

アイナボホールディングス (7539・JASDAQスタンダード)

2016年3月7日

主力の戸建住宅事業は回復傾向

アップデートレポート

(株)ティー・アイ・ダヴリュ
堀部 吉胤

主要指標 2016/03/04 現在

株 価	653 円
年初来高値	825 円 (2015/09/16)
年初来安値	598 円 (2016/02/12)
発行済株式数	11,647,820 株
売買単位	100 株
時価総額	7,606 百万円
予想配当 (会社)	26.0 円
予想EPS (アナリスト)	104.58 円
実績PBR	0.46 倍

直前のレポート発行日

ベーシック	2015/08/04
アップデート	—

主力の戸建住宅事業は上向いてきた

12/9期以降高い利益成長が続いてきたが、15/9期業績は売上高 563 億円（前期比 4.1%減）、営業利益 15.9 億円（同 15.9%減）と消費増税の駆け込み需要の反動により一服となった。消費増税後の戸建住宅の新設着工戸数の落ち込みは予想以上に大きく、また長期化したのが、昨年 5 月から力強さには欠けるもののように上向きとなっている。こうした事業環境を受け、16/9 期 1Q（10-12 月）決算は、売上高 145 億円（前期比 7.5%増）、営業利益 2.9 億円（同 18.9%減）とトップラインはまずまずのスタートとなった。営業減益となったのは、マンションの外壁工事において施工不良が発生し、タイルの全面張替えのために工事損失引当金 0.83 億円を計上するという特殊要因があったことによる。

17/9 期は消費増税による駆け込み需要が見込まれる

16/9 期会社業績予想は売上高 615 億円（前期比 9.2%増）、営業利益 16.2 億円（同 1.5%増）。上記の施工不良は期初予想には織り込まれていなかったが、通期業績予想は据置かれた。増収率に比べ、営業増益率の予想が非常に低いことからわかるように期初の利益予想はかなり保守的だったとみられる（15/9 期も売上高は会社計画を下回ったが、利益は逆に上回った）。17/9 期は予定通り 2017 年 4 月に消費増税が実施されれば、前回ほどではないにしても駆け込み需要が発生しよう。施工不良に係る損失の剥落も加わり、高い増益率を予想する。18/9 期は駆け込み需要の反動が避けられないだろうが、サッシなど取扱商材の拡大、新規工務店開拓などにより反動減は緩和されよう。

業 績 動 向		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 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円	
2015/9	1Q(10-12月)	実 績	13,495	-6.2	362	-34.8	405	-31.4	217	-39.0	18.81
2016/9	1Q(10-12月)	実 績	14,501	7.5	294	-18.9	348	-13.9	191	-11.9	16.58
2014/9	通 期	実 績	58,740	16.2	1,896	66.6	2,048	61.2	1,164	70.5	100.65
2015/9	通 期	実 績	56,311	-4.1	1,595	-15.9	1,791	-12.5	1,121	-3.7	96.95
2016/9	通 期	新・会社予想 (2016年2月発表)	期初予想から変更なし								
		旧・会社予想 (2015年11月発表)	61,500	9.2	1,620	1.5	1,800	0.5	1,150	2.6	99.43
		新・アナリスト予想	61,100	8.5	1,700	6.6	1,910	6.6	1,210	7.9	104.58
		旧・アナリスト予想 (2015年8月発表)	61,900	6.2	1,800	5.9	1,950	5.4	1,130	10.8	97.70
2017/9	通 期	アナリスト予想	66,200	8.3	2,240	31.7	2,450	28.3	1,580	30.6	136.62

2015 年の新設住宅着工戸数は前年比微増

● 経営環境解説

2014 年 4 月の消費増税後、低迷が長引いていた新設住宅着工戸数は、2015 年 3 月から前年同月比プラスに転じて以降、力強さはないものの総じてプラス圏で推移し、2015 年通年では 909,299 戸（前年比 1.9%増）となった。

比較的堅調だったのは、貸家 378,718 戸（前年比 4.6%増）と分譲マンション 115,652 戸（同 4.7%増）だった。貸家は 2015 年 1 月からの相続増税が引続き追い風になっている。当社の業績への影響が特に大きい持家、戸建分譲はそれぞれ、283,366 戸（同 0.7%減）、123,624 戸（同 1.4%減）だった。

マンションの販売価格高騰により戸建が見直される動き

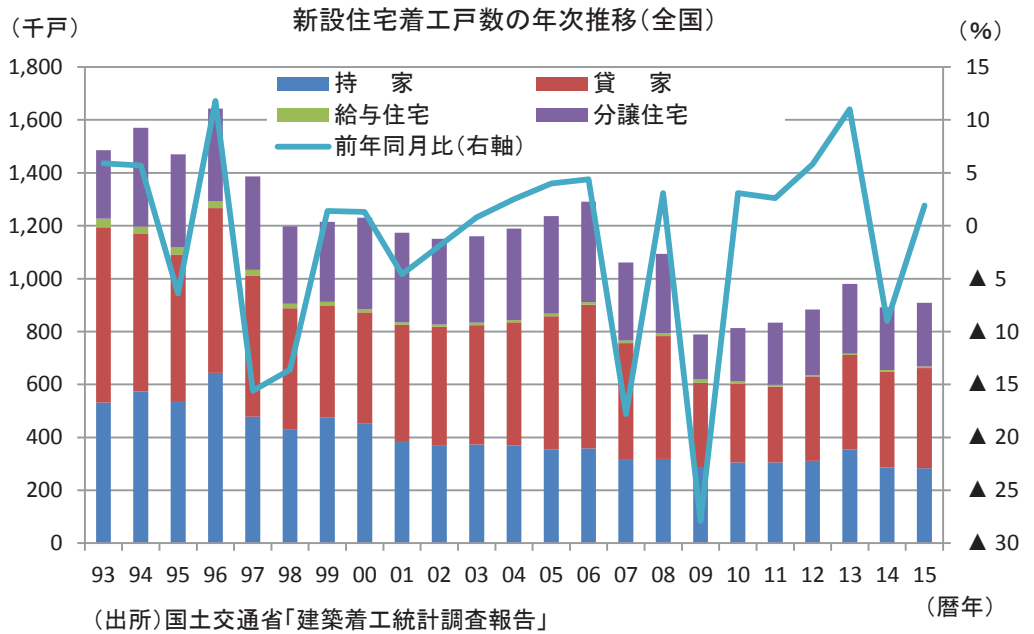
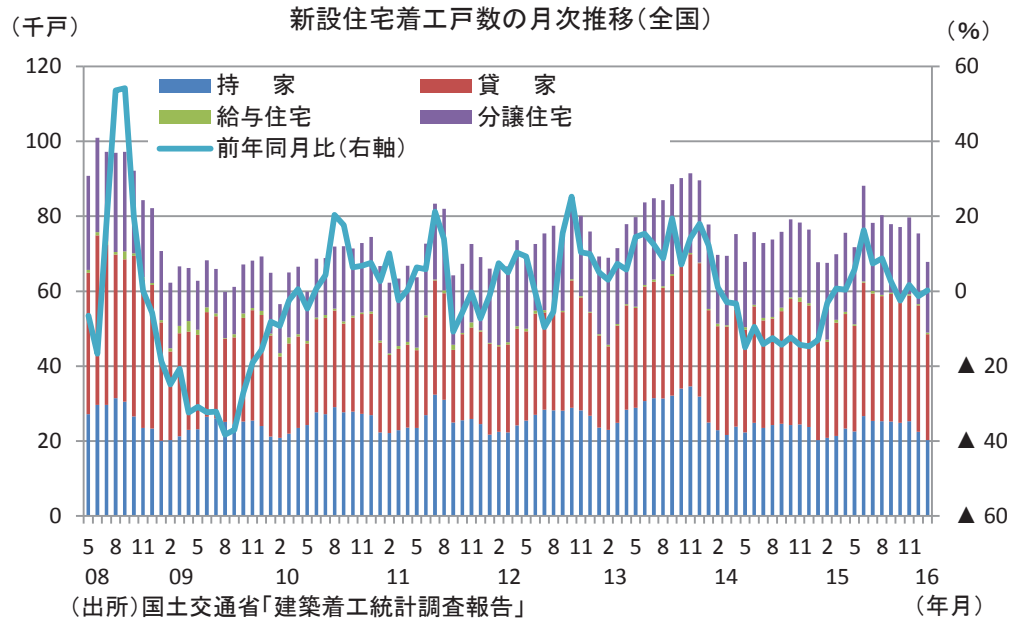
今年 1 月の新設住宅着工戸数は 67,815 戸（前年同月比 0.2%増）とトレンドに大きな変化はない。持家の 3 カ月程度の先行指標である大手ハウスメーカーの受注動向をみると各社斑模様で傾向が掴みにくいものの、徐々に回復感が醸成されてきている。また、分譲マンションの販売価格が 2013 年以降、用地価格や建築費高騰を受け騰勢を強めているのに対し、戸建分譲の販売価格はこれらの影響が小さく安定しているため、割安感から一次取得者層に戸建を見直す動きがある（国土交通省が発表している不動産価格指数では 2010 年平均を 100 として、2015 年 11 月の東京都のマンションが 124.5、戸建住宅が 99.3 となっている）。こうした動きは当社にとって良い傾向といえよう。

日銀のマイナス金利導入は住宅関連産業にポジティブ

1 月 29 日に日本銀行は 0.1%のマイナス金利導入による追加金融緩和を発表した（実施は 2 月 16 日）。これを受け住宅ローン金利が一段と低下している。当然ながら消費者のアフォーダビリティが向上するため住宅市場にとってはプラスに働こう。

年初からのグローバルな株式市場の急落、グローバルな景気後退懸念の高まり、あらゆる通貨に対し円高が進行したことによる企業業績の悪化懸念の高まりなど消費者心理を冷やかかねない状況になったが、2 月中旬以降、金融市場の動揺は落ち着きつつある。

このため 2017 年 4 月に予定されている消費増税の再延期の可能性は低いと考える。過去の経験則では、消費増税導入の 1 年ほど前（請負工事の経過措置から半年ほど前）から駆け込み需要が顕在化するケースが多かった。経験則が有効ならこの 3~4 月頃からハウスメーカーの受注に反映されてくる筈だが、消費増税延期の可能性を見定めるため消費者が様子見となる可能性もあり、大手ハウスメーカーの今後の受注動向に注目したい。



消費増税の駆け込み需要の反動により業績は一服

売上高は計画を下回ったが、利益は逆に上振れた

● 15/9 期業績解説

15/9 期業績を振り返っておくと、売上高 563 億円（前期比 4.1%減）、営業利益 15.9 億円（同 15.9%減）、経常利益 17.9 億円（同 12.5%減）、純利益 11.2 億円（同 3.7%減）。12/9 期以降、高い利益成長が続いていたが、2014 年 4 月の消費増税による駆け込み需要の反動により、一服となった。

期初会社業績予想に対しては、売上高は 48.8 億円の未達となった。これは、①期初予想では、2015 年 10 月の消費再増税を前提に駆け込み需要を見込んでいた、②消費増税による消費マインドの冷え込みが予想以上に長引いた、ことによる。主要事業会社別の売上高は、中核のアベルコが 453 億円（前期比 3.1%減）だったのに対し、2013 年 2 月に買収したインテルグローが 94.4 億円（同 11.6%減）とアベルコに比べ営業力が劣るため落ち込みが大きかった。

売上高の未達にもかかわらず、営業利益は 0.9 億円、経常利益は 1.4 億円、純利益は 2.1 億円、それぞれ逆に上回った。販管費が想定を下振れたこと、売上総利益率が想定を上振れたことによる。販管費が想定を下振れたのは、①貸倒引当金繰入額が想定約 1 億円に対し、過去の引当に関し回収があったため 0.68 億円の戻入れになった、②採用環境の厳しさを反映し期末の人員が 733 人（前期末比 38 人減）と自然減を埋めきれず減少したことにより人件費が約 0.5 億円減少したことによる。売上総利益率は 14.0%（前期比 0.4pt 減）と受注環境が厳しくなったことから小幅低下したが、大型物件事業における選別受注の継続などにより想定ほどは悪化しなかった。

純利益の上振れが大きかったのは、若干の税還付があり、税負担が想定よりも軽くなったため。

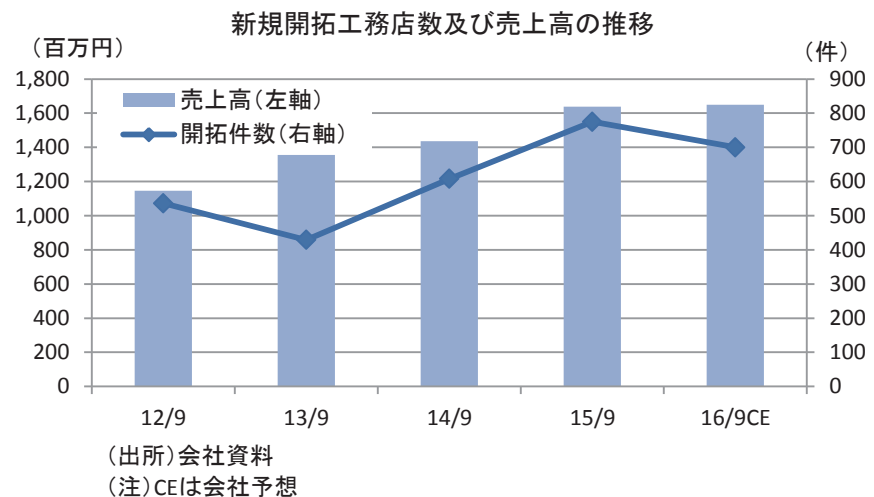
期初時点では減益予想を受け、年間配当金を 22 円（前期比 6 円減）と大幅減配を予定していたが、純利益が会社予想を上回ることになったため期末配当を 4 円増額し年間 26 円と小幅減配にとどめた。

セグメント別の業績は、主力の戸建住宅事業が売上高 500 億円（前期比 3.1%減）、営業利益 19.4 億円（同 10.0%減）。売上高は期初予想に対し 35 億円の未達だった。持家の新設住宅着工戸数が昨年 4 月まで前年同月比マイナス傾向が続いたことや（当社の売上高には 3~4 カ月遅れで効いてくる）、消費増税の駆け込み需要が大きかったリフォームが反動で新築以上に苦戦したことから小幅減収となった。こうした中、外壁工事の売上高は 120 億円（同 0.6%減）とハウスメーカーにおいて高付加価値のタイルの採用が引続き堅調に推移したため健闘した。なお、外壁工事のうちサイディングの売上高は 20.4 億円（同 4.3%減）だった。

営業基盤は着実に強化されている

大型物件事業は売上高 62.9 億円（前期比 11.5%減）、営業利益 3.4 億円（同 26.2%減）。期初の受注残高 34.7 億円でスタートしたが、選別受注継続により 14.0 億円の未達となった。14/9 期に非常に好採算の案件があった反動もあり、減益幅が大きくなった。

経路別の売上高で約 3 分の 1 を占める工務店の新規開拓は 775 件（前期比 167 件増）と計画の 700 件を上回り非常に好調だった。うちインテルグローが 200 件程度を占めたとしている。工務店は後継者難などから廃業も多かったため、新陳代謝が避けられず、当社では工務店の新規開拓を重点課題の一つに掲げている。



施工不良発生により、1Q は減益スタート

● 16/9 期 1Q (10-12 月) 業績解説

16/9 期 1Q 決算は、売上高 145 億円（前年同期比 7.5%増）、営業利益 2.9 億円（同 18.9%減）、経常利益 3.4 億円（同 13.9%減）、純利益 1.9 億円（同 11.9%減）。トップラインは堅調だったが、大型物件事業において施工不良が発生し、工事損失引当金 0.83 億円を計上したことにより減益スタートとなった。工務店の新規開拓は引続き好調に推移したとしている。

戸建住宅事業は回復傾向が鮮明になってきた

セグメント別の業績は、戸建住宅事業が売上高 132 億円（前年同期比 9.8%増）、営業利益 5.8 億円（同 25.6%増）と好調だった。昨年 10 月に買収した東京サッシ販売等の寄与は売上高で 1 億円程度とみられる（買収の詳細は 10 頁）。持家の新設住宅着工戸が昨年 5 月から回復傾向となったことを受け、15/9 期 4Q (7-9 月) に戸建住宅事業の売上高は前年同期比わずかながらプラスに転じていたが、さらに回復傾向が鮮明になった。新築だけでなく、リフォームも回復しているもよう。

施工不良は構造的な問題ではなく、個別要因による

大型物件事業は、売上高 12.9 億円（前年同期比 11.7%減）、営業利益▲0.48 億円（前年同期は 0.64 億円の黒字）。東京サッシ販売等の新規連結寄与は 2 億円程度とみられる。

15/9 期以前に完工したマンションの外壁工事において施工不良が発生。タイルの全面張替えを行うことになり、付帯費用も含めた費用見積額の上限 0.83 億円を工事損失引当金として計上することになったことから小幅営業赤字となった。当該施工不良は、技能工の不足、技能工の高齢化といった構造的な問題を遠因とするものではなく、個別要因のようであり（通常とは異なる施工方法だった）、一過性といえよう。折しも横浜のマンション傾斜問題の発生により、消費者のマンションの品質に対する要求が一層厳しさを増していたことから、一部張替えではなく、全面張替えとなったようだ。16/9 期中に損失額が確定する見込みで、保守的な引き当てを行っているため、損失額は縮小する可能性が高いとみる。

四半期業績の推移

(単位)百万円

	14/9				15/9				16/9	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q CE
売上高	14,387	16,516	13,144	14,693	13,495	15,909	12,259	14,648	14,501	17,599
戸建住宅事業	12,408	14,459	12,010	12,755	12,030	13,690	11,288	13,011	13,207	na
大型物件事業	1,979	2,057	1,134	1,937	1,465	2,218	972	1,637	1,293	na
売上原価	12,279	14,086	11,312	12,628	11,590	13,607	10,563	12,680	12,579	na
売上総利益	2,108	2,429	1,833	2,064	1,905	2,301	1,697	1,968	1,921	na
販管費	1,552	1,581	1,677	1,727	1,542	1,539	1,626	1,568	1,627	na
営業利益	555	849	155	337	362	762	72	399	294	846
戸建住宅事業	572	871	349	371	464	730	268	485	583	na
大型物件事業	158	151	6	152	64	197	▲24	107	▲48	na
調整額	▲174	▲174	▲200	▲186	▲166	▲166	▲171	▲193	▲241	na
営業外収益	65	70	63	62	64	67	72	77	76	na
営業外費用	29	29	24	26	21	21	21	21	22	na
支払利息・手数料	6	7	4	5	5	5	5	5	6	na
その他	23	22	20	21	16	16	16	16	16	na
経常利益	591	890	195	372	405	807	124	455	348	882
特別利益	32	0	1	14	1	0	0	28	0	na
特別損失	0	0	23	1	11	8	15	0	14	na
税金等調整前当期純利益	624	889	173	384	394	801	108	483	334	na
法人税等	267	347	66	226	177	283	▲14	219	142	na
純利益	356	542	108	158	217	517	122	265	191	579

(単位)%

	14/9				15/9				16/9	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q CE
売上総利益率	14.7	14.7	13.9	14.0	14.1	14.5	13.8	13.4	13.2	na
売上高営業利益	3.9	5.1	1.2	2.3	2.7	4.8	0.6	2.7	2.0	4.8
戸建住宅事業	4.6	6.0	2.9	2.9	3.9	5.3	2.4	3.7	4.4	na
大型物件事業	8.0	7.3	0.5	7.8	4.4	8.9	▲2.5	6.5	▲3.7	na

(出所)決算短信をもとにTIW作成

(注)16/9期2Q CEは2Q累計会社予想から1Q実績を単純に差引いたもの

通期会社業績予想は据置き

● 16/9 期業績予想

1Q 決算発表時に 2Q 累計及び通期の会社業績予想の修正はなかった。施工不良の発生は期初予想には織り込まれていなかったが、①販管費の想定がやや保守的とみられること、②売上総利益率の想定が保守的とみられること、③戸建住宅事業が順調に回復傾向になっていることから、十分に穴埋め可能と判断したようだ。

販管費に関しては、東京サッシ販売等の買収による増加 1.8 億円程度、買収に伴うのれんの償却 0.45 億円といった増加要因のほか、貸倒引当金繰入額の増加を 2 億円弱 (0.68 億円の戻入れ→1 億円程度の繰入れ想定) 見込んでいるもよう。1Q に貸倒はほぼ発生しておらず、通期でも貸倒引当金繰入はほとんど必要ないとみる。

売上総利益率については、施工不良の発生の影響を除くと前期比大きく低下する要因は考えにくく、期初予想にはバッファーをもたせているとみられる。

大型物件事業は大幅増収の予想

セグメント別の売上高の会社予想は、戸建住宅事業が 537 億円 (前期比 7.4%増)、大型物件事業が 77.7 億円 (同 23.5%増)。セグメント別の利益予想は開示していない。戸建住宅事業の売上高予想は、1Q 決算の状況や年明け以降の受注も好調に推移していることとことから妥当とみる。大型物件事業で大幅増収を見込んでいるのは、①東京サッシ販売等は中小型ビルやマンション向けの販売が多い、②空調工事を手掛ける事業会社の温調技研が好調に推移している、などによる。温調技研の好調は、東京五輪関連工事が本格化する前に前倒し発注しようとする動きが官公庁工事でみられることや、インバウンド需要の高まりを受けオフィスビルからカプセルホテルへのコンバージョンが増えていることなどによる。

以上を踏まえ、TIW 業績予想では、施工不良発生を吸収して、利益予想はむしろ会社予想を上回ると予想した。

17/9 期は駆け込み需要が発生しよう

● 17/9 期以降の業績見通し

17/9 期の TIW 業績予想では、予定通り 2017 年 4 月に消費増税が実施され、期初頃から駆け込み需要が発生するとの前提を置いている。ただし、前回の消費増税に比べ税率の引上げ幅が小さいこと、前回の増税時に潜在需要を相応に先食いしたと考えられることから、駆け込み需要は前回よりも小規模と予想した。駆け込み需要で工事量が膨らむと技能工の効率的な手配など施工の効率化が一層求められる。当社が得意とするところであり、前回の増税時も利益率を落とすことなく切り抜けており、心配はいらないだろう。

業績

基本的な経営戦略 に変わりはない

17/9 期に駆け込み需要が発生した場合、18/9 期はその反動が避けられないだろう。中長期的にも人口減による戸建住宅市場の縮小が見込まれる。こうした中、新規工務店開拓の継続による営業基盤の強化、取扱商材の拡大による1現場当りの収益拡大、M&A（取扱商材の拡大・強化や事業エリア拡大のためのもの）により業容の拡大を図るといった基本戦略に変わりはない。また、主力の戸建住宅事業に注力し、大型物件事業は採算重視の選別受注を継続する方針も変わらない。

損益計算書

(単位)百万円

	09/9	10/9	11/9	12/9	13/9	14/9	15/9	16/9CE	16/9E	17/9E
売上高	45,383	44,484	43,278	45,655	50,530	58,740	56,311	61,500	61,100	66,200
戸建住宅事業	35,173	34,279	37,055	38,501	43,467	51,632	50,019	53,728	53,600	57,900
完成工事高	22,055	23,143	26,265	27,198	30,769	35,758	34,612	na	37,600	40,600
外壁工事	6,338	6,669	8,683	9,690	10,294	12,121	12,045	na	13,000	14,200
住設工事	15,717	16,474	17,582	17,507	20,475	23,637	22,567	na	24,600	26,400
販売	13,116	11,134	10,789	11,303	12,698	15,873	15,407	na	16,000	17,300
建材販売	9,376	7,509	7,409	8,394	8,614	9,273	8,750	na	9,000	9,700
住設販売	3,740	3,625	3,379	2,908	4,084	6,600	6,656	na	7,000	7,600
大型物件事業(完成工事高)	10,210	10,205	6,223	7,153	7,063	7,107	6,292	7,772	7,500	8,300
タイル(外壁)工事	5,103	5,114	2,689	3,150	3,023	3,275	2,795	na	3,100	3,300
住設工事	5,107	5,091	3,533	4,002	4,039	3,832	3,496	na	4,400	5,000
売上原価	40,095	39,160	38,075	40,146	43,568	50,305	48,440	na	52,750	57,060
売上総利益	5,287	5,323	5,203	5,508	6,962	8,434	7,871	na	8,350	9,140
販管費	5,453	4,905	4,793	4,820	5,860	6,537	6,275	na	6,650	6,900
うち貸倒引当金繰入額	421	35	20	2	27	90	▲ 68	na	0	30
営業利益	▲ 165	417	409	688	1,138	1,896	1,595	1,620	1,700	2,240
戸建住宅事業	376	1,127	1,245	1,734	1,780	2,163	1,947	na	2,100	2,500
大型物件事業	247	81	▲ 71	▲ 241	247	467	344	na	350	550
連結調整額	▲ 788	▲ 791	▲ 763	▲ 804	▲ 889	▲ 734	▲ 696	na	▲ 750	▲ 810
営業外収益	121	118	114	125	193	260	280	na	300	300
営業外費用	18	19	17	18	60	108	84	na	90	90
経常利益	▲ 62	516	506	794	1,270	2,048	1,791	1,800	1,910	2,450
特別利益	12	24	99	0	1	47	29	na	10	10
特別損失	70	105	39	33	2	24	34	na	30	30
税金等調整前当期純利益	▲ 120	435	566	761	1,268	2,070	1,786	na	1,890	2,430
法人税等	45	272	289	406	573	906	665	na	680	850
当期純利益	▲ 165	162	276	355	682	1,164	1,121	1,150	1,210	1,580

前期比増減

(単位)%

	09/9	10/9	11/9	12/9	13/9	14/9	15/9	16/9CE	16/9E	17/9E
売上高	▲ 10.7	▲ 2.0	▲ 2.7	5.5	10.7	16.2	▲ 4.1	9.2	8.5	8.3
戸建住宅事業	▲ 8.6	▲ 2.5	8.1	3.9	12.9	18.8	▲ 3.1	7.4	7.2	8.0
大型物件事業	▲ 17.3	▲ 0.0	▲ 39.0	14.9	▲ 1.3	0.6	▲ 11.5	23.5	19.2	10.7
営業利益	赤転	黒転	▲ 2.1	68.0	60.1	66.6	▲ 15.9	1.5	6.6	31.7
経常利益	赤転	黒転	▲ 2.0	57.0	59.9	61.2	▲ 12.5	0.5	6.6	28.3
純利益	赤転	黒転	70.2	28.3	92.3	70.5	▲ 3.7	2.6	7.9	30.6

利益率

(単位)%

	09/9	10/9	11/9	12/9	13/9	14/9	15/9	16/9CE	16/9E	17/9E
売上総利益率	11.6	12.0	12.0	12.1	13.8	14.4	14.0	na	13.7	13.8
売上高営業利益率	▲ 0.4	0.9	0.9	1.5	2.3	3.2	2.8	2.6	2.8	3.4
戸建住宅事業	1.1	3.3	3.4	4.5	4.1	4.2	3.9	na	3.9	4.3
大型物件事業	2.4	0.8	▲ 1.1	▲ 3.4	3.5	6.6	5.5	na	4.7	6.6

(出所)決算短信、会社資料、有価証券報告書をもとにTIW作成

(注)CEは会社予想、EはTIW予想

業 績

要約貸借対照表

(単位)百万円

	09/9	10/9	11/9	12/9	13/9	14/9	15/9	16/9CE	16/9E	17/9E
流動資産	16,513	16,786	16,686	17,529	20,705	21,658	21,254	na	22,300	23,700
現預金	3,824	3,823	5,012	4,567	6,691	7,198	7,771	na	8,000	8,400
受取手形・完成工事未収入金等	9,255	10,942	9,892	10,661	11,554	11,719	11,217	na	11,600	12,100
未成工事支出金	2,556	1,262	978	947	1,322	1,235	1,101	na	1,300	1,500
その他	878	759	804	1,354	1,138	1,506	1,165	na	1,400	1,700
固定資産	5,685	5,554	5,466	5,305	7,334	7,239	7,250	na	7,900	7,900
資産合計	22,198	22,340	22,153	22,835	28,040	28,897	28,505	na	30,200	31,600
流動負債	8,814	8,841	8,398	8,836	12,283	12,232	10,823	na	11,567	11,741
支払手形・工事未払金等	4,546	4,513	4,402	4,294	6,522	5,924	5,877	na	6,600	6,900
ファクタリング未払金	2,653	2,870	2,946	3,004	2,885	3,074	2,765	na	2,900	2,900
短期借入金	0	0	0	0	698	269	213	na	200	200
その他	1,615	1,458	1,050	1,538	2,178	2,965	1,968	na	1,867	1,741
固定負債	564	597	674	691	1,382	1,271	1,345	na	1,400	1,450
長期借入金	0	0	0	0	337	268	255	na	230	200
純資産	12,819	12,901	13,080	13,307	14,374	15,394	16,336	na	17,233	18,409

諸指標

(単位)%

	09/9	10/9	11/9	12/9	13/9	14/9	15/9	16/9CE	16/9E	17/9E
自己資本比率	57.7	57.7	59.0	58.3	51.3	53.3	57.3	na	57.1	58.3
総資産経常利益率	▲ 0.3	2.3	2.3	3.5	5.0	7.2	6.2	na	6.3	7.8
ROE	▲ 1.3	1.3	2.1	2.7	4.9	7.8	7.1	na	7.0	8.6

(出所)決算短信、会社資料、有価証券報告書をもとにTIW作成

(注)CEは会社予想、EはTIW予想

株主還元は増配が基本となろう

● 株主還元の方針

16/9期の1株当たり配当金は前期と同じ26円(中間13円、期末13円)の予定。会社業績予想をベースにした配当性向は26.1%となる。DOE(純資産配当率)は1.7%になると試算される。当社では配当性向25%以上、DOE1.5%以上を当面の目標としている。なお、予想配当利回りは足元の株価で4.0%となる。

PBRは0.5倍を下回る水準だが、流動性の低さなどから自社株買いは見込みにくく、株主還元は増配が基本となろう。

16/9 期の期初に
サッシ会社を買収

● 注力中のサッシ事業強化のため M&A を実施

昨年7月に東京サッシ販売（株）及び（株）ライフメタリックの全株式を取得することで基本合意し、同年10月に株式譲渡を完了。今年1月には両社をアベルコに吸収合併した。買収した2社は経営者、株主構成からみて実態的には一体といえる。

買収の目的は、取扱商材の拡大・強化で、サッシは15/9期から新たに重点課題商品の一つに加えられていた。買収により、サッシ工事のノウハウや城東エリアの顧客基盤などを獲得する。

買収金額は両社合わせて1.0億円と小粒だが、デューデリの結果、両社は債務超過となっていたため、4.5億円ののれんを計上した。償却期間は10年で年間の償却額は0.45億円となる。

城東以外のエリアにおけるサッシ事業の拡大のために、今後もサッシ関連の買収を行う可能性があるだろう。後継者難の中小サッシ業者は多いとみられ、M&Aの機会は豊富にあるとみる。

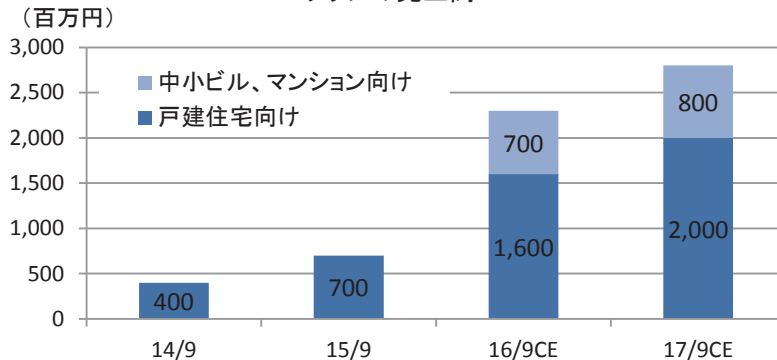
被買収会社の概要

(単位)百万円

	東京サッシ販売	ライフメタリック	2社単純合算
事業内容	各種サッシの販売、及び取付工事	金属製建具工事	-
所在地	葛飾区	足立区	-
決算期	15/5	15/4	-
売上高	1,084	423	1,508
営業利益	18	6	25
経常利益	14	4	19
当期純利益	1	0	1
総資産	621	164	786
純資産	103	32	136
買収金額	72	34	106
のれん	354	99	453

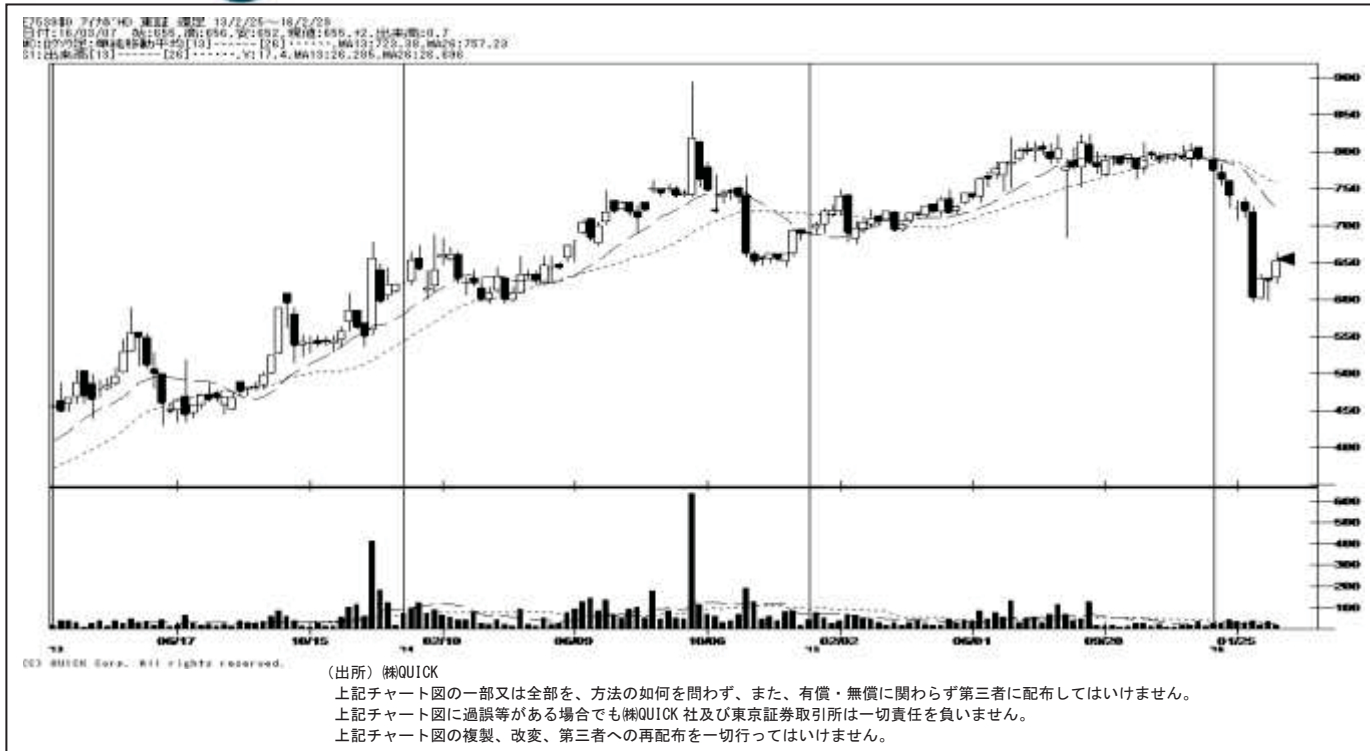
(出所)会社リリース、四半期報告書をもとにTIW作成

サッシの売上高



(出所)会社資料

(注)CEは会社予想



			2013/9	2014/9	2015/9	2016/9 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	610	895	825	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	309	515	646	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	1,251.00	3,655.08	2,396.92	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	50,530	58,740	56,311	61,100
	営 業 利 益	百万円	1,138	1,896	1,595	1,700
	経 常 利 益	百万円	1,270	2,048	1,791	1,910
	当 期 純 利 益	百万円	682	1,164	1,121	1,210
	E P S	円	61.97	100.65	96.95	104.58
	R O E	%	4.9	7.8	7.1	7.0
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	20,705	21,658	21,254	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	7,334	7,239	7,250	-
	資 産 合 計	百万円	28,040	28,897	28,505	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	12,283	12,232	10,823	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	1,382	1,271	1,345	-
	負 債 合 計	百万円	13,665	13,503	12,169	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	14,312	15,199	16,103	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	3,229	1,365	1,047	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	239	-74	-72	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	-1,344	-784	-401	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	6,691	7,198	7,771	-

リスク分析

事業に関するリスク

● 事業に関するリスク

- 技能工不足による外注労務費の高騰。特に外での作業となる外壁工事の技能工の高齢化、不足は構造的な問題。
- 取引先の信用リスク。小規模の工務店、一人親方との取引が多いため、初期与信、工事代金回収などの途上与信管理を怠ると不良債権が発生する恐れがある。
- 付加価値が高く利益率の高いタイル工事から安価で利益率の低いサイディング工事への移行の進展。
- 当社の主要地盤である首都圏では、少子高齢化の進展などにより戸建住宅よりもマンションを選好する傾向がみられ、戸建住宅に注力する当社には長期的にマイナスに働く可能性がある。
- 商材の仕入額の約40%がLIXILからの仕入れとなっているため、工場の被災など何らかの要因により同社との取引が不能になった場合、事業の遂行に影響が出る可能性がある。

業界に関するリスク

● 業界に関するリスク

- 少子高齢化の進展、人口減少による中長期的な住宅需要の減少。
- 予定通り2017年4月に消費増税が実施された場合、実施後の戸建住宅の着工戸数が低迷する恐れ。
- 当面は考えにくいですが、長期金利（住宅ローン金利）の上昇は、戸建住宅需要を冷え込ませる要因となる。
- 株式市場の急落による消費者心理の悪化、逆資産効果による住宅市場の冷え込み。

ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社ティール・アイ・ダヴリュ（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

<指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.jpx.co.jp/listing/reports/analyst-report/03.html>