

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
2019年3月15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 20190312

シー・エス・ランバー(7808 東証JQS)

発行日:2019/3/15

**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
18年11月期上期の利益は落ち込んだものの、同下期から業績回復が始まった**

> 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)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。長期的には、保育所を中心とした不動産賃貸事業の利益構成比を高める方針を打ち出している。

◆ 18年11月期決算は2%増収、5%営業増益

- ・18/11期決算は、2.4%増収、4.5%営業増益であった。第2四半期累計期間(以下、上期)に不振であったプレカット事業と建築請負事業が下期から急回復したため、通期では小幅ながら増収増益を確保した。

◆ 決算期変更の19年5月期の会社計画は18%増収、営業利益7倍

- ・同社は事業運営の効率化等を図るため、事業年度末を5月末に変更した。19/5期(6カ月決算)について同社は、建築請負事業を中心とした受注の回復と、プレカット事業と建築請負事業の収益性の改善を見込み、売上高は前年同期比18.4%増、営業利益は同7.1倍と予想している。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、18/11期実績や、同社の施策を踏まえて19/5期の業績予想を策定し、売上高は7,498百万円(前年同期比18.4%増)、営業利益は258百万円(同7.3倍)と予想した。

◆ 18年11月期下期から業績回復が始まった

- ・当センターでは、プレカット事業の採算改善や、建築請負事業の受注反転等を背景に、18/11期上期を底にした業績回復を見込み、20/5期は771百万円、21/5期は812百万円の営業利益を予想する。

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】

	2019/3/8		
株価(円)	1,033		
発行済株式数(株)	1,815,300		
時価総額(百万円)	1,875		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	5.1	13.0	4.2
PBR(倍)	0.7	0.7	0.6
配当利回り(%)	3.9	1.9	4.8

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	1.7	-14.7	-47.4
対TOPIX(%)	-0.8	-11.5	-42.1

【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)
2017/11	14,702	7.8	598	3.0	544	1.4	339	7.2	227.8	1,302.0	35.0
2018/11	15,049	2.4	625	4.5	572	5.0	362	6.7	201.8	1,456.5	40.0
2019/5 CE	7,500	18.4	251	7.1X	220	-	140	-	77.2	-	20.0
2019/5 E	7,498	18.4	258	7.3X	226	-	144	-	79.6	1,496.7	20.0
2020/5 E	15,830	-	771	-	693	-	446	-	246.2	1,722.9	50.0
2021/5 E	16,073	1.5	812	5.3	734	5.9	475	6.5	262.2	1,935.0	55.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。決算期末を5月末に変更。

アップデート・レポート

2/18

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

◆ 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。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。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。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 C L C 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。

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72.0%、建築請負21.9%、不動産賃貸2.3%、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		16/11期		17/11期		18/11期		
		金額	構成比	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%	15,049	100.0%	2.4%
	プレカット	9,852	71.0%	10,742	72.0%	11,754	73.7%	12,068	72.0%	2.7%
	建築請負	3,175	24.6%	3,435	24.4%	3,601	22.4%	3,420	21.9%	-5.0%
	不動産賃貸	219	1.8%	199	1.5%	340	2.3%	356	2.3%	4.7%
	その他	324	2.6%	296	2.2%	241	1.6%	485	3.2%	101.2%
	調整額	-1,040	-	-1,039	-	-1,236	-	-1,281	-	-
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%
営業利益率		4.2%	-	4.3%	-	4.1%	-	4.2%	-	-
	プレカット	201	42.9%	306	58.4%	259	47.1%	238	41.9%	-8.1%
	建築請負	158	33.6%	126	24.1%	31	5.6%	58	10.4%	89.6%
	不動産賃貸	121	25.8%	112	21.5%	253	46.1%	247	43.5%	-2.6%
	その他	-10	-2.3%	-20	-4.0%	6	1.2%	24	4.2%	277.9%
	調整額	62	-	56	-	47	-	56	-	-

(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・ランパー有価証券届出書、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		18/11期	
	金額	金額	増減率	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%	12,068	2.7%	
営業利益(百万円)	201	306	52.0%	259	-15.3%	238	-8.1%	
営業利益率	2.0%	2.9%	-	2.2%	-	2.0%	-	
減価償却費(百万円)	136	185	35.7%	249	34.8%	281	12.6%	
のれん償却額(百万円)	-	-	-	-	-	3	-	
EBITDA(百万円)	338	491	45.4%	509	3.6%	523	2.8%	
EBITDAマージン	3.4%	4.6%	-	4.3%	-	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%	4,451	-1.1%
	出荷坪数(千坪)	129	149	15.5%	157	5.4%	154	-1.7%
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%
	出荷坪数(千坪)	69	73	5.8%	81	11.0%	80	-0.8%

(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・ランパー有価証券届出書、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3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		18/11期	
	金額	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%	
営業利益(百万円)	158	126	-19.9%	31	-75.4%	58	89.6%	
営業利益率	5.0%	3.7%	-	0.9%	-	1.7%	-	
減価償却費(百万円)	1	4	206.6%	12	201.4%	11	-5.3%	
EBITDA(百万円)	159	130	-18.1%	43	-66.9%	70	63.0%	
EBITDAマージン	5.0%	3.8%	-	1.2%	-	2.1%	-	
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%
	完工棟数(棟)	212	216	1.9%	216	0.0%	192	-11.1%
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%
	完工棟数(棟)	11	15	36.4%	19	26.7%	20	5.3%

(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・ランパー有価証券届出書、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、18/11期末には7棟となった(図表4)。

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A(同50名、16年12月～32年3月)、東京都文京区B(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。

【 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	
	金額	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%	
営業利益 (百万円)	121	112	-7.0%	253	124.9%	247	-2.6%	
営業利益率	55.3%	56.7%	—	74.6%	—	69.5%	—	
減価償却費 (百万円)	54	41	-24.1%	41	0.5%	45	9.1%	
EBITDA (百万円)	175	154	-12.3%	295	91.7%	292	-0.9%	
EBITDAマージン	80.0%	77.3%	—	86.8%	—	82.1%	—	
利用形態別賃貸棟数								
保育所	—	0	—	3	—	7	133.3%	
介護施設	—	3	—	3	0.0%	3	0.0%	
その他	—	2	—	1	-50.0%	1	0.0%	
合計	—	5	—	7	40.0%	11	57.1%	

(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・ランパー有価証券届出書、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		18/11期	
	金額	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%	
営業利益 (百万円)	-10	-20	94.7%	6	—	24	277.9%	
営業利益率	—	—	—	2.6%	—	5.0%	—	
減価償却費 (百万円)	0	0	0.0%	—	—	—	—	
EBITDA (百万円)	-10	-20	101.2%	6	—	24	277.9%	
EBITDAマージン	—	—	—	2.6%	—	5.0%	—	

(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・ランパー有価証券届出書、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、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。

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。開示基準から外れたため、18/11 期の主要顧客別売上高の数値は不明であるが、最大顧客であった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・ランパー有価証券届出書、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 50~60%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証券リサーチセンター(以下、当センター)では考えている。

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。同社では、利益率が高い不動産賃貸事業の利益構成比を長期的に高める方針を打ち出している。

◆ 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

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 4~7%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。

18/11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、在来軸組工法では4~5%程度だが、パネルを運搬するツーバイフォー工法では8~12%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、18/11期の稼働率は、在来軸組工法が約99%、ツーバイフォー工法が約95%であった。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同社は説明している。18/11期は、上期の生産が落ち込んだため、両工法共に稼働率が100%を下回った。

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、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。

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。

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、この中には礼金収入が 108 百万円含まれており、礼金収入を除くと営業利益率は 56%前後と推測される。

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)	<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

> 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) 。

【 図表 8 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	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310社、約50社	約330社、約40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	11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	9.4%	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	22年	23年
			・上場からの経過年数	1年 (18年9月時点)	1.5年 (19年3月時点)
		・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	約100社
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	・建築請負事業売上高に占める下請け比率	70~80%	70~80%	
	・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	250~300社	200~250社	
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%	5.3%
		・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	157千坪、81千坪	154千坪、80千坪
	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	・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	192棟、20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)	46.1%	43.5%
		・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	・木材の発生抑制や、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			
		・社長の業界経験年数	45年	46年 (19年3月時点)	
	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%)	770,700株 (42.5%)
		・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	44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%	23.6%
		・インセンティブ制度	・ストックオプション	82,200株 (4.6%)	48,000株 (2.6%)
	・従業員持株会	127,800株 (7.1%)	117,100株 (6.5%)		

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は17/11期または17/11期末、今回は18/11期または18/11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・ランパー有価証券報告書、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。

> 決算概要

◆ 18年11月期は2.4%増収、4.5%営業増益

18/11期決算は、売上高 15,049 百万円（前期比 2.4%増）、営業利益 625 百万円（同 4.5%増）、経常利益 572 百万円（同 5.0%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 362 百万円（同 6.7%増）であった（図表 9）。

【図表 9】18年11月期の業績

(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	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率	
売上高	7,063	7,639	14,702	7.8%	2,976	3,358	6,334	-10.3%	3,901	4,812	8,714	14.1%	15,049	2.4%	
売上総利益	1,164	1,421	2,585	6.1%	505	531	1,037	-10.9%	639	1,020	1,660	16.8%	2,697	4.3%	
売上総利益率	16.5%	18.6%	17.6%	-	17.0%	15.8%	16.4%	-	16.4%	21.2%	19.1%	-	17.9%	-	
販売費及び一般管理費	956	1,030	1,986	7.1%	499	502	1,001	4.7%	507	562	1,069	3.9%	2,071	4.3%	
販管費率	13.5%	13.5%	13.5%	-	16.8%	15.0%	15.8%	-	13.0%	11.7%	12.3%	-	13.8%	-	
営業利益	207	391	598	3.0%	6	28	35	-82.9%	132	458	590	51.0%	625	4.5%	
営業利益率	2.9%	5.1%	4.1%	-	0.2%	0.9%	0.6%	-	3.4%	9.5%	6.8%	-	4.2%	-	
経常利益	183	361	544	1.4%	-2	18	15	-91.5%	114	441	556	54.1%	572	5.0%	
	2.6%	4.7%	3.7%	-	-0.1%	0.5%	0.2%	-	2.9%	9.2%	6.4%	-	3.8%	-	
親会社株主に帰属する当期（四半期）純利益	109	230	339	7.2%	-12	7	-4	-	79	287	366	58.9%	362	6.7%	
EBITDA	348	558	907	11.3%	83	112	196	-43.7%	218	560	779	39.5%	975	7.5%	
EBITDAマージン	4.9%	7.3%	6.2%	-	2.8%	3.3%	3.1%	-	5.6%	11.7%	8.9%	-	6.5%	-	
減価償却費	141	167	308	32.0%	77	83	160	14.1%	84	101	185	10.6%	346	12.2%	
のれん償却額	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	3	-	3	-	

(注) 17/11 期上期及び下期の数値は未監査であるため、18/11 期上期及び下期の増減率は参考数値
 (出所) シー・エス・ランパー決算短信、四半期報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

これを第 2 四半期累計期間（以下、上期）と下期に分けてみると、建築請負事業での受注の不振や、プレカット事業での原材料価格の上昇等が重荷になった上期は、前年同期比 10.3%減収、82.9%営業減益と、業績が悪化した（17/11 期上期の数値は未監査であるため、18/11 期上期及び下期の前年同期比は参考数値）。一方、建築請負事業での受注・完工の急回復に、プレカット事業での販売価格の引上げ効果が加わった下期については、同 14.1%増収、51.0%営業増益と急改善した。

◆ 売上総利益率の改善幅が販管費率の悪化幅をやや上回った

売上総利益率は、前期の 17.6%から 17.9%に若干上昇した。プレカット事業において、販売価格の引上げが寄与したことや、相対的に利益率が低いと見られる建築請負事業の売上高構成比が低下したことが主因と推測される。

一方、販管費については、運送費・物流費は前期比 40 百万円減少したものの、人件費が同 52 百万円、支払手数料や租税公課等のその他の経費が同 68 百万円増加したため、全体では同 85 百万円増加した。

結果、販管費率は17/11期の13.5%から13.8%に悪化したものの、売上総利益率の改善により、営業利益率は前期の4.1%から4.2%にやや上昇した。

◆ 建築請負事業の採算改善が営業増益を牽引した

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)12,068百万円(前期比2.7%増)、セグメント利益238百万円(同8.1%減)であった(図表10)。

【図表10】18年11月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	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高		7,063	7,639	14,702	7.8%	2,976	3,358	6,334	-10.3%	3,901	4,812	8,714	14.1%	15,049	2.4%
	プレカット	5,574	6,180	11,754	9.4%	2,777	2,744	5,522	-0.9%	2,928	3,617	6,546	5.9%	12,068	2.7%
	建築請負	1,963	1,638	3,601	4.8%	433	660	1,094	-44.3%	979	1,346	2,326	41.9%	3,420	-5.0%
	不動産賃貸	154	185	340	70.7%	54	62	116	-24.9%	65	174	240	29.4%	356	4.7%
	その他	131	109	241	-18.7%	-	110	110	-15.6%	172	202	374	240.9%	485	101.2%
	調整額	-761	-475	-1,236	-	-289	-219	-508	-	-245	-527	-772	-	-1,281	-
営業利益(セグメント利益)		207	391	598	3.0%	6	28	35	-82.9%	132	458	590	51.0%	625	4.5%
営業利益率		2.9%	5.1%	4.1%	-	0.2%	0.9%	0.6%	-	3.4%	9.5%	6.8%	-	4.2%	-
	プレカット	65	194	259	-15.3%	7	-6	0	-99.6%	24	213	238	22.5%	238	-8.1%
		1.2%	3.1%	2.2%	-	0.3%	-0.2%	0.0%	-	0.8%	5.9%	3.6%	-	2.0%	-
	建築請負	17	14	31	-75.4%	-35	-18	-54	-	34	78	112	-	58	89.6%
		0.9%	0.9%	0.9%	-	-	-	-	-	3.5%	5.9%	4.9%	-	1.7%	-
	不動産賃貸	112	141	253	124.9%	34	37	71	-36.5%	47	129	176	24.3%	247	-2.6%
		72.5%	76.4%	74.6%	-	62.8%	60.0%	61.3%	-	71.4%	74.2%	73.4%	-	69.5%	-
	その他	0	6	6	-	-7	4	-2	-	11	15	26	-	24	-
		0.0%	5.8%	2.6%	-	-	4.0%	-	-	6.7%	7.6%	7.2%	-	5.0%	-
	調整額	12	35	47	-	7	13	20	-	19	16	35	-	56	-

(注) 17/11期上期と下期の数値は未監査であるため、18/11期上期と下期の増減率は参考数値、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・ランパー決算短信、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4,451棟(前期4,501棟)、出荷坪数154千坪(同157千坪)、ツーバイフォー工法向けが、出荷棟数1,493棟(同1,423棟)、出荷坪数80千坪(同81千坪)であった。

プレカット事業の売上高は、出荷坪数が落ち込んだ18/11期上期は前年同期に比べ減少を余儀なくされたが、原材料価格の上昇を受けて、販売価格を引き上げた下期は前年同期比で増加に転じた。

原材料価格の上昇を販売価格の引上げで吸収したことで、プレカット事業の売上総利益は前期比19百万円増加した。販管費については、運送費・物流費は同40百万円減少したものの、人件費が同24百万円、

支払手数料や租税公課等のその他の経費が同 55 百万円増加したため、全体では同 39 百万円増加した。

運送費・物流費の削減については、トレーラー（牽引車）の活用や荷台を特注した大型車の導入によりトラックの配送台数を 17/11 期の 31,131 台から 30,247 台へと前期比 884 台減らしたことが貢献した。

建築請負事業は、売上高 3,420 百万円（前期比 5.0%減）、セグメント利益 58 百万円（同 89.6%増）であった。一般戸建住宅の完工は 192 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 20 棟（同 19 棟）であった。

17/11 期下期以降、特定の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、18/11 期上期については、売上高が大幅に落ち込み、セグメント損益は赤字に転落した。営業活動を積極化した同下期は、売上高の回復に積算の厳格化による採算の改善も加わり、大幅な増収増益となった。

セグメントの受注高（半期ベース、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、18/11 期下期 2,249 百万円であった。18/11 期通期では前期比 219 百万円の増加にとどまったものの、18/11 期下期では前年同期比で急回復を果たした。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、18/11 期末 788 百万円と推移した。

不動産賃貸事業は、売上高 356 百万円（前期比 4.7%増）、セグメント利益 247 百万円（同 2.6%減）であった。

賃貸棟数が 17/11 期末の 7 棟から 11 棟（18 年 4 月に保育所 4 棟を開所）に増加したため、賃料収入は前期比 30 百万円増加した。もう一つの収益源である礼金収入については、前期の 122 百万円から 108 百万円に減少した。加えて、新規の賃貸物件取得に係るコストも増加したため、セグメント利益は減益を余儀なくされた。

その他事業は、売上高 485 百万円（前期比 101.2%増）、セグメント利益 24 百万円（前期は 6 百万円）であった。蘇我分譲物件を中心に分譲地 15 区画、戸建住宅 10 棟を販売した。

◆ 売上高は修正計画を下回ったが利益は計画を上回った

18 年 5 月に公表した修正計画に対しては、売上高 98.4%、営業利益 106.1%、経常利益 105.9%、親会社株主に帰属する当期純利益 103.6% の達成率となった。

売上高については、プレカット事業と不動産賃貸事業は計画をやや上回ったものの、建築請負事業(計画比236百万円減)、その他事業(同173百万円減)が計画を下回ったため、全体では計画を250百万円下回った。

営業利益については、建築請負事業とその他事業は計画をやや下回ったものの、採算改善が想定以上に進んだプレカット事業(計画比40百万円増)と、限界利益率が高い不動産賃貸事業(計画比14百万円増)が計画を上回ったため、全体では計画を35百万円上回った。

◆ 賃貸不動産を中心に総資産は増加した

18/11期末の総資産は、18年4月に開所した4棟の保育所の取得と、19年4月開所予定の4棟の保育所への設備投資に伴い、賃貸不動産が前期末比1,104百万円増加したことを主因として、前期末の11,077百万円から12,696百万円へと増加した。

負債サイドでは、長期借入金(前期末比777百万円増)、支払手形及び買掛金(同486百万円増)等が増えたため、負債合計は同1,298百万円増加した。一方、利益蓄積等による自己資本の増加は同320百万円にとどまったことから、自己資本比率は前期末の20.9%から20.8%に若干低下した。

> 業績見通し

◆ シー・エス・ランパーの19年5月期予想

決算期変更による6カ月決算となる19/5期の会社計画は、売上高7,500百万円(前年同期比18.4%増)、営業利益251百万円(同7.1倍)、経常利益220百万円(前年同期は15百万円)、親会社株主に帰属する当期純利益140百万円(同4百万円の損失)である(図表11)。

セグメント別では、プレカット事業は、売上高5,685百万円(前年同期比3.0%増)、セグメント利益104百万円(前年同期は0百万円)と計画している。建て方(プレカット木材の組立)部門の体制強化や、ログハウス向けの販売促進等による売上高の拡大と、販売価格引上げや内製化の推進等による収益性の改善を見込んでいる。

建築請負事業は、売上高1,990百万円(前年同期比81.9%増)、セグメント利益28百万円(前年同期は54百万円の損失)と計画している。新規取引先の拡大や、一般戸建住宅の受注回復を前提としている。

【 図表 11 】 シー・エス・ランパーの過去の業績と 19 年 5 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	19/5期	
		実績	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高		12,531	13,635	14,702	15,049	7,500	18.4%
	プレカット	9,852	10,742	11,754	12,068	5,685	3.0%
	建築請負	3,175	3,435	3,601	3,420	1,990	81.9%
	不動産賃貸	219	199	340	356	168	44.6%
	その他	324	296	241	485	270	144.1%
	調整額	-1,040	-1,039	-1,236	-1,281	-615	—
売上総利益		2,164	2,436	2,585	2,697	—	—
	売上総利益率	17.3%	17.9%	17.6%	17.9%	—	—
販売費及び一般管理費		1,632	1,855	1,986	2,071	—	—
	販管費率	13.0%	13.6%	13.5%	13.8%	—	—
営業利益		532	581	598	625	251	7.1X
	営業利益率	4.2%	4.3%	4.1%	4.2%	3.3%	—
	プレカット	201	306	259	238	104	—
	建築請負	158	126	31	58	28	—
	不動産賃貸	121	112	253	247	83	17.5%
	その他	-10	-20	6	24	5	—
	調整額	62	56	47	56	28	36.9%
経常利益		500	537	544	572	220	—
	経常利益率	4.0%	3.9%	3.7%	3.8%	2.9%	—
親会社株主に帰属する当期純利益		235	316	339	362	140	—

(注) セグメントの売上高はセグメント間の売上高を含む、決算期末を5月末に変更、増減率は前年同期比(出所)シー・エス・ランパー有価証券届出書、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

不動産賃貸事業は、売上高 168 百万円(前年同期比 44.6%増)、セグメント利益 83 百万円(同 17.5%増)と計画している。19/5 期末の賃貸保育所数は 11 棟を前提としている。

その他事業は、売上高 270 百万円(前年同期比 144.1%増)、セグメント利益 5 百万円(前年同期は 2 百万円の損失)と計画している。販売件数については、建物は前年同期の 2 件から 10 件に、土地は前年同期の 3 件から 6 件に増加すると見込んでいる。

セグメント別の売上総利益については、プレカット事業は前年同期比 166 百万円増、建築請負事業は同 91 百万円増、不動産賃貸事業は同 16 百万円増、その他事業は同 17 百万円増と計画している。販管費は、人件費が同 36 百万円増、その他の費用が同 39 百万円増(うち、不動産販売手数料同 9 百万円増、減価償却費同 4 百万円増、修繕費同 3 百万円増)と見込んでいる。

◆ 証券リサーチセンターの 19 年 5 月期予想

当センターは、18/11 期実績や同社の施策、決算期変更を踏まえて 19/5 期予想を新たに策定した結果、売上高 7,498 百万円(前年同期比 18.4%増)、営業利益 258 百万円(同 7.3 倍)、経常利益 226 百万円(前年同

期は15百万円)、親会社株主に帰属する当期純利益144百万円(同4百万円の損失)と予想した(図表12)。

【図表12】中期業績予想

(単位:百万円)

	18/11	19/5CE	19/5E	20/5E	21/5E
売上高	15,049	7,500	7,498	15,830	16,073
前期比	2.4%	18.4%	18.4%	-	1.5%
セグメント	-	-	-	-	-
プレカット	12,068	5,685	5,750	12,332	12,451
建築請負	3,420	1,990	1,924	3,746	3,856
不動産賃貸	356	168	168	533	587
その他	485	270	270	540	540
調整額	-1,281	-615	-615	-1,321	-1,361
売上総利益	2,697	-	-	-	-
売上総利益率	17.9%	-	-	-	-
販売管理費	2,071	-	-	-	-
販管費率	13.8%	-	-	-	-
営業利益	625	251	258	771	812
前期比	4.5%	7.1X	7.3X	-	5.3%
営業利益率	4.2%	3.3%	3.4%	4.9%	5.1%
セグメント	-	-	-	-	-
プレカット	238	104	115	273	296
建築請負	58	28	29	94	96
不動産賃貸	247	83	83	340	353
その他	24	5	5	10	10
調整額	56	28	24	54	57
経常利益	572	220	226	693	734
前期比	5.0%	-	-	-	5.9%
経常利益率	3.8%	2.9%	3.0%	4.4%	4.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	362	140	144	446	475
前期比	6.7%	-	-	-	6.5%

(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・ランパー決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

セグメント別では、プレカット事業については、18/11期下期から発現した製品価格の引上げ効果が継続すると考え、売上高5,750百万円(前年同期比4.1%増)、セグメント利益115百万円(前年同期は0百万円)と予想した。

建築請負事業については、18/11期下期に見られた受注の回復と収益性の改善が続くと考え、売上高1,924百万円(前年同期比75.8%増)、セグメント利益29百万円(前年同期は54百万円の損失)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、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168百万円(前年同期比44.6%増)、セグメント利益83百万円(同17.5%増)と予想した。

その他事業については、半期ベースの計画であるため、決算の発表時点で、物件の売却見通しはほぼ固まっていると考え、売上高 270 百万円（前年同期比 144.1%増）、セグメント利益 5 百万円（前年同期は 2 百万円の損失）と、会社予想並みと予想した。

> 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 18/11 期実績や同社の施策、決算期変更を踏まえ、20/5 期予想と 21/5 期予想を新たに策定した。

20/5 期においては、売上高 15,830 百万円、営業利益 771 百万円と予想した。

セグメント別では、プレカット事業については、売上高 12,332 百万円、セグメント利益 273 百万円と予想した。上期には 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一方、消費増税後に実施される各種の住宅取得優遇政策によって、下期の落ち込みが軽微にとどまると考え、売上高は 18/11 期の水準をやや上回ると見込んだ。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思ったことから、利益率は 18/11 期に比べ若干上昇すると想定した。

建築請負事業については、営業面や施工面での強化策が徐々に効果を上げる考えたことから、売上高 3,746 百万円、セグメント利益 94 百万円と、18/11 期の水準を上回ると予想した。

不動産賃貸事業については、1) 19 年 4 月に開所が予定されている保育所 4 棟の賃料収入が通期で寄与することや、2) 20 年 4 月の開所を計画する保育所との契約を 4 棟獲得すると想定し、その礼金収入を見込んだことから、売上高 533 百万円、営業利益 340 百万円と予想した。

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ないため、売上高、営業利益共に 19/5 期の 2 倍と予想した。

21/5 期は、売上高 16,073 百万円（前期比 1.5%増）、営業利益 812 百万円（同 5.3%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、一般戸建て住宅やアパート向け等の既存用途はやや減少すると見込んだものの、取り組みを強化しているログハウス向けが徐々に貢献すると考えたことから、売上高 12,451 百万円（前期比 1.0%増）、セグメント利益 296 百万円（同 8.4%増）と予想した。

建築請負事業については、営業面や施工面での強化策が引き続き効果を上げる考えたことから、売上高 3,856 百万円（前期比 2.9%増）、セグメント利益 96 百万円（同 2.1%増）と予想した。

不動産賃貸事業については、1) 20 年 4 月に開所が予定されている保育所 4 棟の賃料収入が通期で寄与することや、2) 21 年 4 月の開所を計画する保育所との契約を 3 棟獲得すると想定し、その礼金収入を見込んだことから、売上高 587 百万円（前期比 10.1%増）セグメント利益 353 百万円（同 3.8%増）と予想した。

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、配当性向 20%を目安として配当を実施するという基本方針を掲げている。18/11 期については、40 円の配当を実施した。6 カ月決算となる 19/5 期については 20 円と予想している。

当センターでは、決算期変更と業績予想の見直しにより、配当予想を新たに策定した。19/5 期は 20 円、20/5 期は 50 円、21/5 期は 55 円と予想した。

➤ 投資に際しての留意点

◆ 決算期変更に伴い投資に際しての留意点を修正する

当センターでは、前回発行したレポートで、1) 木造住宅の着工工数の変動、2) 第 4 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を投資に際しての留意点として指摘した。

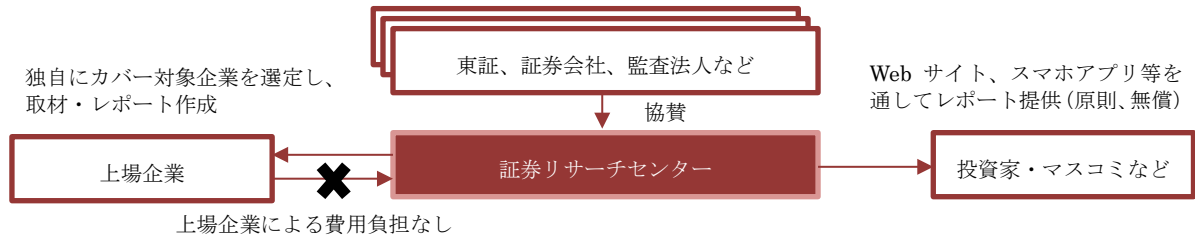
同社は、決算期末を 11 月末から 5 月末に変更した。同社は、決算期末を変更することで期待される効果として、業績予想の早期化と確度向上に加え、生産性の向上を掲げている。当センターでは、決算期変更は、業績予想の確度向上に一定の効果を持つ可能性があると考えているが、同社の生産性には大きな影響を与えないと考えている。

一方、同社の売上高及び利益の季節的な偏重は継続すると見られるため、20/5 期以降、そのピークはこれまでの第 4 四半期から第 2 四半期に移行することになる。よって、第 4 四半期に利益が偏重する季節性という留意点を、第 2 四半期に利益が偏重する季節性に修正することにした。

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。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。