

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

新規上場会社紹介レポート
2017年11月17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 20171115

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展開 プレカット事業における競争力の強化と事業間のシナジー追求で安定成長を目指す

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

【7808 シー・エス・ランバー 業種: その他製品業】

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)
2012/11	8,396	-	-	-	290	-	65	-	43.4	414.7	2.3
2013/11	9,742	16.0	-	-	355	22.1	159	145.0	106.3	560.5	10.0
2014/11	10,818	11.0	-	-	405	14.0	95	-40.0	64.2	596.7	20.0
2015/11	12,531	15.8	532	-	500	23.7	235	146.8	159.2	908.9	23.3
2016/11	13,635	8.8	581	9.2	537	7.2	316	34.5	214.1	1,103.0	26.7
2017/11予	14,733	8.1	643	10.7	601	12.0	320	1.0	214.7	-	30.0

(注) 1. 2017/11期の予想は会社予想、2015/11期から連結決算

2. 2017年4月4日付けで1:300の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正。

	【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	2,249円 (2017年11月15日)	本店所在地 千葉県千葉市	【主幹事証券会社】
発行済株式総数	1,735,500株	設立年月日 1983年4月1日	みずほ証券
時価総額	3,903百万円	代表者 中井 千代助	【監査人】
上場初値	2,724円 (2017年11月15日)	従業員数 318人 (2017年9月)	千葉第一監査法人
公募・売出価格	1,480円	事業年度 12月1日~11月30日	
1単元の株式数	100株	定時株主総会 毎事業年度終了後3カ月以内	

> 事業内容

◆ プレカット木材加工販売などの木造建築のトータルサービスを展開

シー・エス・ランバー(以下、同社)の事業は、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)、不動産の賃貸及び管理(不動産賃貸事業)、不動産の販売(その他事業)によって構成され、木造建築のトータルサービスをグループとして展開している。

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 CAD VIETNAM COMPANY LIMITED がツーバイフォー工法における設計を行っている。

プレカット加工とは、建築現場に搬入する前に、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。日本の木造建築は、現在、在来軸組工法とツーバイフォー工法が主流となっており、同社は主要2工法におけるプレカット事業を展開している。

建築請負事業では、連結子会社なのはなハウジングが木造戸建住宅の建築(新築・増改築)を、連結子会社シー・エス・ホームが保育所や介護施設、共同貸家住宅などの木造一般建築物の建築(新築・増改築)を請負っている。両子会社とも同社からプレカット製品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の賃貸及び管理を行っており、賃貸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している。

16/11 期における売上構成比(外部顧客ベース)は、プレカット事業 72.0%、建築請負事業 24.4%、不動産賃貸事業 1.4%、その他売上 2.2%である。

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ある。大口顧客からの安定した受注に加え、新規顧客からの受注増加により、両工法共に、出荷棟数と出荷坪数が増加している(図表1)。また、ツーバイフォー工法向けでは1棟当たりの単価も上昇した模様である。

【図表1】プレカット事業の業績

プレカット事業		15/11期	16/11期	前期比	17/11期3Q累計
売上高(百万円)		9,852	10,742	9.0%	8,463
営業利益(百万円)		201	306	52.0%	149
在来プレカット部門	出荷棟数(棟)	3,748	4,302	14.8%	3,322
	出荷坪数(千坪)	129	149	15.5%	116
ツーバイフォー部門	出荷棟数(棟)	1,276	1,316	3.1%	997
	出荷坪数(千坪)	69	73	5.8%	56

(注) セグメント別売上高はセグメント間の内部売上高を含む。在来プレカット部門は、在来軸組工法向け。

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

建築請負事業の KPI としては完工棟数があるが、15/11 期については、一般戸建住宅及び大型木造施設の数値は非開示であった。16/11 期についても、一般戸建住宅のみが開示されている。16/11 期の建築請負事業における売上高の増加は、一般戸建住宅が前期比微増にとどまった一方、大型木造施設が増えたためと同社は説明している(図表2)。

【図表2】建築請負事業の業績

建築請負事業		15/11期	16/11期	前期比	17/11期3Q累計
売上高(百万円)		3,175	3,435	8.2%	2,712
営業利益(百万円)		158	126	-19.9%	22
一般戸建住宅	完工棟数(棟)	—	216	—	160
大型木造施設	完工棟数(棟)	—	—	—	7

(注) セグメント別売上高はセグメント間の内部売上高を含む

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

不動産賃貸事業については KPI が開示されていない。16/11 期の不動産賃貸事業における売上高の減少は、15/11 期に空室となった介護施設の賃料の落ち込みによるものと説明されている(図表 3)。

【 図表 3 】 不動産賃貸事業の業績

不動産賃貸事業	15/11期	16/11期	前期比	17/11期3Q累計
売上高(百万円)	219	199	-9.2%	203
営業利益(百万円)	121	112	-7.0%	139

(注) セグメント別売上高はセグメント間の内部売上高を含む
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

その他事業についても KPI は非開示である。16/11 期のその他事業における売上高の減少は、戸建分譲用地の販売低迷によるものと説明されている(図表 4)。

【 図表 4 】 その他事業の業績

その他事業	15/11期	16/11期	前期比	17/11期3Q累計
売上高(百万円)	324	296	-8.5%	159
営業利益(百万円)	-10	-20	—	1

(注) セグメント別売上高はセグメント間の内部売上高を含む
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

同社は首都圏を地盤として、安定的な顧客約 300 社と取引している。中でも、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は最大顧客となっており、東栄住宅向けの販売額は 16/11 期売上高の 10.2%を占めている(図表 5)。

【 図表 5 】 相手先別の売上高の推移

相手先	15/11期		16/11期		17/11期3Q累計	
	金額	割合	金額	割合	金額	割合
東栄住宅	913	7.3%	1,390	10.2%	1,011	9.6%

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

その他、上場企業の顧客としては、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。

◆ 収益源が分散しているフロー型のビジネスモデル

主力事業であるプレカット事業は、調達先から木材、合板、金物などを仕入れ、同社が千葉県にある 2 工場でプレカット製品に加工し、住宅メーカーに販売するフロー型ビジネスである。

製造原価の内訳は開示されていないものの、工場で働く従業員数や単体における平均年間給与、減価償却費などの開示を基に試算すると、プレカット事業の売上高に占める原材料費の比率は 7 割程度、販売費及び一般管理費(以下、販管費)に計上されている運賃などと合わせた変動費率は 8 割程度と推測され、メーカーよりも商社に近い収益構造と考えられる。

建築請負事業は、同社からプレカット製品やその他の商品を仕入れ、大手住宅販売会社や、地場の中堅不動産会社、同社グループのシー・エス・ホームから受注した木造建築物を建築するフロー型ビジネスである。

建築請負事業も、売上高に占める固定費の割合が低いと見られることから、原材料費や職人に支払う外注費などの変動費の割合が高いと考えられる。

不動産賃貸事業は、16/11 期の営業利益率が 56.7%と高い。コストの半分近くが減価償却費であり、限界利益率が高いストック型ビジネスと言える。

その他事業である不動産販売は、直近 2 期が営業赤字となっているが、その原因は不明である。

以上のことから、グループ全体としては、限界利益率が低いフロー型ビジネスと捉えることが出来る。黒字を計上している 3 事業の合計営業利益に占める各事業の営業利益構成比(16/11 期)は、プレカット事業が 56.1%、建築請負事業が 23.2%、不動産賃貸事業が 20.7%であり、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見られる。

▶ 特色・強み

◆ プレカット製品の事業基盤を活かしたグループシナジーの追求

同社の特色及び強みは、プレカット製品の事業基盤を活かして、木造建築のトータルサービスをグループ各社が連携して展開する点にある。

具体的には、(1)人口が集中する首都圏に生産、営業エリアを限定し、営業効率、配送効率を意識することでコスト競争力を高めていること、(2)木造建築の主要 2 工法に応じた製品ラインナップを有し、市場環境の変化に対する安定性を備えていること、(3)材木樹種の変更や機械化などにより、余り端材の削減などを通じた製品歩留まりの向上に積極的に取り組んでいること、(4)東栄住宅を始めとした安定受注先 300 社以上からなる強固な顧客基盤を有していること、(5)事業間のシナジーを追求したグループ展開により、収益源の分散が実現できていることなどが挙げられる。

▶ 事業環境

◆ 新設木造住宅市場は回復したものの、プレカット率の上昇は鈍化

従来の在来軸組工法による木造住宅の建築では、現場で大工職人が材木を切断し、材木と材木の接合部分(仕口)をノコギリやノミ等を使って加工しながら

ら建てていく方法が主流であった。そのため、大工職人の経験や技術によって品質のばらつきや材料の無駄があり、工期も長期間に及んでいた。

プレカット加工では、木材加工工程をコンピュータ制御による機械で行うため、1) 接合部分(仕口)の品質のばらつきがなく、2) 材料の無駄がなく、3) 木屑等の産業廃棄物が削減され、4) 大幅な工期短縮と人件費等のコストダウンが可能となっている。

また、従来のツーバイフォー工法による住宅建築では、現場において材木を切断して枠材とし、その枠材と合板から作成した壁や床を構成する壁パネル、床パネル(面材)を組上げて建てていく方法が主流であった。

ツーバイフォー工法においても、材木の切断やパネルの作成において機械化が進行し、建築現場での大幅な工期短縮とコストダウンが可能となった。

プレカット市場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推計しているプレカット加工率(以下、プレカット率)が存在している。

新設木造住宅着工戸数は、90年に70万戸に達していたが、バブル崩壊とリーマンショックを受けて、09年には43万戸に減少した。その後、景気を持ち直しを受けて、16年には54万戸に回復した。

プレカット率は、90年には8%程度であったが、大工技能者の減少などを背景に、00年に52%程度、10年に87.3%へと大幅に上昇した。しかしながら、15年の91.4%から16年には92.0%への上昇にとどまり、プレカットの普及には一巡感が強まっている。

同社は、競争激化が見込まれるプレカット事業において、コスト競争力の強化に加え、新規取引先の開拓や営業エリアの拡大により、営業基盤の拡充と業績の維持、拡大に努める方針である。

一方、建築請負事業においては、営業エリアを現在の千葉県、東京都東部から埼玉県へと拡大すると共に、大型木造施設への取り組み強化などを戦略として掲げている。不動産賃貸事業とその他事業を含めた事業間のシナジー効果を追求し、グループとして安定成長を目指す方針である。

◆ 競合

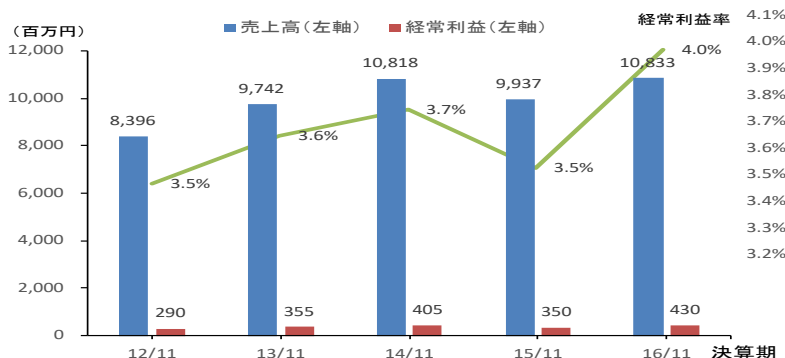
同社の主力事業であるプレカット加工販売を手掛ける上場企業は存在していない。未上場では、ボラテック(本社:埼玉県)、テクノウッドワークス(本社:栃木県)、中国木材(本社:広島県)、ハイビック(本社:栃木県)が業界大手となっている模様である。

> 業績

◆ 過去の業績推移

届出目論見書には、同社の設立後 30 期目にあたる 12/11 期からの単体業績と、15/11 期からの連結業績が記載されている。単体業績は、住宅着工の緩やかな回復と同社の市場シェアの上昇により、基本的には増収増益基調であるものの、15/11 期は、14 年 4 月の消費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(図表 6)。

【 図表 6 】 単体業績推移



(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 16 年 11 月期

16/11 期連結業績は、売上高 13,635 百万円(前期比 8.8%増)、営業利益 581 百万円(同 9.2%増)であった。セグメント別売上高(外部顧客ベース)では、プレカット事業は 9,817 百万円(同 10.3%増)、建築請負事業は 3,322 百万円(同 7.7%増)、不動産賃貸事業は 198 百万円(同 9.4%減)、その他事業は 296 百万円(同 8.5%減)となった(図表 7)。

【 図表 7 】 16 年 11 月期の業績

	セグメント	2015/11期		2016/11期		
		構成比 (百万円)	構成比 (%)	構成比 (百万円)	構成比 (%)	前期比 (%)
売上高		12,531	100.0%	13,635	100.0%	8.8%
	プレカット	8,902	71.0%	9,817	72.0%	10.3%
	建築請負	3,085	24.6%	3,322	24.4%	7.7%
	不動産賃貸	219	1.8%	198	1.5%	-9.4%
	その他	324	2.6%	296	2.2%	-8.5%
営業利益		532	100.0%	581	100.0%	9.2%
営業利益率		4.2%	—	4.3%	—	—
営業利益率	プレカット	201	37.9%	306	52.7%	52.0%
	建築請負	158	29.7%	126	21.8%	-19.9%
	不動産賃貸	121	22.8%	112	19.4%	-7.0%
	その他	-10	-2.0%	-20	-3.6%	—
	調整額	62	11.7%	56	9.7%	—

(注) セグメント別売上高は外部顧客ベース

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

主力のプレカット事業では、在来プレカット部門とツーバイフォー部門が揃って拡大した。建築請負事業では、一般戸建住宅の完工は微増にとどまったものの、大型木造施設の完工が増加した。

社内管理体制整備のための人件費の増加や、運賃の増加などを受け、販管費が前期比 13.7%増となったものの、プレカット事業の採算改善により、売上総利益が同 12.6%増加したため、営業利益は同 9.2%増加した。

◆ 17年11月期第3四半期累計期間

17/11 期第3 四半期累計期間の売上高は 10,504 百万円、営業利益は 325 百万円となった。売上高の内訳は、プレカット事業が 7,751 百万円、建築請負が 2,391 百万円、不動産賃貸が 202 百万円、その他事業が 159 百万円である。売上高営業利益率が 3.1%と 16/11 通期の 4.3%に比べ低下しているのは、需要期である第4 四半期の業績が含まれていないためと推測される。

◆ 17年11月期の会社計画

17/11 期の会社計画は、売上高 14,733 百万円(前期比 8.1%増)、営業利益 643 百万円(同 10.7%増)、経常利益 601 百万円(同 12.0%増)、当期純利益 320 百万円(同 1.0%増)である。

セグメント別売上高(外部顧客ベース)について、プレカット事業は、出荷棟数 5,940 棟(同 5.7%増)を前提に、10,742 百万円(同 9.4%増)と計画している。

建築請負事業は、木造戸建住宅については完工棟数 216 棟(前期も同じく 216 棟)、木造一般建築物については完工予定案件 9 件を前提に、3,261 百万円(同 1.8%減)と計画している。

不動産賃貸事業は、17年11月時点で賃貸中の8施設の賃貸収入等に基づき、346 百万円(同 74.1%増)と計画している。

その他事業(不動産販売事業)は、第3 四半期累計期間の実績と第4 四半期の販売予定を基に、383 百万円(前期比 29.2%増)と計画している。

売上原価は、プレカット事業 8,864 百万円、建築請負事業 2,853 百万円、不動産賃貸事業 59 百万円、その他事業 337 百万円と想定し、合計で 12,115 百万円(前期比 8.2%増)、販管費は 1,975 百万円(同 6.5%増)と計画している。

> 経営課題/リスク

◆ 新規取引先の開拓やコスト競争力の強化が経営課題

同社は、プレカット事業と建築請負事業において、今後、同業他社との競争が激化すると想定しており、新規取引先の開拓やコスト競争力の強化が重要な経営課題であると認識している。

◆ 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(戸建、アパート)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、木材など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、木造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。

少子化による人口減少により、長期的には国内住宅着工戸数は減少に向かうと同社は想定している。プレカット製品における市場シェアの上昇や、住宅着工の影響を受けにくい事業の拡大などで市場縮小の影響をカバーできないと、将来、同社の業績は低迷する可能性がある。

◆ 第4四半期に収益が偏重する季節性

同社グループの住宅向け木材加工製品及び建築請負に係る売上高は、9月から12月までに集中する傾向がある。結果、第4四半期の売上高及び経常利益が、他の四半期に比べ多く計上される傾向がある(図表8)。

【図表8】16年11月期の四半期業績の推移

	1Q	2Q	3Q	4Q	通期
売上高 (百万円)	3,287	3,318	3,058	3,970	13,635
構成比	24.1%	24.4%	22.4%	29.1%	100.0%
経常利益 (百万円)	115	85	80	255	537

(注) 四半期数値は未監査

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 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相場や為替相場の変動、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、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る。

【 図表 9 】 財務諸表

損益計算書	2015/11		2016/11	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	12,531	100.0	13,635	100.0
売上原価	10,367	82.7	11,198	82.1
売上総利益	2,164	17.3	2,436	17.9
販売費及び一般管理費	1,632	13.0	1,855	13.6
営業利益	532	4.2	581	4.3
営業外収益	71	0.6	60	0.4
営業外費用	103	0.8	104	0.8
経常利益	500	4.0	537	3.9
税引前利益	403	3.2	471	3.5
当期純利益	235	1.9	316	2.3

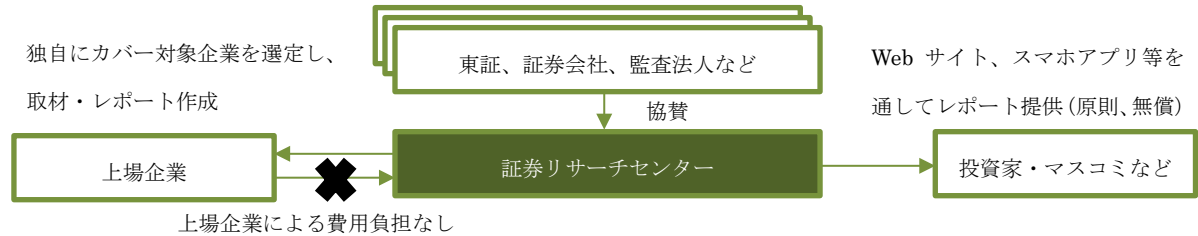
貸借対照表	2015/11		2016/11	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	4,688	55.4	4,773	49.0
現金及び預金	1,251	14.8	1,364	14.0
売上債権	2,341	27.7	2,301	23.6
棚卸資産	1,029	12.2	994	10.2
固定資産	3,771	44.6	4,966	51.0
有形固定資産	3,366	39.8	4,528	46.5
無形固定資産	59	0.7	91	0.9
投資その他の資産	346	4.1	346	3.6
総資産	8,459	100.0	9,740	100.0
流動負債	4,977	58.8	5,487	56.3
買入債務	2,306	27.3	2,630	27.0
固定負債	2,136	25.3	2,620	26.9
純資産	1,345	15.9	1,632	16.8
自己資本	1,345	15.9	1,632	16.8

キャッシュ・フロー計算書	2015/11		2016/11	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
営業キャッシュ・フロー		454		931
減価償却費		200		233
投資キャッシュ・フロー		-274		-583
財務キャッシュ・フロー		-339		-221
配当金の支払額		-29		-34
現金及び現金同等物の増減額		-159		127
現金及び現金同等物の期末残高		1,197		1,325

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

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。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
株式会社 ICMG

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人

大和証券株式会社
有限責任監査法人トーマツ

野村證券株式会社
新日本有限責任監査法人

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

優成監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会
宝印刷株式会社

日本証券アナリスト協会
株式会社プロネクサス

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

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。