

2013年12月19日 (木)

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
佐藤 譲

■建築需要の拡大を受けて業績は拡大基調へ

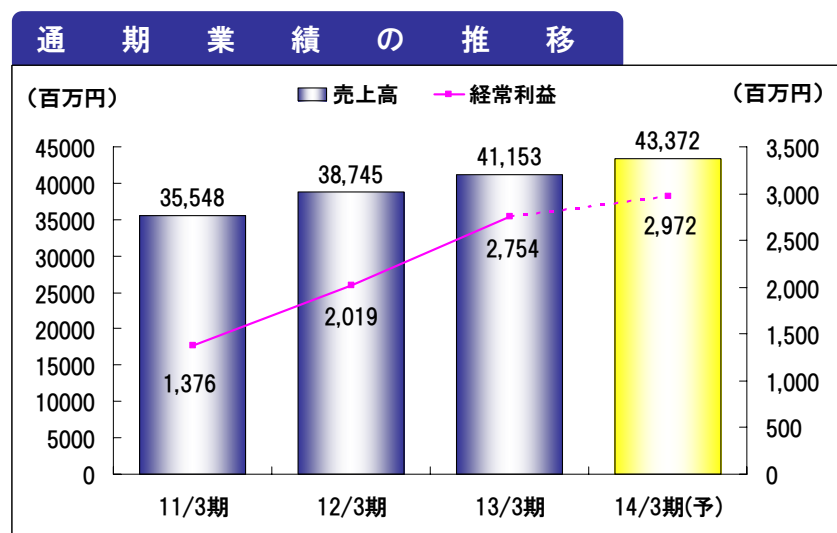
コンドーテック<7438>は社会活動に欠かせないインフラ・環境関連資材を供給している。具体的には、ターンバックルやシャックル等産業・鉄構資材の製造・仕入販売、並びに電設資材の仕入販売を手掛けている。5万点を超える豊富な商品ラインナップと地域密着型の即納体制が強み。土木・建築を中心に物流、船舶、鉄道、環境分野等幅広い業界に販売しており、特定業界の好不況の波を受けにくい収益体質を構築している。

震災復興を中心に建設需要が拡大するなかで、同社の業績も好調に推移している。2014年3月期の第2四半期(4-9月期)累計の連結業績は、売上高が前年同期比12.5%増、経常利益が同26.6%増と会社計画を上回るペースで推移した。下期に入ってから月次売上高は前年同月比で2ケタ増ペースが続いており、通期業績は会社計画を上回る公算が大きい。2015年3月期以降も、復興需要や東京オリンピックに関連する施設整備、政府が推進する国土強靱化計画等を追い風に、同社の業績は拡大基調を続けていくものと予想される。

株価は好調な業績を評価して、年初から5割程度上昇した水準となっているが、一方で株主数は3月末の3,293名から9月末は2,898名と東証一部に上場後、初めて減少に転じている。個人株主数の持分比率が42%から39%へ減少し、機関投資家の比率が同程度上昇したことが要因だ。今後、株主数の拡大を図るためには、業績の拡大もさることながら、株主還元策の強化が求められることになろう。

■Check Point

- ・幅広い顧客層と社内組織力、即納体制が強み
- ・見通しは据え置きも会社計画を上回る可能性
- ・業績の拡大に合わせて財務状況、経営指標は改善



■ 会社概要

特定業界の好不況の波を受けにくい収益体質を構築

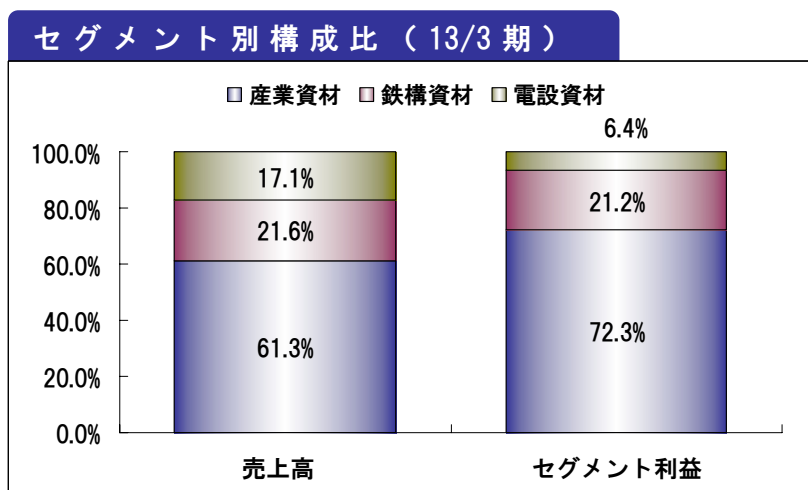
コンドーテックは社会活動に欠かせないインフラ・環境関連資材を土木・建設業界を中心に物流、船舶、鉄道、環境分野等幅広い業界に販売している。特定業界の好不況の波を受けにくい収益体質を構築しているのが特徴であり、同社の強みとなっている。具体的には、ターンバックルやシャックル等産業・鉄構資材の製造・仕入販売、並びに電設資材の仕入販売を手掛けており、5万点を超える豊富な商品ラインナップと地域密着型の即納体制が強みとなっている。なお、電設資材は、2010年4月に子会社化した三和電材の事業となる。

2013年9月時点でのコンドーテックの拠点数は、国内営業拠点が42ヶ所、工場が4ヶ所、海外が2拠点（タイ駐在員事務所及び現地法人）、そのほか三和電材の国内営業拠点が12ヶ所となっている。2013年9月末の従業員数は、単体が581名（2013年3月末556名）、連結で685名（同660名）の規模となっている。工場は北海道、茨城、滋賀、福岡にあり、全国のどの地域から注文があっても、迅速に生産、出荷できる体制を構築している。

即納体制に応える営業販売力で、為替変動リスクを軽減

(1) 事業概要

2013年3月期のセグメント別売上高、利益の構成比はグラフの通りで、売上高では産業資材で61.3%、鉄構資材で21.6%、電設資材で17.1%となっており、利益ベースでもすべての事業で黒字化している。



製品・商品別の品目

製品	ターンバックル、ブレース、足場吊りチェーン、ねじ製品、アンカーボルト、建設資材他
商品	シャックル、クリップ、フック等金物類、チェーン、ワイヤロープ、鋸螺、建設資材、照明器具、分電盤、空調機器、エコ商品（太陽光発電、エコキュート）他

■会社概要

セグメント別の品目

産業資材	ターンバックル、シャックル、クリップ、フック、ねじ製品、コンテナバッグ、シート・ネット等
鉄構資材	ブレース、アンカーボルト、ハイテンションボルト、自立コンピース、コラム裏当金、ブレースシート他
電設資材	空調機器、照明器具、エコ商品（太陽光発電、エコキュート）、電線、分電盤、各種センサー他

産業資材、鉄骨資材のなかで自社製品の占める比率は、2013年3月期実績（単独ベース）で21.2%となっている。残り78.8%は国内外メーカーからの仕入販売となる。仕入先のうち約25%は中国を中心とした海外からの輸入品となっている（輸入品の売上高は年間で80億円弱）。一方、海外売上高に関しては2013年3月期実績で194百万円となっており、為替の円安は収益面でややマイナスとなる。ただ、同社の扱う商品は少量多品種に渡るが、即納体制に応える営業販売力を活かすとともに、コンベクターも海外から輸入しており、原価上昇分を比較的価格転嫁しやすく、実際に収益に与える影響は軽微となっている。

幅広い顧客層と社内組織力、即納体制が強み

(2) 同社の強みと競合状況

同社の強みは、「幅広い業種、顧客を持っており、特定業種の景気に影響を受けにくい」「営業部門において顧客ニーズをいち早く吸い上げ、新製品の開発に活かすことができる社内組織力」「少量多品種の受注に対して、生産拠点も含めて即納体制を構築しているサプライチェーンマネジメント力」に集約することができる。

競合企業としては、鉄構資材分野では同社とフルサト工業<8087>の大手2社にほぼ絞られており、市場シェアはフルサト工業が6割、同社が3割となっている。一方、産業資材分野では商品ごとに競合企業が異なっている。大型土のうでは前田工織<7821>や萩原工業<7856>が、仮設機材ではアルインコ<5933>、エスアールジータカミヤ<2445>、建設資材全般では岡部<5959>、丸井産業、国元商会、三星商事、工具ではトラスコ中山<9830>、ジーネット等が競合相手となる。

■業績動向

2Qは期初計画を上回り過去最高業績を達成

(1) 2014年3月期の第2四半期累計業績

2014年3月期の第2四半期（4-9月期）累計の連結業績は、売上高が前年同期比12.5%増の22,138百万円、営業利益が同27.3%増の1,466百万円、経常利益が同26.6%増の1,511百万円、四半期純利益が同28.7%増の899百万円となった。第2四半期累計期間として過去最高業績を更新したほか、期初会社計画と比較しても売上高、利益ともに上回る等好調な決算だったと言える。



■業績動向

14/3期2Q累計業績

(単位：百万円)

	13/3期2Q累計		期初計画	14/3期2Q累計		前年比	計画比
	実績	対売上比		実績	対売上比		
売上高	19,674	-	21,057	22,138	-	12.5%	5.1%
売上原価	15,351	78.0%	-	17,266	78.0%	12.5%	-
販管費	3,171	16.1%	-	3,405	15.4%	7.4%	-
営業利益	1,151	5.9%	1,299	1,466	6.6%	27.3%	12.8%
経常利益	1,194	6.1%	1,346	1,511	6.8%	26.6%	12.3%
当期純利益	699	3.6%	757	899	4.1%	28.7%	18.8%
1株当たり配当金	6.5円	-	6.5円	6.5円	-	-	-

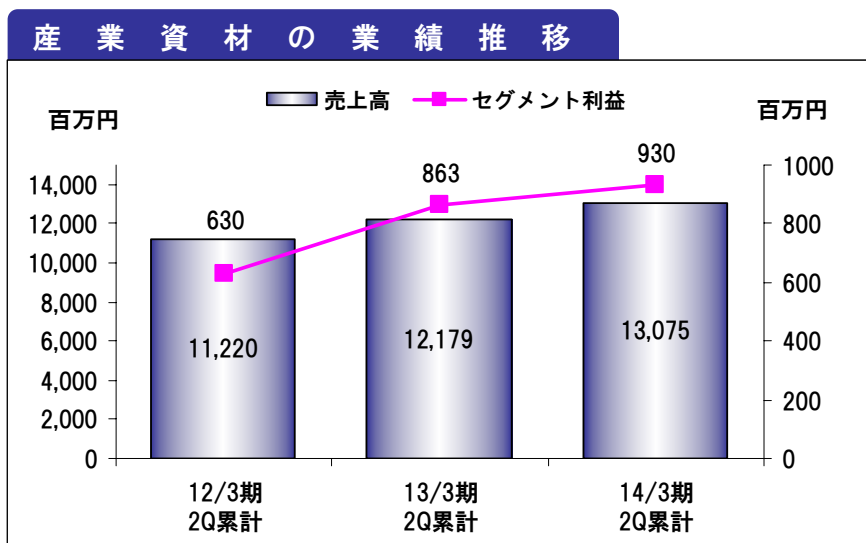
主力市場である建設業界において、震災復興需要を中心に公共投資が堅調に推移したほか、住宅着工戸数の回復や倉庫、商業施設等一般民需も回復し、3事業すべてで増収増益を達成した。売上原価率は78.0%と前年同期比横ばいとなったが、増収効果で販管費率が16.1%から15.4%へと低下し、営業利益率は6.6%と0.7ポイント上昇した。セグメント別の動向は以下の通り

○産業資材

産業資材の売上高は前年同期比7.4%増の13,075百万円、セグメント利益は同7.8%増の930百万円となった。売上高では住宅着工の回復を背景に、木造住宅用金物が好調に推移したほか、太陽光発電パネルの架台に使用されるクランプやパイプ類が増加した。また、台風や集中豪雨の増加によってブルーシート・土のう袋の売上も伸びた。

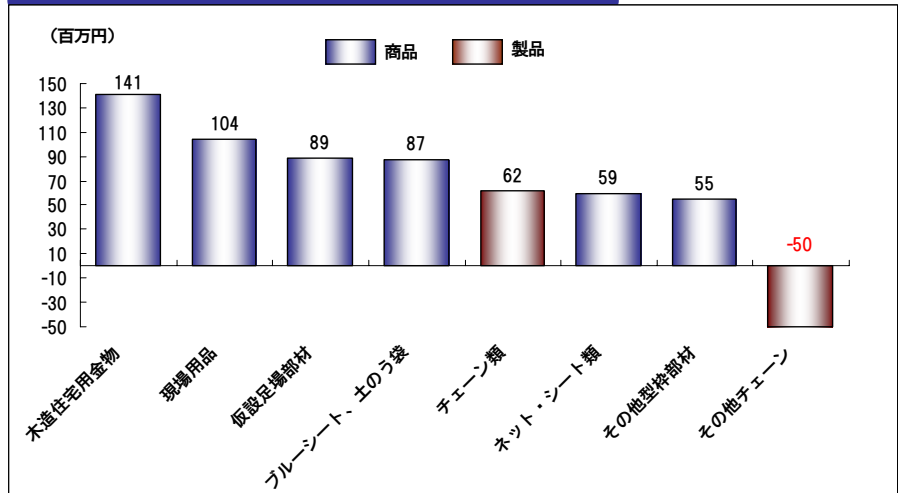
地域別の前年同期比増減額で見ると、東日本向けが約100百万円の増加、西日本向けが約800百万円の増加となった。また、製商品別では、産業資材の約15%を占める製品が約70百万円増加し、商品も約830百万円の増加となった。

利益の増減要因を見ると、販売数量の増加で196百万円、販売価格の上昇で9百万円の増益要因となった一方、売上総利益率の低下で24百万円、販管費の増加で114百万円の減益要因となり、全体では67百万円の増益となった。総利益率を製品と商品で分けると、製品が29.0%から32.0%へ上昇したのに対して、商品が22.2%から21.4%に低下した。これは円安に伴う輸入商品のコスト上昇分を、価格に転嫁するのが遅れたためである。また、販管費の主な増加要因は、運賃荷造費(+24百万円)、東京支店改修工事等の修繕費(+19百万円)によるものとなっている。



業績動向

製商品別売上増減額（前年同期比）



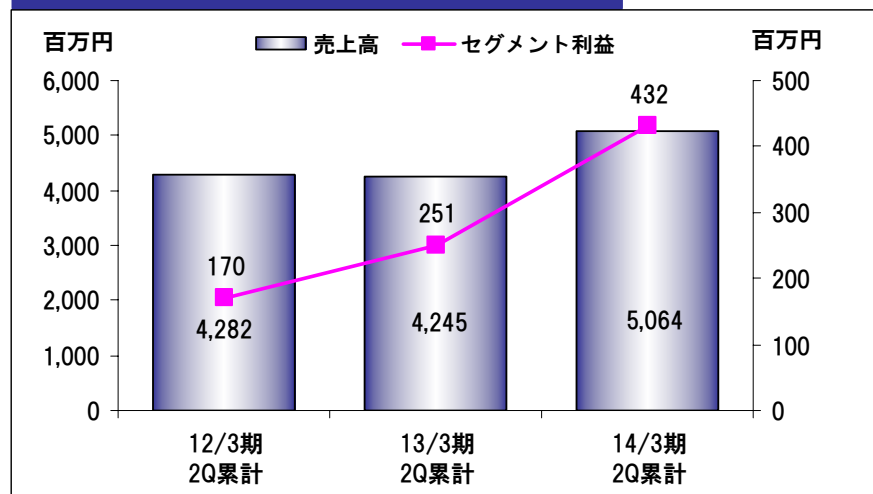
○鉄構資材

鉄構資材の売上高は前年同期比19.3%増の5,064百万円、セグメント利益は同72.2%増の432百万円と2ケタ増収増益となった。物流倉庫や商業施設等民間向けの建築需要増加を背景に、全般的に需要が拡大した。特に、プレースや鉄骨部材等が売上を大きく伸ばした。主要製商品のなかでアンカーボルト（製品）が唯一、13百万円減少しているが、これは工場の生産能力の問題で、付加価値の高いプレースの生産を優先し、アンカーボルトは仕入品で対応したことが背景となっている。

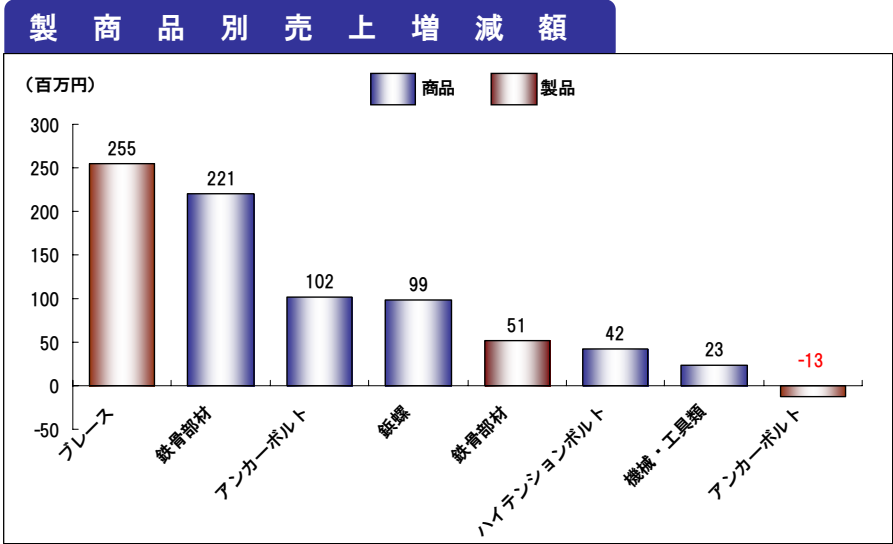
地域別の前年同期比増減額で見ると、東日本向けが約500百万円の増加、西日本向けが約300百万円の増加となった。また、製商品別では、鉄構資材の約37%を占める製品が約300百万円増加し、商品も約500百万円の増加となった。

利益の増減益要因を見ると、販売数量の増加で136百万円、販売価格の上昇で46百万円、売上総利益率の上昇で90百万円の増益要因となり、販管費の増加91百万円を吸収した格好だ。売上総利益率を製品と商品で分けると、製品が27.7%から31.9%へと大幅に上昇し、商品も19.1%から19.4%と若干ながら上昇した。製品の売上総利益率上昇の要因は、工場稼働率の上昇や原材料価格の低下に加えて、プロダクトミックスの変化等が挙げられる。なお、販管費の主な増収要因は、運賃荷造費の増加（+24百万円）によるものとなっている。

鉄構資材の業績推移



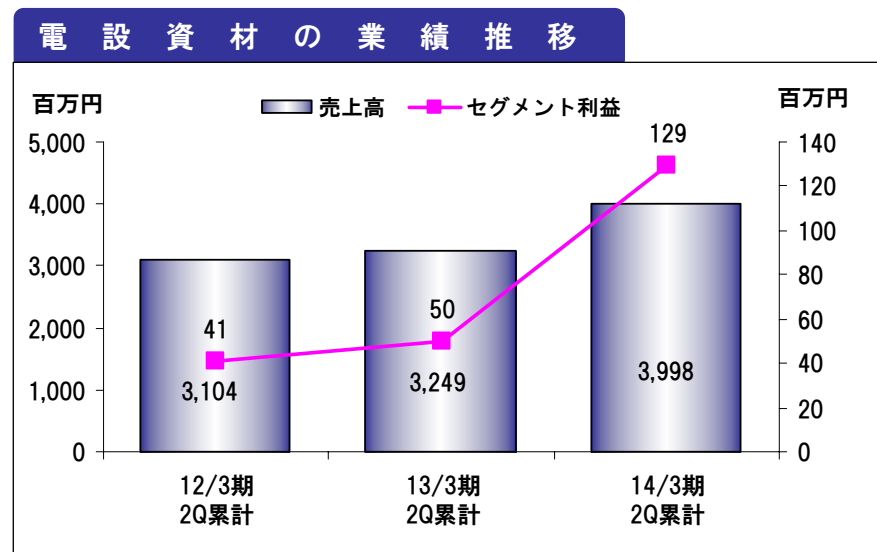
業績動向



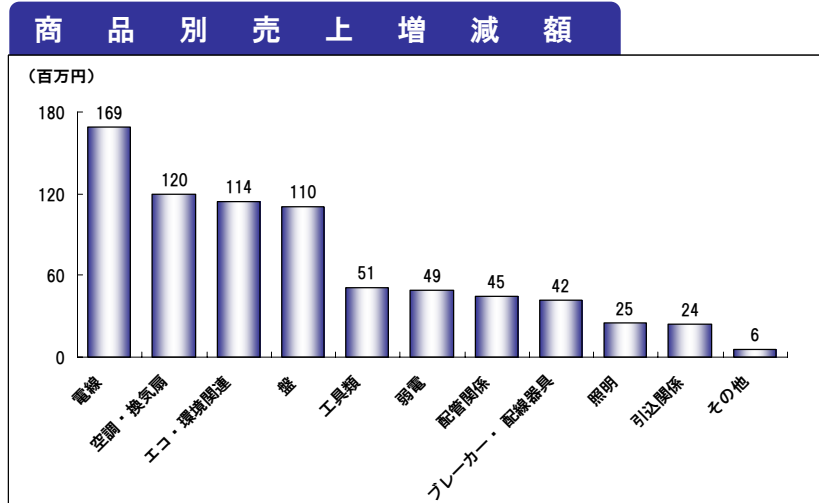
○電設資材

電設資材の売上高は前年同期比23.0%増の3,998百万円、セグメント利益は同155.5%増の129百万円と大幅増益となった。マンションやオフィスビル、商業施設等民間建築需要の回復に加えて、省エネ意識の高まりによるLED照明や太陽光発電パネル等の市場拡大を背景に、売上高、利益ともに好調に推移した。主要商品では、電線や空調・換気扇、環境関連商品等が好調に推移。なかでも太陽光発電パネルは158百万円から258百万円へと拡大した。

利益の増減要因を見ると、売上総利益率の低下で31百万円、販管費の増加で15百万円の減益要因となったが、増収効果で125百万円の増益要因となり、全体の利益を押し上げる格好となった。なお、売上総利益率は受注競争の激化を背景に、16.8%から16.0%へと低下している。



業績動向

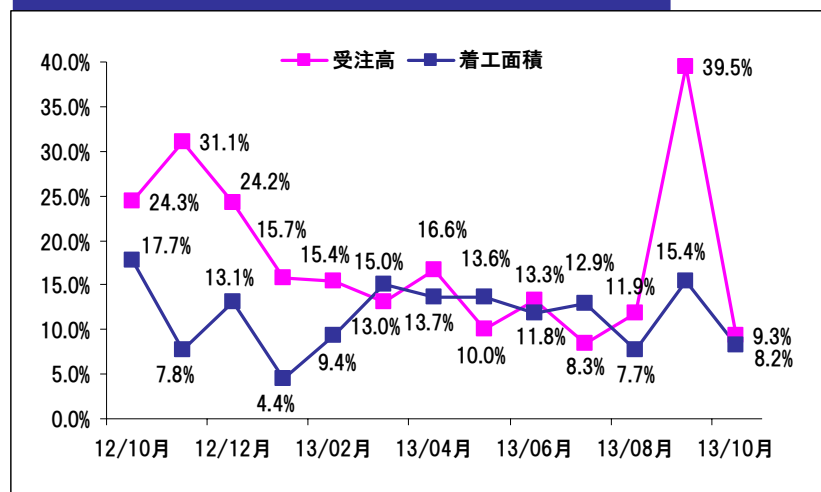


見通しは据え置きも会社計画を上回る可能性

(2) 2014年3月期見通し

2014年3月期の連結業績は、売上高が前期比5.4%増の43,372百万円、営業利益が同8.2%増の2,884百万円、経常利益が同7.9%増の2,972百万円、当期純利益が同4.5%増の1,678百万円と期初会社計画を据え置いている。ただ、足元の市場環境は引き続き建設業界を中心に良好で、10月の売上高も過去最高を更新し、前年同月比で2ケタ増ペースが続いている。このため通期業績に関しても、前期比で10%台の増収は十分見込まれ、利益ベースでも会社計画を上回る公算が大きいと弊社ではみている。

建設工事受注高と建築物着工面積(前年同月比)



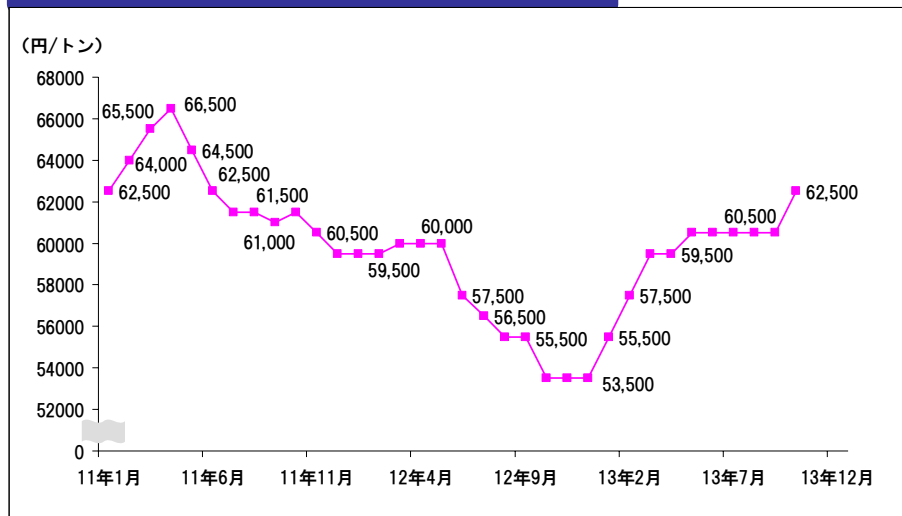
出所：国土交通省

なお、第2四半期累計期間で産業資材商品の総利益率が低下したが、足元の旺盛な需要から流通在庫が減少している状況にあり、第3四半期（10-12月期）以降は輸入品の価格転嫁も進み利益率の改善が見込まれる。一方で、製品の主要原材料となる棒鋼の市況は、需要の拡大によりここに来て上昇傾向となっており、製造原価面ではマイナス要因となる可能性がある。下期はこれらプラス要因とマイナス要因が相殺する格好となるが、営業利益率は増収効果によって若干の上昇が見込めよう。



■業績動向

異形棒鋼価格推移



出所：鉄鋼新聞社、東京仲間相場

ここ最近では、建設現場の人手不足や鋼材価格の上昇等による建築コスト上昇によって、市場全体の伸びが鈍化するとの見方が強まっている。特に、震災復興需要に関しては、当初10年程度を復興期間として位置付けていたが、労働者不足や東京オリンピックの開催決定等もあって、15年程度と長期化する公算が高まっている。これは同社にとっては追い風となる。急激に需要が増加しても、生産能力や営業面での人的リソースの問題ですべての需要に対応できないためだ。同社にとっては緩やかに需要が拡大し、それに見合った格好で、工場の生産能力や人員増強を進めていくことが最も好ましく、現在の状況は、まさしく理想的な展開になっていると言えよう。

なお、現在の各工場の稼働率は4工場すべてにおいて90%以上となっている。このうち、関東工場では、2014年3月に新生産ラインを稼働し、プレースの生産能力を従来比で3割アップする計画となっている。今後も生産能力に関しては需要動向を見ながら、段階的に増強していく方針としている。

■成長戦略

復興需要対応に加え、太陽光発電や海外展開を強化

同社は今後の強化分野として、震災復旧・復興需要対応、太陽光発電関連事業の拡大、海外展開等を挙げている。

震災復旧・復興需要に関連した売上高は単独ベースで2012年3月期が1,053百万円、2013年3月期が674百万円、2014年3月期の第2四半期累計が347百万円となっている。港湾の復旧工事に関連する足場吊チェーンや型枠等の需要は依然増加しており、被災地域の街づくりに関した建設需要も今後本格的に立ち上がってくる見通しだ。このため、同社では鉄構資材の東北営業所に12月より1名増員し、受注活動を強化していく方針となっている。また、放射性物質の除染作業で用いられるコンテナバッグの需要は、今後も除染活動の継続が見込まれるなかで引き続き需要が見込まれる。



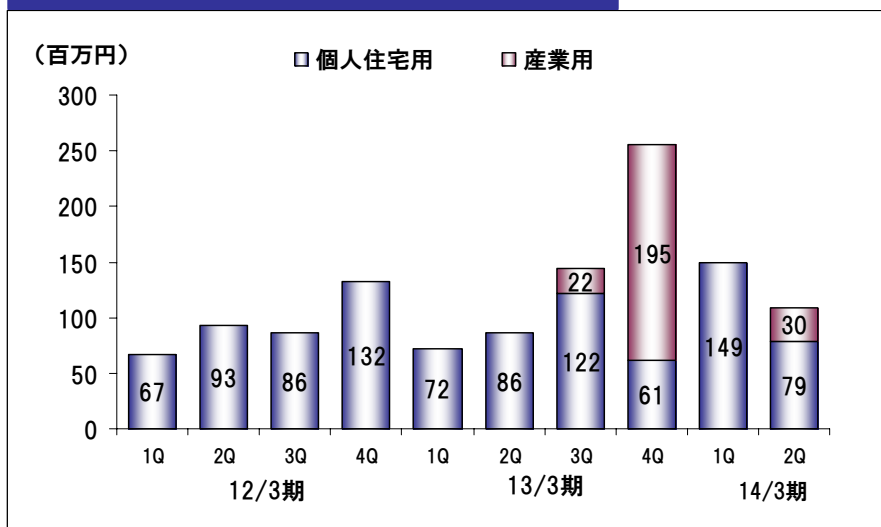
東日本大震災関連資材の売上高

(単位：百万円)

	12/3期	13/3期	14/3期 2Q累計
ブレース	200	18	18
トラ網セット	126	0	0
コンテナバッグ	281	263	134
ブルーシート	152	153	95
土のう袋	52	51	42
その他	239	187	56
合計	1,053	674	347

太陽光発電関連事業に関しては、単独ベースで太陽光パネルの架台に使用されるブレース、クランプやパイプ類の販売を行っているほか、子会社の三和電材で太陽光発電システム（主に三菱電機<6503>、ソーラーフロンティア製）を含む電設資材を扱っている。太陽光発電パネルの四半期ごとの売上高はグラフの通りで、ここに来て個人住宅用だけでなく産業用の売上実績も出始める等、着実に売上の拡大が進んでいる。産業用としては、同社の滋賀工場敷地内で出力700kWクラスのパネルを設置し、2013年4月より稼働したほか、関東工場でも300kWクラスのパネルを設置する予定となっている。太陽光パネルの低価格化によって市場の裾野は拡大していく見通しで、今後は架台関連部品や太陽光発電システムの一段の売上成長が期待される。

太陽光発電パネル販売高



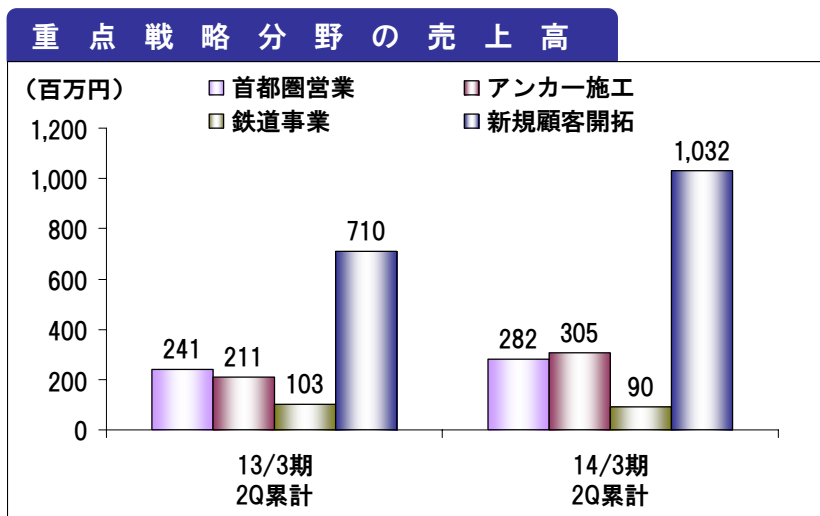
海外展開に関しては、建設資材等の新規需要の取り組みを目的に、タイに2011年5月に駐在員事務所を設立したほか、2012年11月には現地企業と合弁会社を設立している（出資比率49%）。海外売上高は2013年3月期実績で167百万円であったが、第2四半期累計期間では既に191百万円と前期実績を上回り、通期売上計画の339百万円を超えてくることは必至の情勢だ。同社では1980年代のピーク時の水準である2,000百万円超の売上規模にまで早期に引き上げていきたい考えで、そのために現地メーカーのM&A等にも前向きに取り組んでいく考えを示している。



■成長戦略

(注) 角フックボルト：鉄道の鉄橋部分の枕木を固定するために用いられるボルトで、従来の丸型のボルトが振動で緩んでしまうのに対し、同社製角フックボルトは構造上緩みにくいという特徴を持つ。このため、定期点検作業の期間・回数等を減らすことが可能となり、鉄道会社にとっては保安点検コストの削減にもつながる。

その他、新規販売先開拓の強化や首都圏営業の拡大、アンカーボルト施工の受注獲得、鉄道事業（角フックボルト）の強化を重点戦略分野として掲げているが、このうち第2四半期累計期間の売上状況を見ると、鉄道事業を除けばいずれも前年同期比で2ケタ成長となっており、取り組み強化に対する効果が順当に表れていると言えよう。鉄道事業に関しては2013年4月の組織変更で新たに新業種への事業拡大を図る目的で「開発営業部」を新設。この組織化で鉄道事業と太陽光発電を含む環境関連資材の販売業務を集約した「鉄道環境グループ」を新設し、更なる需要の取り込みに注力していく方針としている。鉄道事業に関しては、整備体制の見直しが求められる局面において、改めて角フックボルトの優位性（注）が評価され、売上の拡大につながっていくものと期待される。



同社では当面の売上高目標として500億円、営業利益率で8%の早期達成を目指しており、将来的には1,000億円を視野に入れた事業展開を進めていく方針だ。自社製品比率に関しては前期実績の17.6%から20%程度まで引き上げていく。

■財務状況と株主還元策について

業績の拡大に合わせて財務状況、経営指標は改善

(1) 財務状況

2013年9月末の連結ベースの財務状況は表の通り。総資産残高は30,571百万円（前期末比621百万円減）となっている。主な減少要因は、売上債権の減少で415百万円、固定資産の減少で231百万円となっている。一方、負債側でも支払手形の減少を主因に流動負債が990百万円減少したほか、固定負債も役員退職慰労引当金の減少等により292百万円の減少となる等、負債合計で1,282百万円の減少となった。一方、純資産は好調な業績を背景に、661百万円の増加となっている。

経営指標を見ると、同社が重視する生産性指標において従業員1人当たり売上高、経常利益ともに上昇し、生産性がさらに向上していることがわかる。また、自己資本比率は61.8%と4期ぶりに60%台に乗せたほか、その他の安全指標も改善している。在庫回転率が唯一悪化したのが、これは原材料の値上がり等を見込んで、在庫を積み増したことが主因となっており、在庫水準そのものも問題のないレベルと言えよう。全体的に見れば、業績の拡大にあわせて、安全性、収益性、生産性等いずれも改善が進んだと言える。



■財務状況と株主還元策について

貸借対照表

(単位：百万円)

	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期2Q
流動資産	15,874	18,528	21,310	20,920
（現預金）	3,396	2,790	4,798	4,671
（在庫）	2,341	2,670	2,746	3,125
固定資産	10,319	9,874	9,882	9,651
総資産	26,194	28,403	31,192	30,571
流動負債	10,071	11,551	12,462	11,471
固定負債	1,741	1,754	1,739	1,447
（有利子負債）	900	700	800	750
負債合計	11,812	13,305	14,201	12,918
純資産合計	14,381	15,097	16,990	17,652
負債純資産合計	26,194	28,403	31,192	30,571
（安全性）				
流動比率（流動資産÷流動負債）	157.6%	160.4%	171.0%	182.4%
自己資本比率（自己資本÷総資産）	54.9%	53.2%	54.5%	61.8%
D/Eレシオ（有利子負債÷自己資本）	6.3%	4.6%	4.7%	4.0%
（収益性）				
ROA（経常利益÷期中平均総資産）	5.5%	7.4%	9.2%	9.8%
ROE（純利益÷期中平均自己資本）	5.8%	7.1%	10.0%	10.4%
売上高営業利益率	3.6%	5.0%	6.5%	6.6%
（効率性）				
在庫回転率（売上原価÷期末在庫）	12.05	11.39	11.61	11.05
総資産回転率（売上高÷期末総資産）	1.36	1.36	1.32	1.45
（生産性）				
従業員1人当たり売上高	53.62	58.88	62.35	64.64
従業員1人当たり経常利益	2.08	3.07	4.17	4.41

配当性向を勘案し安定配当を目指す

(2) 株主還元策

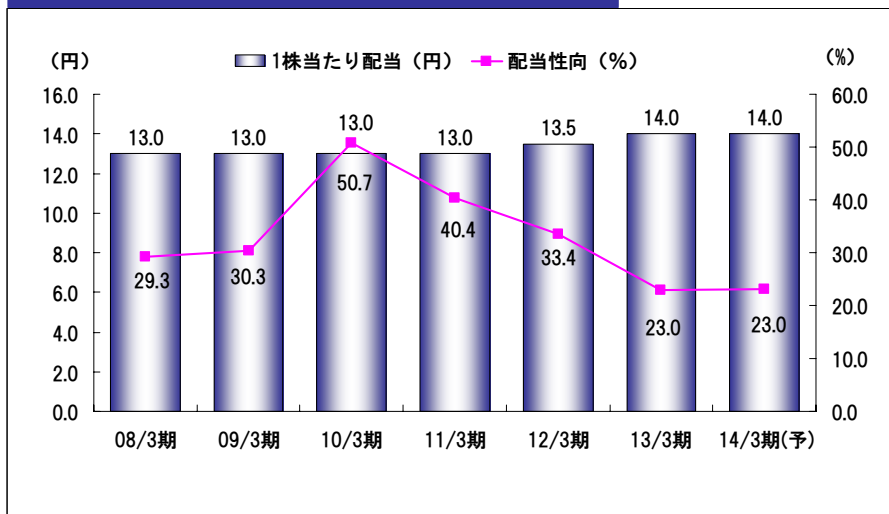
株主還元策として、同社は業績の拡大とともに増配することで応えてきた。配当の基本方針としては、「収益の向上」「企業価値の増大」を図りながら、配当性向を勘案し、安定配当を目指すとしている。2014年3月期の1株当たり配当金は14円と前期と同額を予想しており、配当性向は23.0%、現在の株価水準で見た配当利回りは2%程度となっている。

株価は好調な業績を評価して、年初から5割程度上昇した水準となっているが、一方で株主数は3月末の3,293名から9月末は2,898名と東証一部上場後では初めて減少に転じている。個人株主数の持分比率が42%から39%へ減少し、機関投資家の比率が同程度上昇したことが要因だ。今後、株主数の拡大を図るためには、業績の拡大もさることながら、株主還元策の強化が求められることになろう。



■財務状況と株主還元策について

配当金と配当性向の推移



※2012年1月に1→2株の株式分割を実施。1株当たり配当は過去に遡及して修正。

損益計算書

(単位：百万円)

	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期(予)
売上高	35,548	38,745	41,153	43,372
(対前期比)	-	9.0	6.2	5.4
売上原価	28,205	30,412	31,890	-
(対売上比)	79.3	78.5	77.5	-
販管費	6,067	6,406	6,597	-
(対売上比)	17.1	16.5	16.0	-
営業利益	1,275	1,926	2,664	2,884
(対前期比)	-	51.0	38.3	8.2
(対売上比)	3.6	5.0	6.5	6.7
経常利益	1,376	2,019	2,754	2,972
(対前期比)	-	46.7	36.4	7.9
(対売上比)	3.9	5.2	6.7	6.9
特別利益	263	0	0	-
特別損失	136	19	29	-
税引前利益	1,503	2,000	2,725	-
(対前期比)	-	33.1	36.2	-
(対売上比)	4.2	5.2	6.6	-
法人税等	669	954	1,120	-
(実効税率)	44.5	47.7	41.1	-
当期純利益	834	1,046	1,605	1,678
(対前期比)	-	25.4	53.5	4.5
(対売上比)	2.3	2.7	3.9	3.9
【主要指標】				
期中平均株式数(千株)	25,922	25,922	26,422	27,622
1株当たり利益(円)	32.1	40.3	60.7	60.7
1株当たり配当(円)	13.0	13.5	14.0	14.0
1株当たり純資産(円)	554.8	582.4	615.2	-
配当性向(%)	40.5	33.5	23.0	23.1
従業員数	663	658	660	-

※2012年1月に1→2株の株式分割を実施。1株当たり配当は過去に遡及して修正。



ディスクレマー（免責条項）

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ