-	-	-	-	-	-	-
プレカット	205	223	523	223	574	233	576	228	567
建築請負	21	67	10	56	-10	59	15	63	34
不動産賃貸	104	280	340	345	345	414	395	467	452
その他	33	30	16	25	16	25	16	25	16
調整額	22	58	30	54	34	57	35	62	34
経常利益	362	600	870	628	901	706	979	759	1,041
前期比	-	-	45.0%	4.7%	50.2%	12.4%	8.7%	7.5%	6.3%
経常利益率	4.6%	3.8%	5.7%	4.0%	6.0%	4.5%	6.4%	4.8%	6.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	186	362	500	387	537	455	612	491	652
前期比	-	-	38.1%	6.9%	48.3%	17.5%	14.0%	8.0%	6.5%

（注）CE：会社予想　E：証券リサーチセンター予想、セグメントの売上高はセグメント間の売上高を含む、20/5 期の増減率は前年同期間の会社試算値との比較
（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

＞ 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは、20/5 期上期実績や同社の施策を踏まえ、21/5 期以降についても、前回の業績予想を見直した。

21/5 期予想においては、売上高を 240 百万円減額する一方、営業利益を 249 百万円増額した。

セグメント別では、プレカット事業については、20/5 期上期と同様の事業環境が続くと考え、ツーバイフォー工法向けを中心に売上高を 302 百万円減額する一方、収益性の改善を受けてセグメント利益を 343 百万円増額した。

建築請負事業については、マネジメント体制の再構築等を受けて、20/5 期上期実績を底に業績の回復を見込むものの、従来想定していた業績水準には到達しないと考え、売上高を 336 百万円、セグメント利

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ず、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。

益を 44 百万円減額した。

不動産賃貸事業については、予想の前提とする保育所の開設数を 21 年 4 月は 4 棟で据え置いた一方、20 年 4 月は 5 棟から 4 棟に引下げたことや、20/5 期上期実績を踏まえて費用の予想を引下げたことから、売上高を 56 百万円、セグメント利益を 19 百万円減額した。

その他事業については、売上高、セグメント利益共に前期比横ばいと想定し、売上高を 210 百万円、セグメント利益を 9 百万円減額した。

22/5 期予想においては、売上高を 34 百万円減額する一方、営業利益を 258 百万円増額した。

セグメント別では、プレカット事業については、20/5 期上期と同様の事業環境が続くと考え、ツーバイフォー工法向けを中心に売上高を 292 百万円減額する一方、収益性の改善を受けてセグメント利益を 339 百万円増額した。

建築請負事業については、20/5 期上期実績の悪化を踏まえ、売上高を 322 百万円、セグメント利益を 29 百万円減額した。

不動産賃貸事業については、予想の前提とする保育所の開設数を 20 年 4 月は 5 棟から 4 棟に引下げた一方、22 年 4 月は 3 棟から 4 棟に引上げたことや、20/5 期上期実績を踏まえて費用の予想を引下げたことから、売上高を 32 百万円、セグメント利益を 15 百万円減額した。

その他事業については、売上高、セグメント利益共に前期比横ばいと想定し、売上高を 210 百万円、セグメント利益を 9 百万円減額した。

配当に関して同社は、必要な内部留保を確保しつつ、配当性向 20% 程度を目安に安定配当を実施するという基本方針を掲げている。20/5 期予想については、親会社株主に帰属する当期純利益の予想を上方修正したため、期初計画の 42 円から 50 円に引き上げた。当センターでは、親会社株主に帰属する当期純利益の予想を増額したため配当予想も見直し、20/5 期は 43 円から 55 円、21/5 期は 50 円から 65 円、22/5 期は 54 円から 70 円へと引上げた。

＞ 投資に際しての留意点

◆ 建築請負事業の業績の不安定性を追加する

当センターでは、過去に発行したレポートで、1）木造住宅の着工戸数の変動、2）第 2 四半期に利益が偏重する季節性、3）原材料価格の変動に伴うリスク、4）新規分野の収益が業績に貢献する可能性を投資に際しての留意点として指摘した。

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ず、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。

同社は、今回、20/5 期計画に関し、売上高を下方修正する一方、営業利益を上方修正したが、建築請負事業については、売上高、セグメント利益共に下方修正を余儀なくされた。

建築請負事業の半期ベースの業績を見ると、18/11 期上期は売上高 1,094 百万円、セグメント損失 54 百万円、同下期は売上高 2,326 百万円、セグメント利益 112 百万円（利益率 4.9%）、19/5 期（半期）は売上高 1,979 百万円、セグメント利益 21 百万円（同 1.1%）、20/5 期上期は売上高 1,384 百万円、セグメント損失 42 百万円、20/5 期下期会社計画は売上高 2,093 百万円、セグメント利益 52 百万円（同 2.5%）と半期ベースで業績が大幅に変動している。

こうした業績変動は、消費増税前の駆け込み需要とその反動減等も含めた市場環境の変化によって影響を受けた面もあるが、同社の営業施策や収益管理等の巧拙によるところが大きいのではないかと当センターでは見ている。なお、同社は、20/5 期下期に建築請負事業のマネジメント体制を一新し、業績回復を目指すとしている。

同社の事業を売上高で見ると、最大のセグメントであるプレカット事業の利益率の改善が進む中、2 番目に位置する建築請負事業の業績変動の大きさが同社にとって大きな課題となっていると当センターは考えている。よって、今回、建築請負事業の業績の不安定性を新たに留意点に追加することにした。

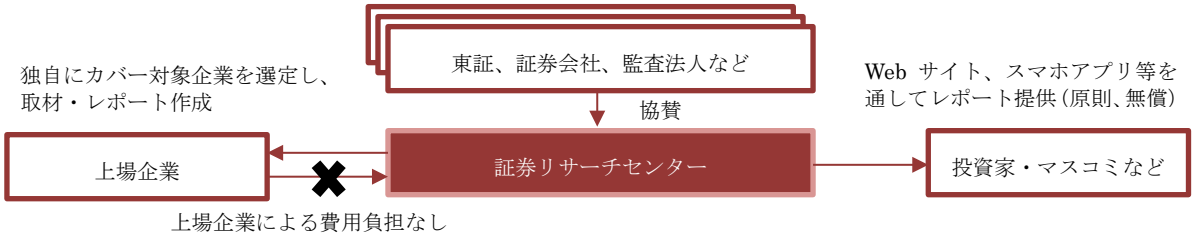
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 17 年 11 月 17 日より開始いたしました。
新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

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ず、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。

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ず、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。