

ホリスティック企業レポート

(2384 SBS ホールディングス 東証二部)

フル・レポート
2013年1月18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20130115

要旨

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

1. 会社の概要

・独立系の物流事業を中心とした総合物流企業グループ。陸運業界では上位 15 位以内。M&A 戦略が特徴。現社長が一代で今日のグループを築く。アジア進出により、国際的なサード・パーティ・ロジスティクス(3PL) 企業集団を目指す。2012 年 12 月に東証二部にも上場。

【主要指標】

	2013/1/11
株価(円)	1,033
発行済株式数(株)	13,068,400
時価総額(百万円)	13,500

2. 財務面の分析

・安全性・収益性などの指標が相対的に低く、資産効率・財務体質の改善が課題。各種施策と合理化で、今期以降増収増益トレンドへ転換し再度、成長ステージ入り。売上高 2,000 億円、業界トップ 10 入りを目指す。

前期実績 今期予想 来期予想

PER(倍)	5.0	6.8	5.8
PBR(倍)	0.52	0.49	0.46
配当利回り(%)	2.9	3.9	3.9

3. 非財務面の分析

・物流を熟知した創業社長の強力なリーダーシップ及び迅速な意思決定が同社の強み。物流会社にあつて M&A や施設開発・流動化に対応できる金融業務に精通した人材が揃っていることも他社との大きな差別化要因。

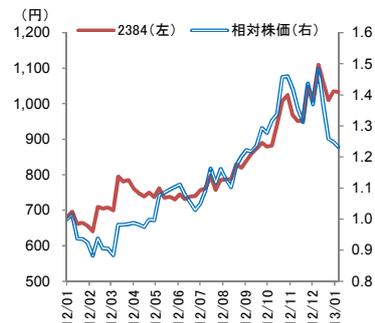
【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	-3.6	13.5	54.0
対TOPIX(%)	-12.4	-2.7	30.5

4. 経営戦略の分析

・積極的に M&A 及び海外戦略を推進しており、今後その収益化とグループ全体の運営管理・統治が課題。適正なリスクコントロールと成長のバランスをとれるか否かに注目。

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/1/4

5. アナリストの評価

- ・中期的な利益成長率は、年率 3~5%と予想。
- ・市場全体及び同業他社のPERや配当利回りなどのバリュエーションと比較すると、現値は低い水準。今後の利益成長ポテンシャルを加味すれば、当センターの 14 年 12 月期の予想EPSで算定すると、中期的な株価予想水準は、1,100 円~1,480 円と判断される。
- ・株価水準の訂正には、増配や株式分割などの株主還元強化、または、M&A・海外展開の収益効果確認が必要であると思われる。

【2384 SBS HD 業種:陸運業】

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)
2009/12	115,710	-17.0	288	-13.1	3,749	-6.2	1,889	107.0	162.73	1,629.05	23.0
2010/12	119,824	3.6	4,262	47.6	4,291	14.5	2,140	14.5	175.15	1,824.92	30.0
2011/12	121,148	1.1	2,177	-48.9	1,653	-61.5	2,522	17.8	205.10	1,997.23	30.0
2012/12 GE	127,000	4.8	2,900	33.2	2,400	45.2	1,800	-28.6	145.65	NA	40.0
2012/12 E	127,500	5.2	3,100	42.4	2,600	57.3	1,900	-24.7	152.61	2,125.8	40.0
2013/12 E	130,000	2.0	3,500	12.9	3,000	15.4	2,200	15.8	176.70	2,262.5	40.0
2014/12 E	135,000	3.8	4,000	14.3	3,500	16.7	2,300	4.5	184.74	2,407.3	40.0

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し

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

- － 当面の課題と戦略
- － 今後の戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

独立系総合アウトソーシング企業。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、売上高千億円を超える総合物流企業グループへ成長

◆ 総合物流企業

SBS ホールディングス（以下同社）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^注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、総合物流企業である。同社グループは、持株会社制を採用しており、2012年9月末現在で同社及び子会社（内海外子会社1社を含む連結子会社24社）、及び関係会社7社（内持分法適用関連会社1社）により構成されている。

主力は首都圏を中心とする企業間の総合的な物流事業であるが、人材事業、金融事業、マーケティング事業等の物流関連事業も手掛ける。1987年に物流会社として、現社長が同社の前身を設立。2003年にはジャスダック証券取引所に上場し、06年には現商号に変更。12年12月に東証二部にも上場した。上場当時は事業インフラプロバイダー（顧客のノンコア業務をアウトソーシング）だったが、事業ポートフォリオを見直し物流企業に経営資源を集中。大手企業の物流子会社などの買収を次々に重ね急速に拡大。企業間物流、特に3PL（物流一括受託）に注力することで今日のビジネス基盤を構築。なかでも、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。

03年から7年間で売上高を6倍、営業利益を9倍に拡大し、売上高1,200億円を超える総合物流企業グループへと成長。陸運業界（電鉄を除く売上高ランキング）トップ15社入りを果たした。同グループは成熟化しつつある物流業界で、M&A戦略を特徴とし急成長してきた。買収した各社は、食品に特化する企業、アパレルや日用雑貨品を得意とする企業、小口多頻度配送に強みがある企業、長距離輸送や通運に豊富な実績がある企業、通関専門企業など、特長のある会社であり、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、成長することが同グループの特長であり強みである。

今後は、M&Aに加え物流施設開発と連携した3PL事業の強化、インドを始め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拡大路線を掲げ、国際的な3PL企業集団として、連結売上高2,000億円の達成を目標としている。

注) 3PL：サード・パーティ・ロジスティクス (third-party logistics)

企業が経営戦略として、コア事業に集中するために物流機能の全体もしくは一部を外部企業に委託すること。

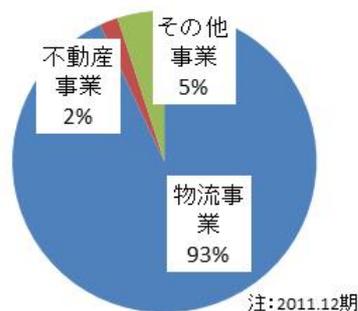
◆ 社名の由来

同社の社名である SBS ホールディングスの「SBS」の由来は、旧社名である、総物流システムの英文表記の頭文字 (Sougo Butsuryu System) を取ったものである。総合的な視点で物流を組織的・体系的に合理化するサービスを提供したいという考え方による。ロゴマークは、道路をモチーフにしている。これは、あらゆる経済活動ならびに社会生活にとって必要不可欠である道路を、青と緑を基調にした配色にすることで企業の成長性と健全性を表している。

◆ 3つの事業領域

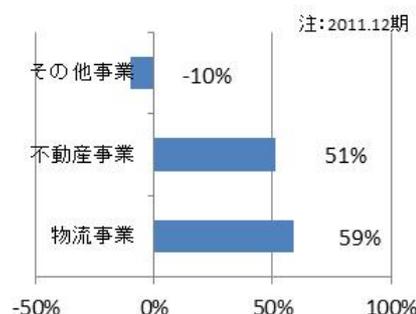
同社グループの事業は、3つのセグメントに区分される。「物流事業」をコア事業とし、物流施設等の開発・販売・賃貸等を行う「不動産事業」、及び人材・環境・マーケティング等からなる「その他事業」である。物流関連ニーズにワンストップで応え差別化を図っている。11年12月期の上記3部門売上高及び営業利益の構成比率は、図表1・2の通り。物流事業が、売上高で全体の93%を占めている、一方、売上の5%を占めるその他事業が赤字となっている。

【図表1 売上高構成比率】



(出所)短信より当センター作成

【図表2 セグメント別営業利益構成】



(出所)短信より当センター作成

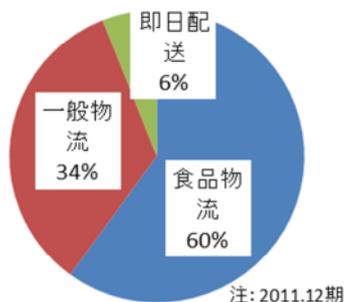
1) 物流事業

主に企業間 (B2B) 分野で総合的な物流事業を展開。荷主である顧客企業に対してコスト削減を含めた物流改革を提案している。

- ・ 3PL サービス事業 (注参照：物流業務の包括受託、物流業務運営)
- ・ 全国ネットワークを持つ三温度帯 (冷凍・冷蔵・常温) での食品物流事業
- ・ 一般物流事業
- ・ 主に小型貨物を一都三県エリアで即日配達する即配サービス事業
- ・ 国際物流事業
- ・ 物流コンサルティング事業

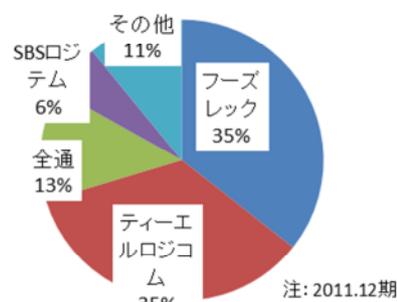
上記の事業を行う主な関係会社は、ティーエルロジコム、フーズレック、全通及び SBS ロジテムである。

【図表3 物流事業売上高構成】



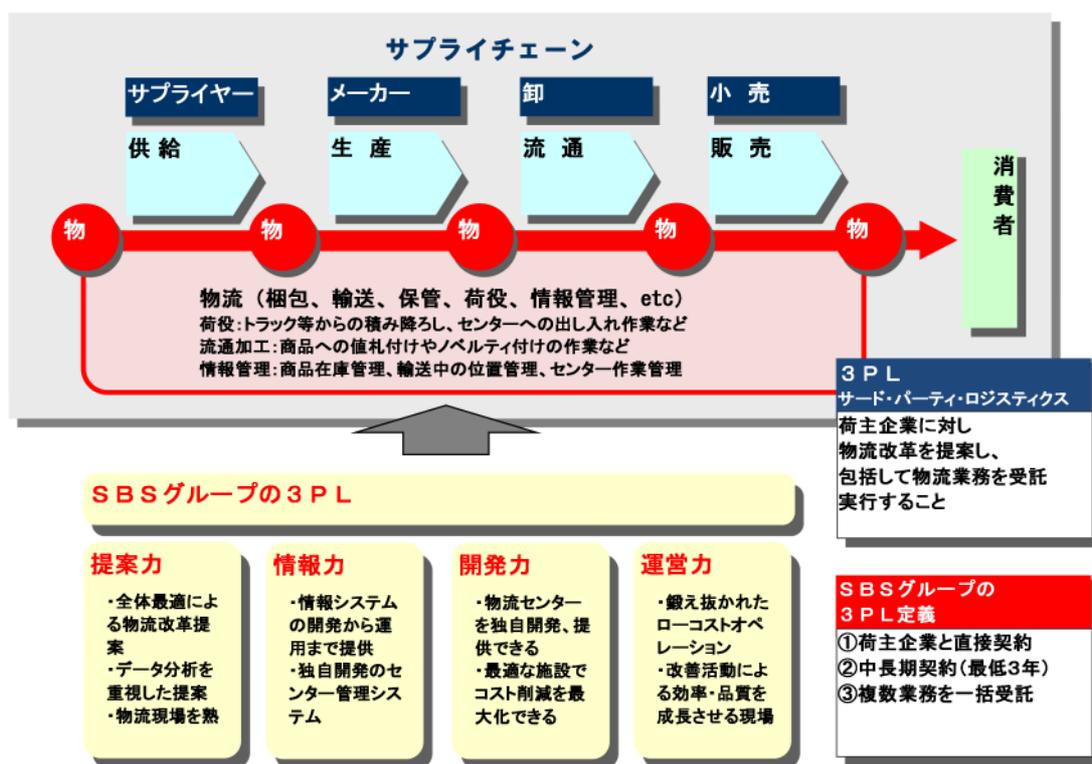
注: 2011.12期 (出所) 会社資料より当センター作成

【図表4 会社別売上高構成】



注: 2011.12期 (出所) 会社資料より当センター作成

【図表5】 SBS グループの 3PL の特長



(出所) 会社資料

2) 不動産事業

所有する施設をオフィス、住居、倉庫などの用途として賃貸する事業及び、物流施設の開発・販売事業から構成される。主な関係会社は、ティールロジコム及びエーマックスである。

3) その他事業

- ・顧客企業の物流センター等へのスタッフの派遣や紹介を行う人材事業
- ・一般・産業廃棄物の回収及び中間処理、廃棄物のリサイクルを行う環境事業
- ・顧客企業の営業や販売促進活動を支援する広告制作、広告代理等のマーケティング事業等から構成される。主な関係会社は、SBS スタッフ、総合物流システム及びマーケティングパートナー。

> ビジネスモデル

◆ ロジスティックのノウハウと機動的な意思決定・投資が特徴

物流関連事業を中心に、M&Aにより成長を加速化するビジネスモデル。企業買収及び開発投資（土地取得、倉庫建設など）には、豊富な経験とノウハウ、的確かつ迅速な意思決定が不可欠となっている。買収した企業の従業員は解雇せず、企業を再生・成長させた過去の実績・手腕が高く評価されており、その結果として次なるM&Aを呼び込むことで有利に進められる優位性があると思われる。

物流関連事業は継続取引が見込めるストック型ビジネスモデルである。特に3PLは、クライアントの物流業務に深く関与するため、安定した継続ビジネスになる。

グループ規模による総合力と、専門企業群としての品質とを組み合わせ、多岐にわたるクライアントのニーズを的確かつ迅速に取り込むワンストップサービスが差別化のポイントとなっている。

> 市場構造とポジション

規制緩和でプレイヤー急増、デフレで競争激化。大手優位の展開に

◆ 業界動向

陸運業界は、規制緩和などにより新規参入者が急増。現在、約6万3千社（国土交通省自動車局貨物課・貨物自動車運送事業者数の推移）が生き残りを賭けて、品質向上とコストダウンを競い合う過当競争状態となっている。震災復興の本格的な動きにより、物流量では緩やかに回復してきているものの中長期的な国内物流市場のトレンドは、グローバル競争による生産拠点の海外移転、デフレや少子高齢化の進行などにより、単価の下落と物流数量の減少が相まって縮小傾向にある。消耗戦・自然淘汰により、今後も業界大手のシェアがアップする可能性が高いと考えられる。

◆ M&Aによる業容拡大で業界大手に躍進

国内陸運業界の総売上高規模ではトップ15位以内と業界大手（電鉄などは除く）。業界最大手は年商約1.6兆円の日本通運、2位は同約1.3兆円のヤマトHD、3位日立物流。同社が戦略的に注力している3PL事業では、最大手の日立物流、日本通運、センコー、郵船ロジステックス、キューソー流通システムが競合大手。同社はハマキョウレックス、トランコムとほぼ同規模に位置している。

【図表6】陸運業界大手企業一覧

順位	企業名	備考	売上高
1位	日本通運	業界最大手	1兆6,280億円
2位	ヤマトHD	宅配最大手	1兆2,608億円
3位	日立物流	3PL最大手	5,539億円
4位	セイノーHD	トラック路線	5,042億円
5位	山九	機工事業、3PL	3,959億円
6位	近鉄エクスプレス	フォワーダー	2,844億円
7位	センコー	住宅・石化物流、3PL	2,703億円
8位	福山通運	トラック路線	2,484億円
9位	日新	国際物流	1,790億円
10位	キューソー流通	低温物流	1,401億円
12位	同社		1,211億円

(出所) 会社資料より当センター作成

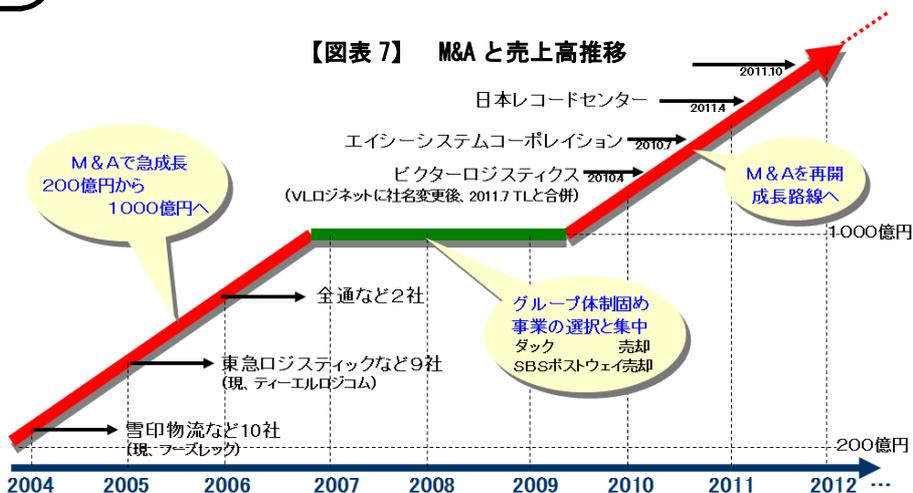
> 沿革と経営理念

現社長が創業者、積極的な拡大戦略で陸運業界上位規模に成長

◆ 沿革

鎌田現社長が佐川急便グループに8年間勤務後、1987年に首都圏における企業間物流会社として関東即配(同社の前身)を設立した。関東即配で物流コストの低減化及び即日配送の新サービスを開始。89年には商号を総合物流システムに、さらに99年にはエスビーエスに変更。2004年グループの再編により純粋持株会社体制に移行し、06年には現商号に変更した。

【図表7】M&Aと売上高推移



(出所) 会社資料

この間、04年雪印物流(当時呼称、現フーズレック)、05年東急ロジスティック(同、現ティーエルロジコム)など大手上場企業の子会社をはじめとする企業買収を次々に重ね、業容を急速に拡大してきた。一方、ノンコア企業を売却し、企業間物流、特に3PLに経営資源を集中し、今日のビジネス基盤を構築した。03年には株式を上場(現JASDAQ・スタンダード市場)し、12年12月に東証二部にも上場した。尚、JASDAQ・スタンダード市場への上場廃止申請を行っている。

◆ 経営理念

同社の経営理念は、以下の通りである。

- ・われわれの提案するサービスによって、お客様に喜ばれ、株主に喜ばれ、そして社員の幸せにつながる会社を目指す。
- ・企業の永遠の繁栄は、人を大事にすることにある。みなが生き生きと働くことが繁栄をもたらす。
- ・社会的責任なくして企業の発展はあり得ない。社会と共に生き、人々に喜ばれ、広く内外社会の発展に貢献する。

◆ 経営の基本方針

同社は企業の社会的使命を果たすために、法令遵守はもとより社会の構成員に求められる社会規範や倫理に従い、公正で透明度の高い経営体制により事業展開をしていく上で、同社グループ各社の役員・従業員一人ひとりが守るべき行動基準として「SBS グループ行動憲章」を制定している。

【行動基準】

- ・コーポレート・ガバナンスの推進
- ・お客様第一主義
- ・公正で透明性のある企業活動
- ・社会貢献と環境への配慮
- ・法令・規程の遵守

2. 財務面の分析

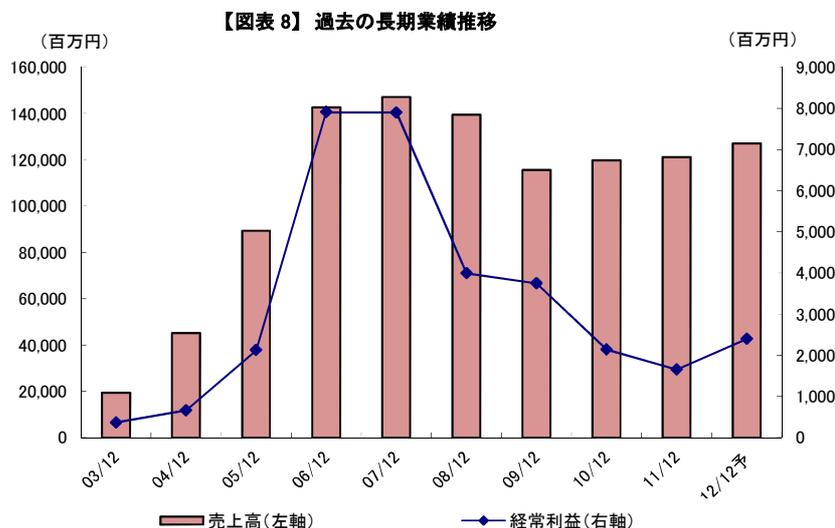
> 過去の業績推移

2003年から7年間で売上高6倍、営業利益9倍に伸長

◆ 過去の業績長期トレンド

過去の長期にわたる業績推移は、図表8の通りである。日本における物流量が伸び悩むなか、同社は2004年以降、M&Aを成長戦略に掲げ、特徴のある同業他社を積極的に買収し業容を急速に拡大してきた。

06年12月期、07年12月期に売上高・経常利益が大きく上伸したのは、現不動産事業(当時金融事業)において不動産を流動化した売上高・利益を計上したことによるものである。その後は、グループ体制固めと事業の選択と集中に取り組み、売上・利益とも伸び悩み気味であったが、体制整備が終わった10年12月期以降は増収増益トレンドに戻りつつある。



出所)決算短信より当センター作成 予想は会社予想

◆ 2012年12月期第3四半期決算

2012年12月期第3四半期連結決算は、食品など消費財関連の物流が上半期に堅調に推移したことに加え、前年度に実施した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95,213百万円(前年比7.0%増)と増収となった。一方、営業利益は、増収効果や低採算性業務の収益改善などに加え、前年同期にあった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2,020百万円(同93.9%増)、経常利益は、第1四半期に持分法適用関連会社としたゼロにかかる持分法投資利益408百万円を営業外収益に計上したことから

1,997百万円(同200.4%増)と大幅増益となった。純利益は、13年12月期に計画しているグループ会社の倉庫移転にかかる設備、資産の減損を特別損失に計上したことや法人税等調整額の増加により968百万円(同214.5%増)となった。

> 同業他社との比較

◆ 財務体質の改善余地は大きい

上場する大手陸運会社の内、事業内容及び業態が類似するほぼ同規模の上場企業及び3PL最大手の日立物流(9086・東証一部)と比較を行った。日立物流及びハマキョウレックス(9037・東証一部)、トランコム(9058・東証二部)と比較すると、同社は、安全性・収益性・成長性のいずれも相対的に低く、改善の余地が大きい。今後も、成長のためにM&Aを積極的に行う方針であり、各指標の大きな改善はもう少し先になると思われる。

項目	銘柄		同社	ハマキョウレックス	トランコム	日立物流
	証券コード		2384 東証二部	9037 東証一部	9058 東証二部	9086 東証一部
	決算期	単位	2011/12	2012/3	2012/3	2012/3
規模	売上高	百万円	121,148	89,935	81,537	553,934
	経常利益	百万円	1,653	6,552	3,797	22,916
	総資産	百万円	100,747	85,164	29,188	365,013
収益性	自己資本利益率	%	10.7	14.9	14.1	8.3
	総資産経常利益率	%	1.7	7.7	13.9	7.5
	売上高経常利益率	%	1.4	7.3	4.7	4.1
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	-4.6	4.3	7.7	16.2
	経常利益(同上)	%	-25.5	18.4	10.0	16.9
	純資産(同上)	%	10.5	14.1	13.4	4.7
安全性	自己資本比率	%	24.5	28.7	52.3	42.9
	流動比率	%	89.4	47.4	157.6	154.5
	インタレスト・カバレッジレシオ	倍	6.1	15.5	6.3	27.7

(注)平均成長率は複利。自己資本利益率、総資産経常利益率は期間利益÷(期首・期末平均資本)。流動比率は流動資産÷流動負債
(出所)各社決算短信、有価証券報告書より、当センター作成

> 今後の業績見通し

◆ 2012年12月期の会社予想

12年12月期連結業績の会社予想は、売上高127,000百万円(前期比4.8%増)、営業利益2,900百万円(同33.2%増)、経常利益2,400百万円(同45.2%増)、当期純利益1,800百万円(同28.6%減)と増収大幅経常増益を据え置いている。

物流業界では、大震災による物流や輸送への影響は解消されたものの夏場以降荷動きの停滞感が強まっているほか、顧客の物流費抑制や同

業者間の競争激化が続き、採算性の維持は厳しい状況にある。円高修正による企業収益の好転期待、海外景気の過度な減速懸念の後退などのプラス材料はあるものの、依然、デフレと内需の不振が憂慮され、先行き不透明な状況が続いていると思われる。

同社は、営業強化による新規顧客増での増収効果や低採算性業務の収益改善が見込め、第3四半期までの順調な業績推移から12年2月10日に公表した見通しを修正していない。

◆ 当センターの12年12月期予想

同社は、食品物流の比率が高いことから夏期及び年末年始に物流需要が偏るため、下期(特に第4四半期)に利益の集中する傾向がある。既に第3四半期決算を終えているが、売上・利益はほぼ計画通りに推移している模様であり、12年12月期の会社予想は達成可能と思われる。12年10月以降物流量が低迷するなど業界環境は依然厳しいものの、各種の営業強化策及び合理化施策により、利益については若干の超過達成も可能であると考えている。

◆ 会社側の中期業績展望

具体的な中期経営計画は公表されていないが、5年以内を目処に売上高2,000億円、その後、3,000億円を目指したいとしている。期待される主な増収の要因は、M&A及び海外展開の寄与分を想定している。この際の売上高営業利益率は、4%程度を目安としたい考えである(今期会社予想では、同率は約2.3%)。

また、次の2つの指標を安定的に維持することを目標としている。

- ① 株主資本利益率(ROE)：15%以上
～2011年12月実績値：10.7%(差異4.36%以上)
- ② 売上高経常利益率：3%以上
～同上1.4%(差異1.6%以上)

◆ 当センターの中期予想

経済環境・企業業績動向や業界の競合状況を勘案すると、国内物流市場は震災復興需要の回復一巡後は、当面拡大が見込めない。しかし、同社の13年12月期及び14年12月期は、千葉県野田市の物流センター(12年9月竣工、延床面積約1万坪)や建設予定の新倉庫の寄与、営業・合理化の強化などの自助努力により、増収増益基調が期待できよう。既存ビジネスのみでは、年率2~3%程度の売上高成長、合理化による収益寄与を見込んでも年率3~5%程度の利益成長に留まるとと思われる。3PL事業の拡大、積極的なM&A戦略やアジアを中心とする海外展開により、同社の業績の変化のポテンシャルは大きく、利益成長の上乗せは可能であると考えている。今後も3PL事業の展開、M&Aや海外戦略に注目していきたい。

売上高は当面2千億円
目標。株主資本利益率及
び売上高経常利益率の
中期目標を設定

業績の高い伸長には、シ
ナジー効果のあるM&A
が不可欠

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 顧客基盤、ノウハウ、教育体制が、知的資本を構成

同社の知的資本のポイントは次の3つに集約できる。一つ目は長年にわたる物流業務経験・ノウハウ・人的なネットワークを有する社長の力量・経営判断能力、教育・研修体制による人材育成システム（人的資本）、二つ目は大手の優良な企業をコアとする顧客基盤及び、業務実績及び信頼関係（関係資本）、三つ目は3PLなどのロジスティクス・ノウハウの蓄積（組織資本）である。

【図表 9】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	ブランド	・成熟した陸運業界で業歴がわずか25年と短く、東証二部上場企業 ・大手優良企業と長年の取引実績	・売上高順位	・陸運業界12位 ・冷凍・冷蔵食品輸送でトップクラス
	ネットワーク	・取引先の株式を保有 ・M&Aのため金融機関、アドバイザー等とネットワーク	・提携企業数	・非開示
	顧客基盤	・大手企業グループから継続的に受注しており、関係は深く顧客基盤は磐石	・取引先企業数	・数千社
組織資本	プロセス	・社長がトップセールス、実務者がフォロー ・現場力も強い。3PLなど顧客ニーズに応じる提案型営業 ・安全 ^{注1} （Gマーク：全国平均の取得率21.6%）・環境（ISO14001）・品質関係（ISO9001）の公的認証取得状況	・受注活動・提案に要する期間 ・倉庫等設備投資期間 ・Gマーク(A)、ISO9001(B)、ISO14001(C)、	・1カ月から数カ月程度 ・数年程度 ・A：82事業所（取得率60%） ・B：68事業所 ・C：28事業所
	知的財産・ノウハウ	・新規プロジェクト等で問題点分析からの作業効率向上、技術・ノウハウの蓄積に繋げる豊富なノウハウ	・各分野の発表会・研修会など	・年数回
人的資本	経営陣	・社長は創業者で長年経営。筆頭株主で、社長及び経営陣・従業員持株会・自社株を加えれば過半数を保有	・業界経験年数 ・社長任期年数 ・社長個人株式保有比率	・約25年 ・約25年 ・約49%
	従業員	・社内研修制度が充実。現業職・事務職とも、生涯教育を行う ・M&A先会社の従業員解雇はしない、社員のやる気を出させ、志を共有する方針	・研修回数 ・従業員数内訳	・非開示 ・社員4,624名、物流4,323名、不動産9名、その他186名、全社106名 ^{*2}

(注) *1：貨物自動車許可事業所：137事業所対象、*2：2011年12月末

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

持株会社である同社が中心となって経営資源を投入し、グループ全体の環境対応、社会的責任、企業統治などを積極的に推進している。同社の策定した「SBS グループ行動憲章」の中で環境への配慮として、「私たちは、地球市民として環境問題に心を配り、健全な地球環境を子孫に継承します。」と宣言している。

11年12月期の同社グループの環境データによれば、車両および施設を合わせたCO₂の排出量は71,180t、前期比6,477t減、8%相当のCO₂排出量を削減している。加えて同社グループでは、地球環境を守るため09年12月期CO₂総排出量84,883トンを基準として11年12月期から13年12月期までの3カ年でその10%にあたる8,500トンのCO₂を削減する「環境アクションプラン2013」を作成し、取組みを進めている。車両運行面ではエコドライブ、オフィス・事務所等ではスマートクロック(現在の電気使用量を表示し、使いすぎた場合には色と警報音で警告)により省エネを行っている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社の策定した行動憲章の中で社会貢献として以下を掲げている。
～私たちは、「良き企業市民」としての責任を自覚し、企業活動を通して積極的に社会に貢献します。～

東日本大震災への支援、環境政策への対応、障害者雇用等、地域社会及び社会全体への貢献と発展に寄与する活動を推進している。物流事業を主力とするため、「安全最優先の原則」「輸送の安全確保」「交通事故防止」を最重要課題と位置付け、日々の安全管理・運行管理、グループ横断組織による教育や指導を実施し、3千人のドライバーひとり一人に対して安全意識の浸透を図っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社グループは、純粋持株会社である同社を中心に30社を超える事業会社で構成され、グループ経営の推進が重要である。社会から信頼を得て企業価値の継続的な向上を実現するためには、グループ全体の経営の効率性、健全性、透明性を確保し、法令や各社の社内規則を遵守するとともに、「SBS グループ行動憲章」に沿って活動し、内部統制・コンプライアンス・リスク管理を柱としてコーポレート・ガバナンス体制の構築を進めていく方針である。

同社の取締役会は4名の取締役(社長+旧長銀出身者2名+生協出身者1名、社外取締役はゼロ)で構成され、月1回以上の取締役会には社外監査役3名(内公認会計士1名)を含む監査役4名が参加し、意見交換および意思決定を行っている。また取締役は、主たるグループ

会社と月次で当該グループ会社の経営課題を議論する場を設け、グループ・ガバナンスの向上に努めている。

尚、同社グループでは、適正で効率的な事業運営を行うために、全グループを対象としたシステム構築・内部統制システムの充実に努めている。因みに、株式の状況(2011年12月31日現在)は、図表10の通りである。社長が発行済株式数の50%弱、さらに自社株保有と従業員持株会保有分を加えると、同社関係者合計で約56%以上となる。

【図表 10】 大株主の状況

株主名	持株数(千株)	持株比率(%)
鎌田 正彦 (社長)		49.07
SBSホールディングス従業員持株会		3.81
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口、従業員持株会が保有する同社株式を含む)		3.42
伊達 寛 (個人)		3.33
ザ チェース マンハッタン バンク エヌエイ ロンドン エス エル オムニバス アカウント		2.56
大内 純一 (創業者メンバー)		2.37
メロン バンク エヌエー トリーティー クライアント オムニバス		1.53
吉岡 博之 (同社子会社社長)		1.45
株式会社スリーイーコーポレーション (取引先)		1.19
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)		0.95
取締役+監査役名合計		49.47
同上+自社株+持株会(日本トラスティにおける持株会が保有する株式数は除く)		56.03

(注1) 上記の他、自己株式が285,641株あり。

(注2) 日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)は、従業員持株会信託における再信託先であり、従業員持株会信託口が保有する同社株式359,900株を含んでいる。

(注3) スパークス・アセット・マネジメント株式会社から、2012年5月17日付で大量保有報告書の変更報告書の写しの送付があり、12年5月15日現在で714,100株を保有している旨の報告があったが、同社として当第2四半期会計期間末時点における実質所有株式数の確認ができなため、上記大株主の状況には含めていない。

(出所) 四半期報告書等より当センター作成 12年6月末現在

【図表 11】 所有者別状況

(2011年12月末)	(%)
個人その他	82.8
金融機関等	7.6
外国法人等	5.4
その他の法人	3.3
金融商品取引業者	0.9
合計	100.0

出所) 有価証券報告書より当センター作成

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆ 顧客企業数増大、物流施設開発強化、海外事業の貢献が課題

1) 荷主企業に対し物流改革を提案し、包括して物流業務を受託する3PL事業の競争力を強化し着実に伸ばせるかが課題(3PL売上高:10年12月期354億円→11年12月期401億円→12年12月期予想433億円)。

2) 物流施設開発案件(物流センターなど)を流動化しつつ、着実に収益に結びつけ、またグループ事業全体の競争力・収益力の強化に繋げることもポイントとなる。既に関取した企業の収益力強化、シナジー効果を生み出すこと、グループ会社の会計・管理システムなどの統一化が重要なテーマ。

3) 売上高・収益の海外事業の寄与度を高めること。12年5月にシンガポールに地域統括会社を設立し、ASEAN地域のシンガポール、タイ、マレーシア、ベトナムの拠点整備を完了。また、一部の現地で日系メーカー向けの国際一貫物流を受託し業務を開始するなど海外展開を進めているが、連結ベースで海外の寄与度を高めること。

> 今後の戦略

◆ 全方位の物流機能を有する3PL企業集団を目指す

今後の厳しい経営環境のもとで競争に勝ち残り成長を続けるためには、事業・投資・海外の3つの戦略とそれを支えるグループ経営基盤の整備を推進していく方針である。同社グループは、「全方位の物流機能を有する3PL企業集団」を目指している。

1) 事業戦略

企業の物流機能を包括的に受託する3PL事業の拡大に注力し、業界トップグループ入り(上位10位以内を目標)を目指す。業種・業態、商材別に物流機能の整備を進めるとともに物流施設開発し、ローコストオペレーション体制の確立など3PL事業の競争力強化に努める意向である。加えて、積極的にM&Aを活用し、規模の拡大や優良な顧客基盤の確保を加速する。

2) 投資戦略

成長を継続するためには物流施設開発、海外進出、M&Aなどに多額の資金が必要となるが、M&Aにおいては事業規模、収益性の相乗効果が期待できるものに厳選して資金を投入し、一方、施設開発においてはノン・アセット型で取り組むなど効果的な資金活用を進め、財務の健全化を意識した投資を行う方針である。

3) 海外戦略

国内物流需要の減少を想定し、新市場を求めて海外展開を進める。ターゲットは、ASEAN 諸国やインド、中国などの東アジア地域。当面は、日系企業の増加が著しいタイ、マレーシア、ベトナムなどに拠点を整備し事業拡大を図る。加えて、インドなど今後発展が見込まれる新興国ではパートナー企業の発掘に注力する。

4) グループ経営基盤整備

人員・車両の管理レベルを高めコストダウン圧力に負けないローコストオペレーション体制を構築する。また、グループシナジーを引き出すための環境整備に取り組み、会計システムの強化、情報インフラの整備、研修制度の充実などの各種施策を通じて、グループの経営基盤作りに努める方針。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 積極的な経営姿勢と意思決定スピードが強み

同社の内部資源（強み・弱み）及び、外部環境（機会・脅威）の状況を整理すると以下のようにまとめられる。

【図表 13】 SWOT 分析

項目	同社の特質・事情
強み Strength	<ul style="list-style-type: none"> ・社長の経験とノウハウ、人脈と意思決定スピードの速さ ・積極的な M&A 戦略 ・優良な顧客基盤、組織的なノウハウ・実績、長い業歴と信用力 ・教育・研修制度の充実 ・グループ会社管理のノウハウ・システム
弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> ・特定エリア（首都圏）への依存が大きい ・使用燃料である軽油・ガソリンの価格上昇によるコスト負担増 ・財務体質が弱く、金利上昇リスクを負う
機会 Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> ・M&A やアライアンスの強化 ・不動産における大規模物流施設の開発案件強化 ・海外進出・展開
脅威 Threat	<ul style="list-style-type: none"> ・グローバル化にともなう競争の激化、海外展開における政治的・経済的リスク ・景気低迷の長期化による物流量の抑制、単価の下落 ・法制度変更のリスク（物流に関する各種法、人材派遣に関する労働者派遣法等）

> 経営戦略の評価

◆ M&A と海外戦略が最重要なビジネスモデル

日本の物流業界という成熟市場で、戦略的に M&A を進め規模を拡大し成長していく企業は、陸運業界にあっては数少ない企業の一つである。社内に M&A のデューデリジェンスや、物流倉庫など不動産の流動化を進める金融出身のスタッフが揃っていることも、同社の成長をサポートしていると思われる。

・今後は、既存の物流事業を中心とした総合アウトソーシング事業とシナジー効果を生む企業を適正な価格で買収し、買収した企業との融和、その活用と管理、収益を引き出すことが課題となる。また、物流量の増加が見込まれるアジア市場を中心に積極的な海外開拓も今後の成長には不可欠であるが、現状ではその具体的な収益寄与が見えないため、今後フォローしていきたい。

M&A による適正な事業ポートフォリオ構築とグループ会社の運営管理、シナジー効果を高めることが課題

> 利益還元策

◆ 会社の利益配分に関する基本方針

同社は、株主優待制度を採用していない。また、不動産事業において物流施設の流動化を実施する年度には業績が上振れる理由から目標配当性向を定めていないが、安定的・継続的な配当の実施を通じて利益還元していきたい方針。12年12月期は30円の普通配当に加え上場記念配当(10円)による増配を計画している。同社の予想EPSをベースにすると配当性向は約21%、現在の株価水準では配当利回りは約4%となる。因みに、12年1月に、1:100の株式分割を行っており、流動性の向上及び株主数の増加に努めている。

> バリュエーション比較

◆ やや低位な水準

陸運業で上場する会社は多数存在する。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、東証一部平均の今期予想PER18倍弱、PBR約1.1倍、単純平均の配当利回り約2%と比較した場合、同業界は低位に放置されている。これは、同業界に対する投資家による成長期待の乏しいことが背景にあると推測される。同社の株価バリュエーションは、12年12月期、会社計画ベースでPER約7.1倍、これに対し当センターの12年12月期予想でPER約6.8倍、11年12月期実績PBR0.5倍、14年12月期予想では、PER約5.6倍となる。同社の株価は近年の業績の伸び悩みを反映し、同業他社と比較しても若干低位な水準にあると思われる。

【図表14 同業他社との株価バリュエーション比較】

	2384 東証二部 同社	9037 東証一部 ハマキョウレックス	9058 東証二部 トランコム	9086 東証一部 日立物流
株価(2013/1/11終値)	1,033	2,810	2,030	1,291
PER(今期予想)	6.8	6.7	8.0	10.1
PBR(直近実績)	0.5	1.0	1.3	0.9
配当利回り(予想)	3.87	1.42	2.46	2.01
時価総額(百万円)	13,500	23,472	20,958	144,304

(注) 同社は当センター予想で今期予想は12年12期予想、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) 短信等により当センター作成

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な適正株価は1,100円～1,480円と想定

将来的に、M&A等により同社の業績は大きく変動することが予想され、安定的な増収・増益基調は想定しがたい。既存のグループ全体での中期的な利益成長ポテンシャルは、年率3～5%（売上高成長率は年率2～3%程度）と考えられる。

東証一部及び同業他社の現在の平均PERを参考に、小型株であり流動性が乏しい点や今後の業績の変化率を考慮し、当センターでは同社の適正バリュエーションをPER予想レンジで6倍～8倍と仮定した。当センターの14年12月期の予想EPSである約185円を当てはめると、適正株価水準は1,100円～1,480円と想定される。

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

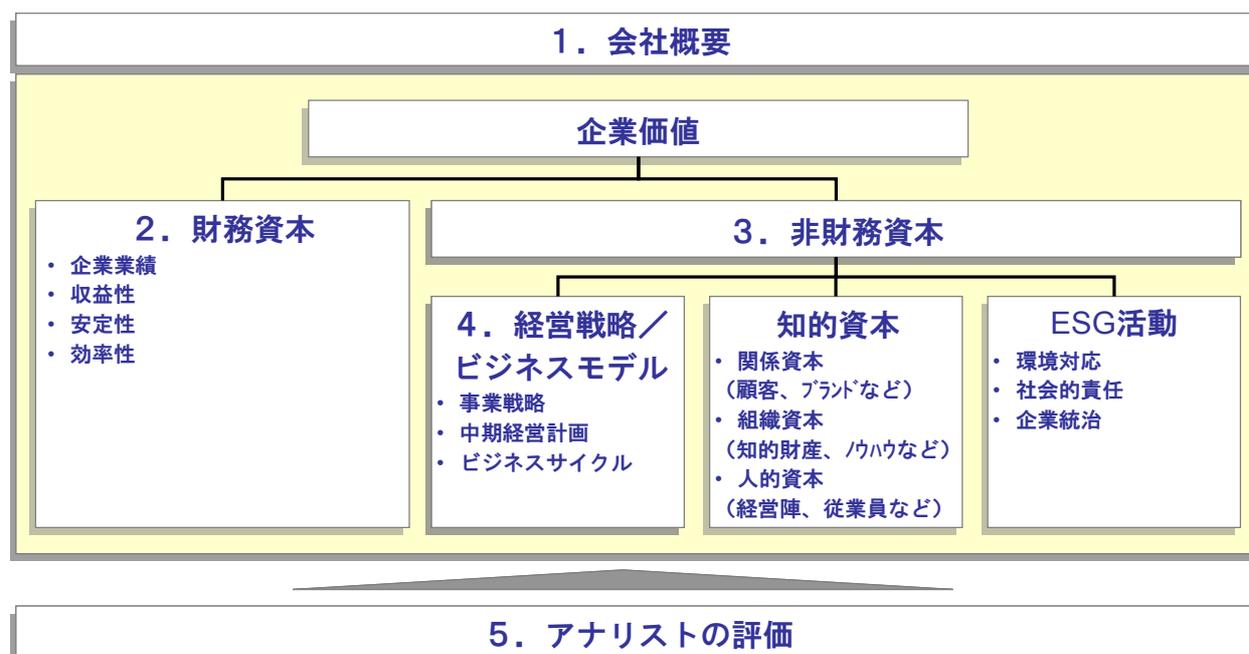
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。