

ホリスティック企業レポート

SBSホールディングス

2384 東証二部

フォロー・レポート
2013年8月23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20130820

SBSホールディングス(2384 東証二部)

発行日:2013/8/23

総合物流アウトソーシング会社、M&Aにより業界大手に急成長
今期は先行投資負担から最終減益へ、来期以降増益トレンドへ

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

> 要旨

◆ 物流事業を中心とした独立系総合アウトソーシング会社

・SBSホールディングス(以下、同社)はM&A戦略で成長した大手総合物流グループである。拡大路線を掲げ、国際的なサード・パーティ・ロジスティクス(3PL)企業集団として、17/12期に連結売上高 2,000 億円を目標としている。

◆ 13 年 12 月期予想に変更なし

・13/12期第2四半期累計決算(以下、上期)は荷動きが低迷、加えて運賃単価が下落したことで、売上高 61,805 百万円(前年同期比 1.7%減)、営業利益 703 百万円(同 47.2%減)、経常利益 534 百万円(同 62.4%減)、純利益 149 百万円(同 81.9%減)と減収減益決算だった。物流センター移転集約費用やブランド統一費用を特別損失として計上した。

・同社は13/12期の見通しについては、期初予想を変更していない。

・証券リサーチセンター(以下、当センター)も、13/12期について、事業セグメントの見方については同社予想とは若干の相違はあるものの、全体の業績は、会社予想並みを見込んでいる。

◆ 中期見通しに変更なし

・当センターでは、14/12期以降は、費用の正常化、合理化効果、新規プロジェクトの寄与により増益に転じると予想している。今後は、3PLなどの事業戦略、倉庫などの各種プロジェクトへの投資戦略と物流センターなどの資産の流動化、海外戦略に注目していきたい。

【主要指標】

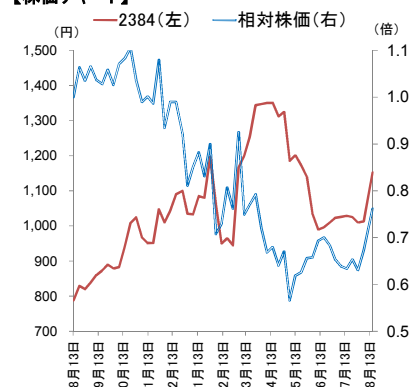
	2013/8/16
株価(円)	1,152
発行済株式数(株)	13,068,400
時価総額(百万円)	15,055

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	8.7	13.0	8.6
PBR(倍)	0.54	0.52	0.50
配当利回り(%)	4.0	3.5	3.5

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	12.5	1.1	40.5
対TOPIX(%)	11.4	0.4	-10.0

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2012/8/17

【2384 SBSホールディングス 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)
2010/12	119,824	3.6	4,262	47.6	4,291	14.5	2,140	7.7	175.1	1,824.9	30.0
2011/12	121,148	1.1	2,177	-48.9	1,653	-61.5	2,522	17.8	205.1	1,997.2	30.0
2012/12	127,935	5.6	2,901	33.2	2,767	67.4	1,647	-34.7	132.4	2,147.5	記40.0
2013/12 CE	128,000	0.1	3,100	6.9	2,700	-2.4	1,100	-33.2	86.2	NA	30.0
2013/12 E	128,000	0.1	3,100	6.9	2,700	-2.4	1,100	-33.2	86.2	2,203.7	30.0
2014/12 E	130,100	1.6	3,550	14.5	3,050	13.0	1,710	55.5	134.0	2,297.7	40.0
2015/12 E	132,800	2.1	4,000	12.7	3,500	14.8	2,040	19.3	159.9	2,417.6	40.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

フォロー・レポート

2/10

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ない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

> 事業内容

注 1) 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。

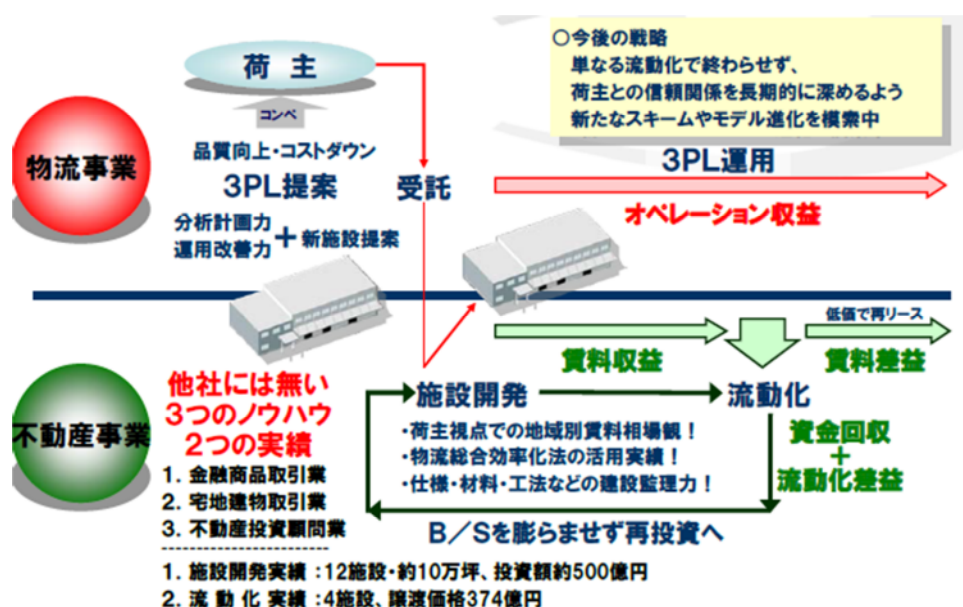
◆ 独立系の総合アウトソーシング企業、物流事業がコア

SBS ホールディングス(以下、同社)は、物流、マーケティング、人材、金融事業などを多角的に展開している。同社は 03/12 期に 193 億円だった売上高が 12/12 期には 1,279 億円の総合アウトソーシング企業へと拡大してきた。04 年に雪印物流(現 SBS フレック)、05 年に東急ロジスティック(現 SBS 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を次々を買収してきたためである。こうした積極的な M&A により業容を拡大してきたが、事業ポートフォリオを見直し、企業間物流、特に 3PL^{注1}に経営資源を集中することでビジネス基盤を構築してきた。冷蔵及び冷凍食品輸送は、国内屈指のポジションにある。

◆ ワンストップサービスと金融事業のノウハウが強み

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、倉庫及び物流センター運営、流通加工、輸出入、物流情報システム、国際物流、3PL に至るまであらゆる物流関連機能の提供を事業としている。子会社が相互に連携することにより、良質なワンストップサービスと付加価値を生み出している。また、金融事業に精通したスタッフを有し、資産(物流センター)の流動化(顧客に売却することで投資資金を回収)ができる物流会社である点がグループの特長かつ強みとなっている。

【図表 1】ビジネスモデル



(出所) SBS ホールディングス

> 決算概要

注2) ブランド統一
認知度や一体感を高める
ことを目的に、物流事業を
担う14社の子会社名を
「SBS」を冠した社名に変
更し、6月1日にブランド
統一を実施した。新しいシ
ンボルマークやスローガ
ンを導入し、制服統一、車
両塗装や施設看板の変更
などの投資を行った。

◆ 13年12月期第2四半期決算はほぼ同社予想並み

13/12期第2四半期累計決算(以下、上期)は前年同期比1.7%減収、同47.2%営業減益、同62.4%経常減益、同81.9%純利益減益となったが、同社の期初の業績予想と大きな乖離はない。売上面では、生活必需品レベルでは消費低迷が継続したこと、利益面では、減収に加え北日本の雪害影響や一部食品系物流センターの稼働率低下、競争激化による単価下落が影響した。物流センターの移転・集約やブランド統一の費用^{注2}などを特別損失として計上した一方で投資有価証券や有形固定資産の売却益などの特別利益を計上したこと、純利益は期初予想をやや上回る149百万円となった。

【図表2】13/12期第2四半期累計決算概要

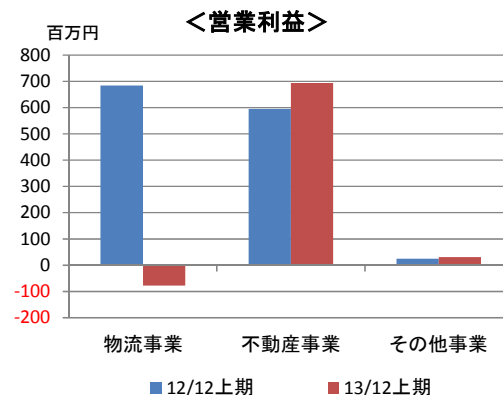
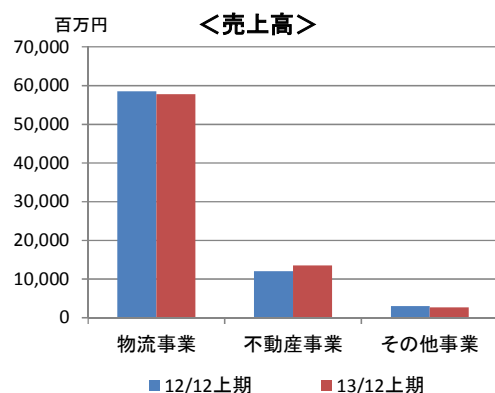
百万円	会社 期初予想	実績	前年同期比
売上高	62,000	61,805	-1.7%
営業利益	800	703	-47.2%
経常利益	500	534	-62.4%
純利益	100	149	-81.9%

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 物流事業が赤字だが、他2事業セグメント利益は黒字を維持

同社は、「物流事業」をコアとし、物流施設等の開発・販売・賃貸等を行う「不動産事業」、及び人材、環境、マーケティング等からなる「その他事業」の3セグメントに区分される。上期の3セグメントの売上高及び営業利益は以下のとおりである。

【図表3】13/12期第2四半期累計セグメント概要



(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

セグメント別の業績は以下のとおりである。

物流事業セグメント

営業活動の強化及び、新たに獲得した 3PL 業務向け物流センターの開設（ドラッグストア、ホームセンター、眼鏡レンズメーカー向け物流センターの新規稼働など）や既存の物流センターの移転及び集約（音楽、レンタル産業向け物流センター）に取り組んだ。しかし、売上高は、低調な消費動向による荷動きの低迷や季節要因による食品関係の物量の落ち込みなどにより前年同期比 1.3%減の 57,801 百万円となった。加えて、1 月～2 月の北日本の雪害によるコスト増、一部食品系物流センターの稼働率低下、即日配送の競争激化による単価下落などが影響し、77 百万円の営業損失（前年同期は 683 百万円の営業利益）となった。

不動産事業セグメント

12/12 期に持分を買い増しした賃貸用不動産施設（南新宿 SK ビルの 4 割相当）の賃料収入が寄与し、売上高は 1,344 百万円（前年同期比 12.0%増）、営業利益は 694 百万円（同 16.9%増）となった。

その他事業セグメント

発送代行事業の子会社を連結対象外としたことなどにより、売上高は前年同期比 13.3%減の 2,659 百万円となった。営業利益は、マーケティング事業および環境事業の回復、人材事業の赤字幅縮小により 31 百万円（同 29.2%増）となった。

今年度を投資の年と位置付けている。業界トップ 10 入りを目指して掲げる“全方位の物流機能を有する 3PL 企業集団”に向けて、事業戦略、投資戦略、海外戦略の推進し、ローコストオペレーションの体制やシナジーが発揮できる環境作りなどのグループ経営の基盤整備を進める計画である。

具体的には、事業戦略では 3PL 事業を加速するため提案営業を積極的に展開し、基盤を整備し新規顧客を獲得した。投資戦略では、横浜市長津田においては、大手食品メーカー向けの物流センター建設に着工し、14 年秋完成を目指している。海外戦略では、3 月に香港に中国市場統括会社と香港での事業会社の現地法人 2 社を設立し、4 月から日系メーカー向けの事業を開始した。日系企業の進出が著しいタイでは、来年度に向けて物流拠点を建設する検討を進めている。

➤ 業績見通し

◆ 13 年 12 月期の同社予想

13/12 期について、同社は期初予想と同様に売上高 128,000 百万円（前期比 0.1%増）、営業利益 3,100 百万円（同 6.9%増）、経常利益 2,700 百万円（同 2.4%減）、純利益 1,100 百万円（同 33.2%減）を見込んでいる。セグメント別では、物流事業は売上高が前期比 0.1%減、営業利益同 4.2%増、不動産事業では同様に同 6.2%増、同 1.2%増、その他事業は同 1.3%増、同 81.8%増となっている。

【図表 4】セグメント別業績予想

百万円	売上高			営業利益		
	12/12期	13/12期	前期比	12/12期	13/12期	前期比
物流	119,330	119,160	-0.1%	1,728	1,800	4.2%
不動産	2,504	2,660	6.2%	1,206	1,220	1.2%
その他	6,100	6,180	1.3%	44	80	81.8%
消去	—	—	—	-79	0	—
合計	127,935	128,000	0.1%	2,901	3,100	6.9%

(出所) SBS ホールディングス決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

同社は経営環境について、燃料価格の高騰、競争激化を予想する一方で、国内景気は経済・金融政策の浸透により緩やかに回復するものと考えている。上期の実績も概ね期初に予想した範囲内であることから、期初に公表した 13/12 期の業績予想は変更していない。上期は、厚木の複数の物流拠点を集約したことによる移転や原状回復コストや機会ロスが発生したが、下期はこれがなくなる。さらに集約による賃料削減や運用効率化が見込め、物流部門の収益性改善に貢献するとしている。

◆ 13 年 12 月期の証券リサーチセンター予想

当センターの業績予想は会社予想並みを見込んでいる。

13/12 期下期は、物流事業において、上期新設の物流施設のフル寄与や新規顧客、「6、7 月とも予算を達成し上回っている」との説明会での社長のコメントもあったが、物流単価の下落は継続すると思われ、前期比横ばいとする同社予想売上高に対して若干未達になり、セグメント利益も前期比 3.4%減と予想する。

不動産事業は、同社予想において加味していない 12/12 期に取得した物件収入を、当センターでは加味することを背景に、売上高 2,750 百万円（前期比 9.8%増）、営業利益 1,300 百万円（同 7.8%増）と予想し、全体として同社予想並みの水準を予想している。

> 中期見通し

◆ 17 年 12 月期売上高 2,000 億円を標榜

同社が公表している中期展望では、17/12 期に売上高 2,000 億円、営業利益 80 億円、アジア地域の売上高構成比 20%を標榜している。定性的には、国内物流市場は成熟化しつつあるため、同社は積極的な事業展開を進め、国内 3PL や物流施設開発の強化、アジアを中心（特にインド、タイなど）に国際物流網の構築、M&A を積極的に進めるなど再度拡大路線を掲げている。

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターでは、14/12 期以降は、費用の正常化、合理化効果、特定顧客向け新物流センターの寄与により増益トレンドに転じると予想している。13/12 期では物流施設の集約による効果が、旧倉庫などの原状回復費用や移転費用で相殺される見通しだが、14/12 期以降は、その効果をフルに享受できよう。加えて、アジアを中心に海外事業や、資産の流動化、3PL 事業の拡大による業績への寄与を期待している。

留意点として、今後も物流資産を中心とする資産の流動化、M&A、海外進出、新物流センター等のプロジェクトの成否、景気の変動により同社の業績が大きく変動する可能性がある。国内既存物流事業は成熟し競争激化が恒常的であり、不断の各種の合理化、営業努力が求められる。長期的にわたる本格的な業績の伸長には、進めている各種事業の貢献が不可欠となる。

【図表 5】中期業績予想

百万円	13/12期		14/12 期	15/12 期
	会社予想	予想	予想	予想
売上高	128,000	128,000	130,100	132,800
営業利益	3,100	3,100	3,550	4,000
経常利益	2,700	2,700	3,050	3,500
純利益	1,100	1,100	1,710	2,040

(注) 予想は証券リサーチセンター予想

(出所) 証券リサーチセンター

> 株主還元

◆ 安定的、継続的な配当が基本

同社は、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、株主に利益還元してゆく方針である。12/12 期の年 40 円配（記念配 10 円を含む）から、13/12 期は年 30 円配へと、年 10 円配の減配を予定している。年内に東証一部指定を目指す明確に打ち出していることから、実現すれば記念配を加えることで、13/12 期も年 40 円配を継続する可能性があると同センターでは予想している。

> 株価バリュエーション

◆ 現株価水準はやや割高である

類似企業としてハマキョウレックス（9037 東証一部）、トランコム（9058 東証一部）、日立物流（9086 東証一部）とバリュエーション指標の比較を行った。今期は減益・減配予想だが、特別損失を除外した実質的な税引後当期利益は 13 億円程度と推定される。これを基準にすると、今期の修正予想基準 PER は 11 倍台となる。したがって、同社の株価バリュエーションは、同業他社と比較すると、今期予想基準 PER ではやや割高と思われる。

【図表 6】同業他社比較

	2384東証二部	9037東証一部	9058東証一部	9086東証一部
	SBS ホールディングス	ハマキョウレックス	トランコム	日立物流
決算期	12月	3月	3月	3月
株価 (8/16)	1,152	2,923	2,753	1,372
PER (今期予想基準、倍)	13.4	7.0	9.6	10.4
PBR (前期実績基準、倍)	0.5	1.0	1.6	0.9
配当利回り (今期予想基準)	3.5	1.4	2.3	1.9
時価総額 (百万円)	15,055	24,416	28,422	153,358
ROE (前期実績基準)	6.3%	12.8%	14.5%	6.8%
EPS年成長率	-35.2%	1.1%	16.5%	8.2%

(注) SBS ホールディングスの予想は証券リサーチセンター予想、他 3 社の予想は会社予想、純資産、ROE、PBR は直近期ベース、純利益成長率は今期予想／前々期実績の年率成長率
(出所) 証券リサーチセンター

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な想定株価は 1,600 円

当センターでは、類似会社を参考として、同社の適正バリュエーションを PER 予想レンジで 10 倍と想定した。当センターの 15/12 期 EPS 予想である 159.9 円に基づく、中期的な適正株価水準は 1,600 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、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

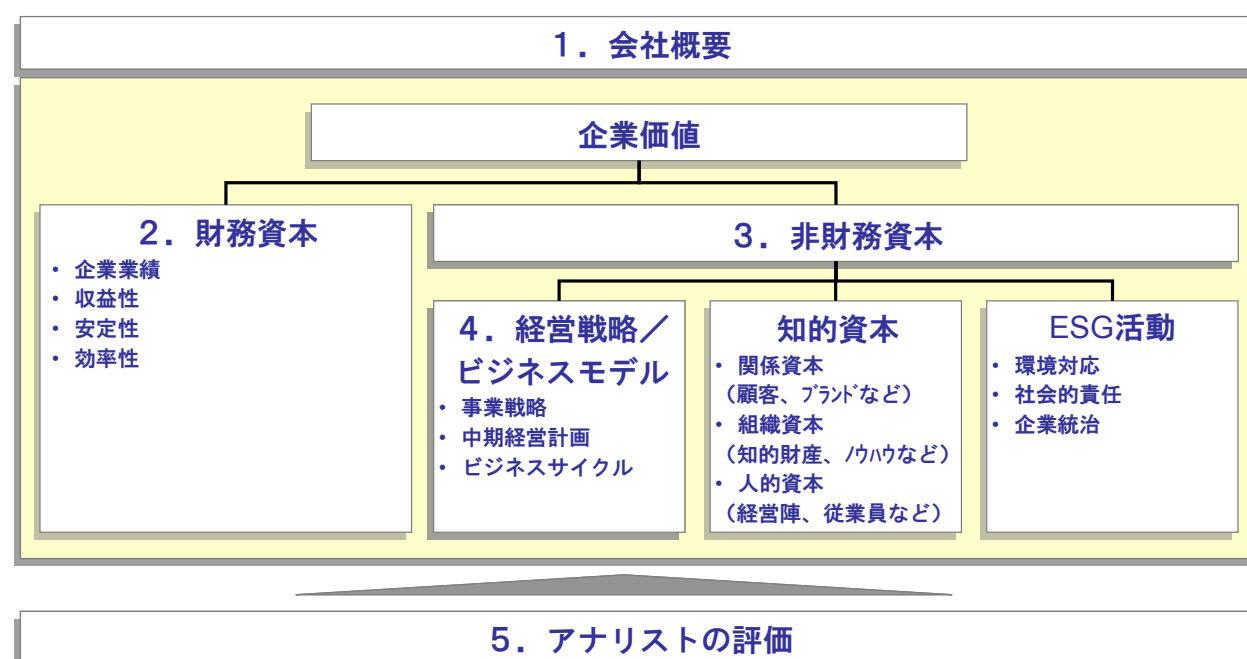
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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 Ratio)

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、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。