BRIDGE REPORT
ブリッジレポート

Bridge Salon

Bridge Report　サンゲツ（８１３０）


安田 正介 社長

会社名	株式会社サンゲツ
証券コード	8130
市場	東証 1 部・名証 1 部
業種	卸売業(商業)
社長	安田 正介
所在地	名古屋市西区幅下 1-4-1
事業内容	インテリア専門商社最大手。壁紙、床材、カーテン、椅子生地などトータルインテリア商品の開発・販売を行う。壁紙は首位、カーテン、塩ビ・繊維系床材でも上位。創業は 1849 年。
決算月	3 月末日
HP	https://www.sangetsu.co.jp/

― 株式情報 ―

株価	発行済株式数（自己株式を控除）		時価総額	ROE（実）	売買単位
2,142 円	62,607,008 株		134,104 百万円	4.2%	100 株
DPS（予）	配当利回り（予）	EPS（予）	PER（予）	BPS（実）	PBR（実）
56.00 円	2.6%	72.06 円	29.7 倍	1,648.48 円	1.3 倍

*株価は 12/13 終値。発行済株式数は直近期決算短信より。ROE、BPS は前期末実績。

― 業績推移 ―

（単位：百万円、円）

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期利益	EPS	DPS
2013 年 3 月(実)	123,150	8,020	8,393	4,806	60.26	39.00
2014 年 3 月(実)	131,978	8,952	9,475	5,459	71.65	37.50
2015 年 3 月(実)	132,050	8,031	8,506	4,402	58.35	41.25
2016 年 3 月(実)	133,972	9,112	9,463	6,393	89.92	47.50
2017 年 3 月(実)	135,640	7,572	8,368	6,570	97.53	52.50
2018 年 3 月(実)	156,390	5,033	5,698	4,514	68.97	55.50
2019 年 3 月(予)	164,000	6,000	6,600	4,600	72.06	56.00

*2013 年 3 月期の DPS は記念配 3 円を含む。
*(予)は会社側予想。2015 年 4 月 1 日付で 1:2 の株式分割を実施。EPS、DPS は分割を遡及して計算。
*当期純利益は親会社株主に帰属する当期純利益。(以下、同様)

株式会社サンゲツの 2019 年 3 月期第 2 四半期決算概要などをご紹介致します。

―目次―

1. 会社概要
2. 2019 年 3 月期第 2 四半期決算概要
3. 2019 年 3 月期業績見通し
4. 中期経営計画(2017-2019)「PLG　2019」の取り組み
5. 今後の注目点
＜参考 1:中期経営計画「PLG 2019」＞
＜参考 2:コーポレートガバナンスについて＞

今回のポイント

・19 年 3 月期第 2 四半期の売上高は前年同期比横ばいの 759 億円。住宅、非住宅とも内装材需要が低調だった。17 年 12 月に M&A した Goodrich 社が寄与し海外事業は増収だった。Goodrich 社の販管費に加え、人件費、物流費など販管費は同 3.2%増加したが増収効果で吸収し、営業利益は同 3.3%増の 25 億円となった。壁装材の一部商品に安定供給問題が発生したため主力見本帳を回収し、その後再配付するなどの混乱があったことから売上高は計画を下回った。一方、見本帳経費の一部が下期にずれ込んだため利益は計画を上回った。

・19 年 3 月期の業績予想に変更は無い。売上高は前期比 4.9%増の 1,640 億円。売上総利益は増収率を上回る同 9.3%増。Goodrich 社の販管費、ロジスティクス費などによる販管費増を吸収し、営業利益は前期比 19.2%増の 60 億円。配当は前期比 0.5 円増配の 56.00 円／株を予定。予想配当性向は 77.7%。

・残念ながら見本帳の問題もあり、壁装材は想定を下回って低調な結果となった。ただ、床材、カーテン、椅子生地などのシェアは着実に上昇したようであり、業界トップという同社の強みに変わりは無い。
10 月より稼働したシステムについても、スタートにあたり混乱も生じたが、すでにほぼ終息に向かっている。また、これだけ総合的なシステムを構築することができるのは事業規模および資金力に勝る同社ならではである。
事業の持続性という観点からも新システムの構築完了・稼働開始は中長期的な事業拡大に資するものとなるであろう。さらに、東北地区で運用が始まった共配ネットワークについても、同社のスケールだからこそ各配送業者が合意・構築できたものであり、決算の数値自体は会社側も認めるように残念なものであったが、同社の競争優位性に変わりはないこと、その優位性を基盤とした施策がいくつも打たれていることには是非留意すべきだろう。

1．会社概要

壁紙、床材、カーテンなどインテリア商品の専門商社最大手。商社ではあるがデザインや機能など製品の企画・開発から手掛ける「ファブレス企業」。安定した業績を生み出すビジネスモデル、主要商品の高いシェア等が強み。グループ企業に、沖縄地区でのインテリア商品の販売を担う「株式会社サンゲツ沖縄」エクステリア商品の専門卸「株式会社サングリーン」、照明器具の企画、設計、製造、販売を行う「山田照明株式会社」、中国での事業展開の拠点「山月堂（上海）装飾有限公司」、米国の非住宅向けを中心とした壁装材製造販売会社「Koroseal Interior Products Holdings,Inc.」、施工能力の強化を通じて更なる受注獲得を目指す「フェアトーン株式会社」、カーテン専門の販売会社「株式会社サンゲツヴォーヌ」、東南アジアにおける内装材料販売会社である「Goodrich Global Holdings Pte., Ltd.」の 8 社を有する。

【沿革】

1849 年（嘉永 2 年）、表具（布や紙などを張って仕立てられた巻物、掛軸、屏風、襖、衝立、額、画帖など）を商う「山月堂」創業。1953 年、創業家により株式会社山月堂商店として株式会社化。1970 年代後半以降、東京、福岡、大阪を始め全国で事業展開。1980 年、名古屋証券取引所市場第 2 部に上場。1996 年、東京証券取引所市場第 1 部上場。海外にも進出し、トータルインテリアを供給するブランドメーカーとしての地位を確立する。
2014 年 4 月、安田正介氏が初めて創業家メンバー以外から代表取締役社長に就任。第 1 期（創業）、第 2 期（株式会社化）に次ぐ、第 3 期（第 3 の創業）として位置づけ、新たなステージに臨む。

【企業理念】

新たなステージに臨む同社では、変革のチャレンジを進める上で、2016 年 4 月、新ブランド理念を含めた企業理念を再構築した。
以下の、「社是」、「企業使命」、「サンゲツ三則」に新しい「ブランド理念」を合わせ、企業理念としている。

＜社是＞
誠実

＜企業使命＞
インテリアを通じて社会に貢献し、豊かな生活文化の創造に寄与します。

＜サンゲツ三則＞
創造的デザイン・信頼される品質・適正な市場価格

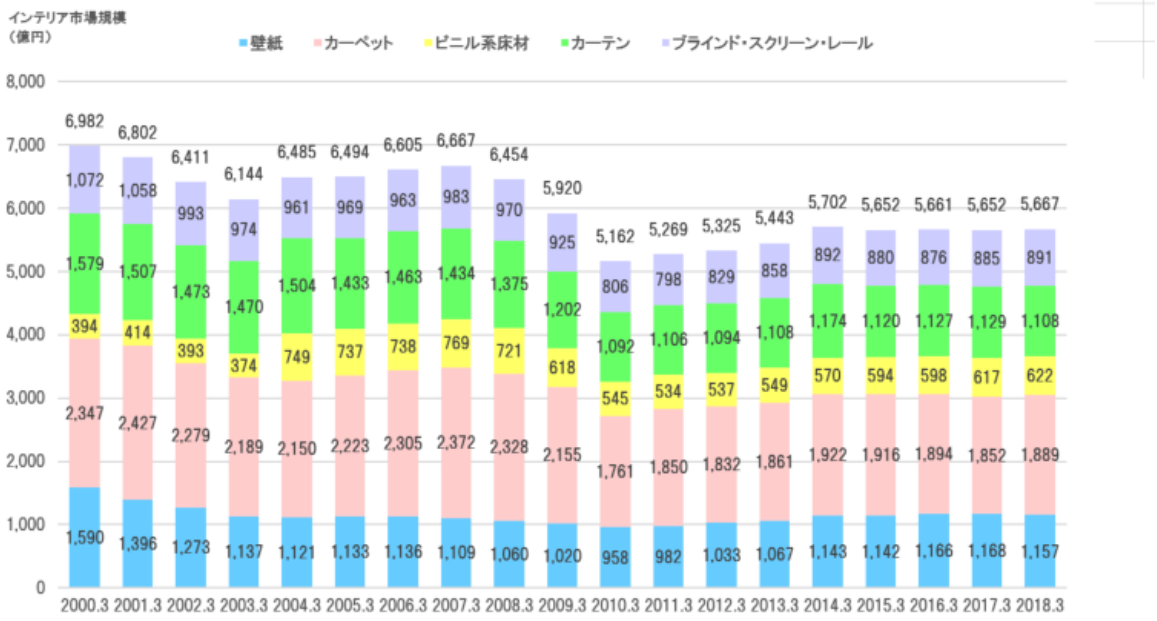
＜ブランド理念＞
ブランドステートメント「Joy of Design」を掲げ、ブランドパーパスとして「私たちは、新しい空間を創りだす人々にデザインするよろこびを提供します。」と謳っている。

インテリア商品の作り手と使い手、同社に関連する全てのステークホルダーとともに、新しい価値創造のよろこびを分かち合うことを目指す考えだ。

【市場環境】

◎概観

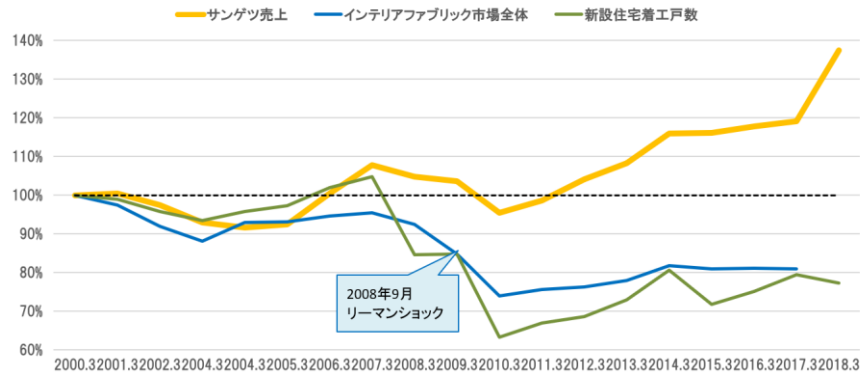
同社の主力商品である壁紙や床材の出荷状況は国内建設市場の動向に影響される。人口減少や家族構成の変化による新設住宅着工戸数の減少やデフレ経済における販売の低下で国内インテリア市場は下のグラフの様に、縮小傾向にある。



＊一般社団法人日本インテリアファブリックス協会「平成28年度のインテリアファブリックスの概況より」

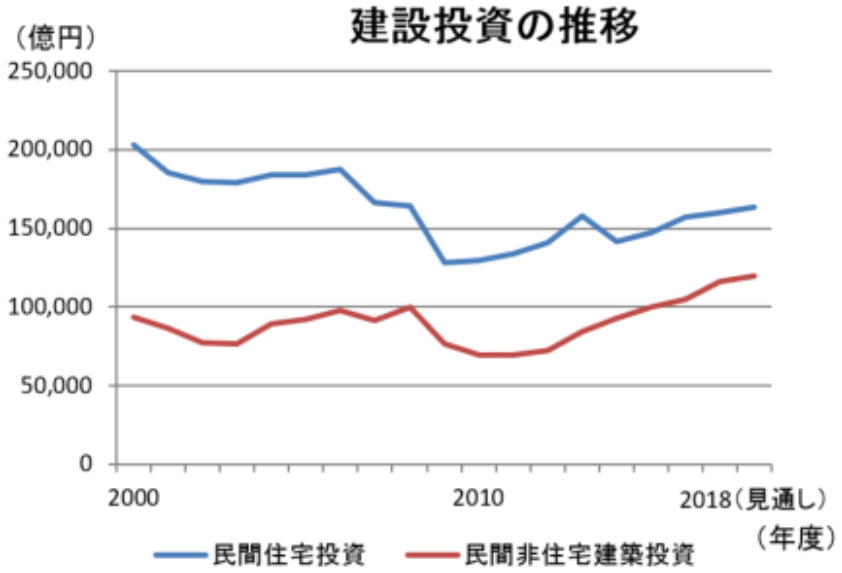
（同社資料より）

一方、下のグラフは、同社売上高、国内インテリア市場、新設住宅着工戸数（国土交通省発表）の推移を比較したもの。同社の売上高及び国内インテリア市場の動向は、新設住宅着工戸数にほぼリンクしてきたが、リーマンショック後の動きを見ると、市場全体及び新設住宅着工件数は低水準で推移しているのに対し、同社売上高は過去最高を連続して更新している。

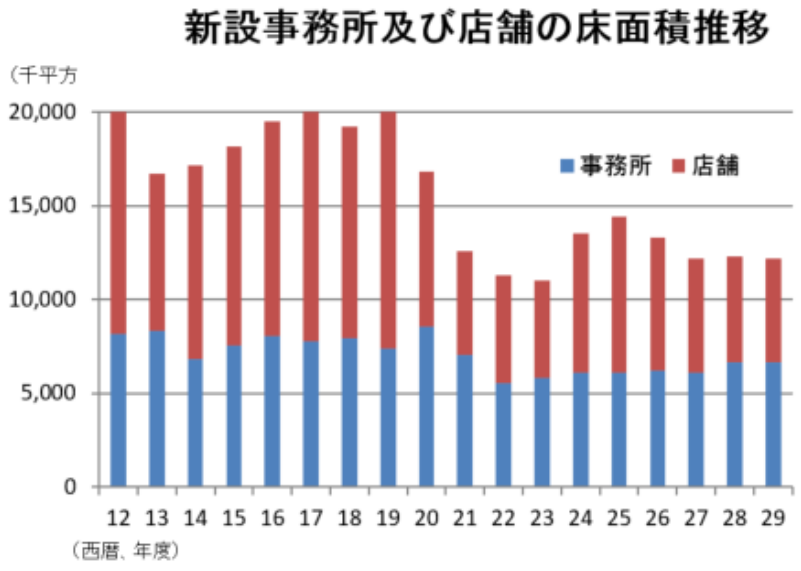


＊2000年3月期（1999年度）を100としてグラフ化。インベストメントブリッジ

これは、M&A に加え、民間住宅以外に非住宅市場の開拓に注力してきたことによるものである。



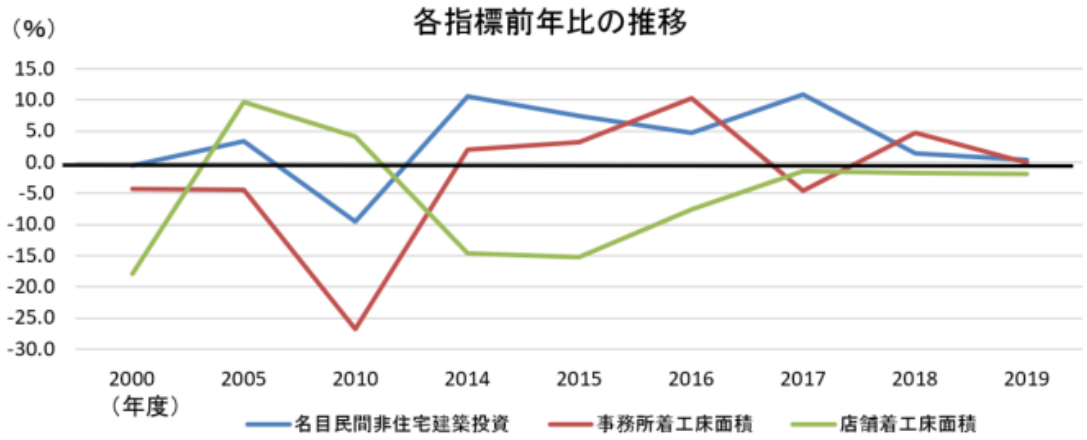
（国土交通省「平成30年度　建設投資見通し」より弊社作成）



（国土交通省「建築着工統計調査報告」より、弊社作成）

国土交通省発表の「建設投資見通し」によれば、民間住宅建築投資、民間非住宅建築投資ともにリーマンショック後は回復途上にあるが、民間住宅建築投資が未だ2000年レベルの8割の水準であるのに対し、民間非住宅建築投資は同レベルを超えている。

一方、一般財団法人 建設経済研究所が発表した「建設経済モデルによる建設投資の見通し」（2018 年 10 月 25 日発表）によれば、名目民間非住宅建築投資の対前年度伸び率は、2014 年度 10.6%増、2015 年度 7.4%増、2016 年度（見込み）4.8%増、2017 年度（見通し）10.9%増の後、2018 年度（見通し）1.5%、2019 年度（見通し）0.4%と急速にスローダウンする見通しとなっている。
着工床面積も、事務所が 16 年度の 10.3%増から 17 年度は一転して 4.6%減、18 年度（見通し）は 4.8%と回復するが、19 年度（見通し）は再び 0.0%へ低下する見通しで、店舗も 14 年度以降前年割れが続く見通しとなっている。
2020 年の東京オリンピック・パラリンピックを控え、民間非住宅市場は新設、リニューアルも含め需要は堅調である一方、人手不足によるボトルネックが生じているとの見方もあり、不透明感が残っている。



＊一般財団法人 建設経済研究所「建設経済モデルによる建設投資の見通し（2018年10月）」より弊社作成。
名目民間非住宅建築投資は15年度まで実績、16年度、17年度は見込み、18年度、19年度は見通し。
事務所および店舗床面積は17年度まで実績、18年度、19年度は見通し。

◎同業他社

インテリア、内装材を扱う主な同業他社としては以下の 8 社が挙げられる。

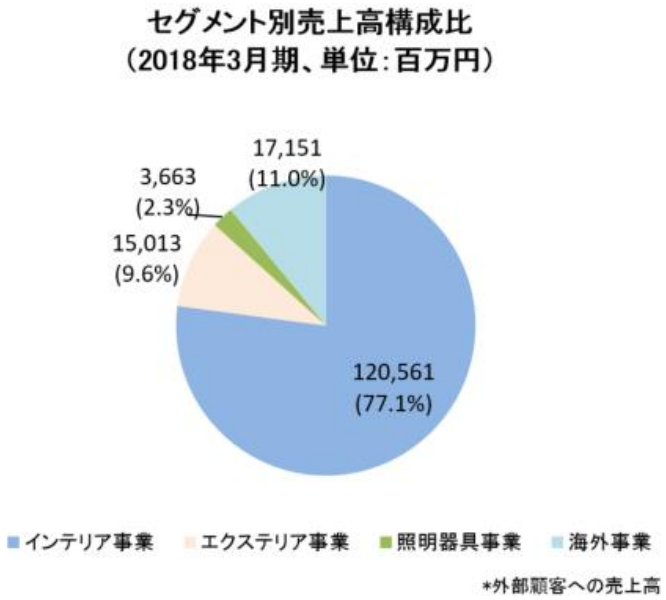
（単位：百万円、倍）

コード	企業名	売上高	増収率	営業利益	営業増益率	営業利益率	時価総額	PER	PBR	ROE
3501	住江織物	97,500	−0.4%	3,100	+37.9%	3.2%	2,105	10.9	0.6	3.2%
4206	アイカ工業	185,000	+13.0%	20,800	+8.9%	11.2%	254,650	19.0	2.1	10.1%
4215	タキロンシーアイ	150,000	+1.5%	8,600	+2.8%	5.7%	62,804	10.5	0.9	9.6%
4224	ロンシール工業	20,540	−0.7%	1,700	−20.2%	8.3%	8,274	6.8	0.5	11.1%
5956	トーソー	22,800	+1.5%	720	−9.5%	3.2%	5,269	12.0	0.5	4.4%
7971	東リ	91,500	+0.2%	2,350	−33.3%	2.6%	18,444	12.3	0.5	7.2%
7989	立川ブラインド工業	41,400	+3.2%	3,750	+2.9%	9.1%	23,817	10.2	0.7	7.0%
8130	**サンゲツ**	**164,000**	**+4.9%**	**6,000**	**+19.2%**	**3.7%**	**137,234**	**30.4**	**1.3**	**4.2%**
9827	リリカラ	33,900	+2.5%	180	+72.3%	0.5%	2,225	111.0	0.4	−5.2%

＊業績は今期会社予想。時価総額、PER、PBR は 2018 年 12 月 3 日終値ベース。ROE は前期実績。

【事業内容】

壁紙、床材、カーテン、椅子生地などインテリア商品の企画開発及び販売が中心事業。生産設備を持たない「ファブレス経営」が特色だが、単なる商社ではなく、扱う商品はすべて自社で企画・デザイン・開発を行っている。子会社を通じてエクステリア事業、照明事業も展開している。また 2019 年 3 月期から連結対象となった Goodrich 社を含めた子会社 3 社により海外事業も展開している。



①「インテリア事業」

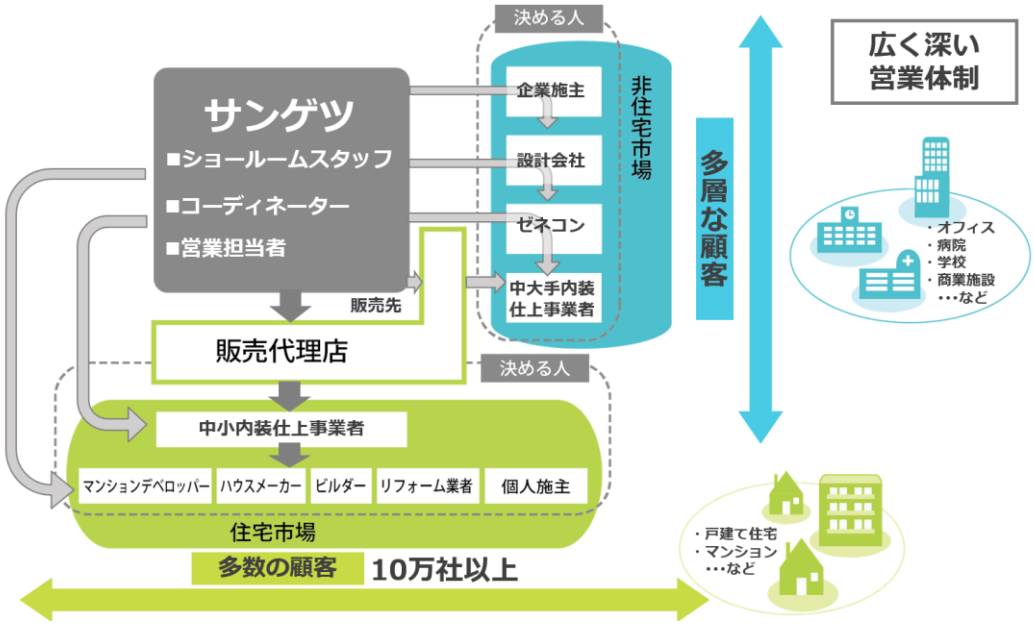
（2018 年 3 月期　売上高　120,561 百万円、営業利益　5,752 百万円）

◎主な取扱商品

壁紙	同社の主力商品。住宅から非住宅分野まで幅広く利用される壁装材。近年では汚れ防止や消臭、キズが付きにくいなどの性能を持つ機能性壁紙も人気。また、部屋の一面あるいは一部だけ色やデザインの異なる壁紙を使う「アクセントクロス」は住空間の魅力を高め、賃貸管理会社とのコラボレーションが進んでいる。
クッションフロア	住宅用と店舗用のタイプがあり、アパートやマンションなどでも多く利用されているシート系床材。木目・石目など豊富なデザインとクッション性が特長の幅広い用途を持つアイテム。
長尺塩ビシート	医療・福祉施設や商業スペース、教育施設などに多く利用されるシート系床材。安全、衛生面に配慮した機能のほか、優れたメンテナンス性による管理維持コストの削減、環境負荷の低減にも繋がる性能を持つアイテムなどがある。
インレイドシート	医療・福祉施設や教育施設にも使用されるシート系床材。摩耗しても同じ柄が現れる構造に加え、ワックスがけ不要などの優れたメンテナンス性が施設の維持管理コストや環境負荷を低減する。
フロアタイル	商業施設や教育施設、また戸建やアパート、マンションにも利用される幅広い用途をもつ、タイル状の塩ビ床材。ウッドやストーンなどモチーフとなる素材を高い印刷技術と精緻なエンボス加工で表現した意匠性の高さも特長。
カーペット・カーペットタイル	カーペットは、住宅からオフィスや商業施設、ホテル、旅館まで幅広い用途で利用される繊維系床材。多彩なデザインと高い機能性を備える。カーペットタイルの多くは 50 センチ角のタイル状で貼り替えも手軽な上、メンテナンス性にも優れている。
カーテン	同社が取扱うのはすべてオーダーカーテン。好みや部屋の条件に合ったデザイン、サイズで窓まわりを装飾できるのが特長。デザイン性豊かな厚手のカーテンのほか、外から室内が見えにくいミラー調レースや遮熱などの機能性アイテムも人気。

商品数は約 12,000 点と他に類を見ない多彩なラインアップを誇っている。
主力の壁紙で商品数は約 4,200 点。2 年毎に見本帳の更新を行っているが（カーテンは 3 年毎）、旧い商品を見本帳から外し、新しい商品に入れ替える所謂「改廃率」は壁紙で 30～40%程度。廃止されたデザインの商品は破棄しなければならないため無駄が発生してしまうが、見本帳の鮮度もユーザー満足度を高める重要な要素であり、同社の体力や長年に亘るノウハウの蓄積により効率と鮮度のバランスを取っている。

◎営業体制
名古屋の本社の他、全国に 8 か所の支社、51 か所の支店・営業所・事務所を持ち、重要な営業拠点として 9 か所のショールームを有している。



（同社資料より）

最終的に商品を納入し、売上を立て、代金が入金されるのは上図右の川下の内装仕上げ段階で、主な相手先は代理店を通じた内装工事業者やインテリアショップ、建材店となるが、その前工程での商品PRも重要だ。
住宅やビルが竣工するまでには、発注者（施主）、設計事務所、デザイン事務所、ゼネコン、サブコン、ハウスメーカーなど、数多くのプレーヤーがかかわっており、インテリアをデザインや機能から最終的に選択する意思決定は川上から始まっているケースも多数ある。
そのため、同社では見本帳、ショールームなど様々な機会を通じて商品のPRを行っている。もちろん「待ち」のみでなく、コントラクト営業部（全国的に法人顧客をカバー）をはじめとした全国の営業員約 450 名が、各担当先に足を運び情報提供・収集、提案を行っている。主として代理店を経由した販売スタイルをとっているが（名古屋を中心とした中部地域の一部では直接販売）、顧客数は中部地域だけで約 6,000 社。代理店を通しているので正確な数字は把握できていないが、全国の顧客数は数万社にのぼる。

◎物流体制
全国 12 か所に物流センターを含めた物流施設を保有している。
東・名・阪・福はほぼ全商品が常に在庫されており、出荷点数は一日 6 万点に上るが、欠品率は 1 日平均で約 0.14%（約 70 点程度）となっている。周辺の物流センターから即座にカバーする事で、納期待ちを依頼する事はレアケースである。内装の工期に合わせた「Just in Time」を全国物流ネットワークによって実現している。仕入先は約 100 社と広範囲に亘っている。

②「エクステリア事業」
（2018 年 3 月期 売上高 15,013 百万円、営業利益 439 百万円）
2005 年に子会社化した株式会社サングリーンが門扉、フェンス、テラスなどのエクステリア商品を国内で販売している。

③「照明事業」

（2018 年 3 月期　売上高　3,663 百万円、営業利益　−137 百万円）

2008 年に子会社化した山田照明株式会社がダウンライト、Zライトなどの一般照明器具を国内外で販売している。

④「海外事業」

（2018 年 3 月期　売上高　17,151 百万円、営業利益　−870 百万円）

中期経営計画（2017−2019）「PLG 2019」の事業戦略において、海外を重点注力市場と位置付けて連結経営管理することとしたため、2018 年 3 月期第 1 四半期より新たに設けられたセグメント。2016 年 11 月に買収した Koroseal Interior Products Holdings,Inc.、2016 年 4 月に設立した山月堂（上海）装飾有限公司および 2017 年 12 月に買収した Goodrich Global Holdings Pte. Ltd.の 3 社で構成される。

【ROE 分析】

	12/3 期	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期
ROE (%)	3.5	4.1	4.6	3.7	5.6	6.0	4.2
売上高当期純利益率（%）	3.50	3.90	4.14	3.33	4.77	4.84	2.89
総資産回転率（回）	0.84	0.88	0.93	0.91	0.95	0.88	0.92
レバレッジ（倍）	1.18	1.19	1.20	1.21	1.24	1.41	1.58

新中期経営計画では 2019 年度（2020 年 3 月期）の定量目標を ROE 8～10%としている。
資本政策に基づく自己資本の削減に加え、収益性向上のための取り組みが課題となろう。

【特徴と強み】

①安定した収益を生み出すビジネスモデル

同社は製造部門を持たない「ファブレス経営」の先駆けとも言うべき存在で、製造部門を持たないため固定費負担が小さい。また、商品数 12,000 点、仕入先 100 社以上、顧客数万件と、多くの面で分散が効いており、建設市場動向に連動する景気敏感型企業でありながら業績変動は決して大きくなく、設立以来赤字決算を行ったことが無い。

②「創る」・「提案する」・「届ける」

「創る」

同社は商品の製造を行ってはいないが企画・デザイン・開発は自社で行っている。昭和 40 年に初のオリジナル壁紙を発売。昭和 48 年に制定以降、現在も守り続けられているサンゲツ三則にある「創造的デザイン」に力を入れており、積極的な投資を行っている。
同社で様々なデザインをベースに約 25 名の企画担当者が、デザインを練り上げ、同社オリジナルデザインを開発している。担当者育成は海外の展示会への参加、営業の意見のヒアリング、デザイン顧問とのディスカッションなど、OJTで行っている。若い感覚をより積極的に採用していく方針だ。商品ラインアップは他社には例を見ない約 12,000 点。また 2～3 年ごとに定期的に改訂する約 30 種類の見本帳も他社にはない同社の大きな特徴。



（同社資料より）

「提案する」

同社の営業スタッフ数は全従業員数のおよそ 3 分の 1 に当たる約 450 名で、業界最大である。
全国 8 支社、51 拠点で前述のような、提案営業を展開している。9 か所のショールームには約 45 名のショールームスタッフが在籍。また、各商品を組み合わせた室内空間を顧客にイメージしてもらうためのデザインボードを作成するインテリアデザインスタッフが約 40 名おり、その提案力も業界最高水準となっている。




（同社資料より）

「届ける」

先述の様に、商品の全点常備在庫を行い、内装工期に合わせて「Just in Time」を実現する全国の物流ネットワークを有するのは同社の強みである。
ただ、全点在庫は一方で過剰在庫や低効率につながりかねず、同社の様な注文に応じて正確に加工して出荷する加工物流において、ロス率を上げない正確な加工技術とスピードが重要な要素となる。
通常、壁紙は1ロール 50m。30mの注文があった場合、同社の場合は正確に 30mでカットして出荷し、加工後残った素材は次の注文に合わせ効率的にカットし、なるべく無駄が出ないように加工する。こうした加工技術は同社が長年蓄積してきた貴重なノウハウによるものである。




（同社資料より）

2. 2019 年 3 月期第 2 四半期決算概要

（1）業績概要

（単位： 百万円）

	18/3 月期 2Q	構成比	19/3 月期 2Q	構成比	前年同期比	計画比
売上高	75,503	100.0%	75,963	100.0%	+0.6%	-3.8%
売上総利益	23,120	30.6%	23,862	31.4%	+3.2%	-4.2%
販管費	20,697	27.4%	21,359	28.1%	+3.2%	-6.7%
営業利益	2,423	3.2%	2,503	3.3%	+3.3%	+25.2%
経常利益	2,805	3.7%	2,973	3.9%	+6.0%	+29.3%
四半期純利益	1,810	2.4%	2,005	2.6%	+10.8%	+25.4%

売上横這い・微増益。利益は計画を上回る。

売上高は前年同期比横ばいの 759 億円。住宅、非住宅とも内装材需要が低調だった。17 年 12 月に M&A した Goodrich 社が寄与し海外事業は増収だった。

Goodrich 社の販管費に加え、人件費、物流費など販管費は同 3.2%増加したが増収効果で吸収し、営業利益は同 3.3%増の 25 億円となった。

壁装材の一部商品に安定供給問題が発生したため主力見本帳を回収し、その後再配布するなどの混乱があったことから売上高は計画を下回った。一方、見本帳経費の一部が下期にずれ込んだため利益は計画を上回った。

（2）セグメント別動向

（単位：百万円）

	19/3 期 2Q	構成比	前年同期比	計画比
売上高				
インテリア事業	56,621	74.5%	-1.8%	-3.6%
壁装材	27,278	35.9%	-3.4%	-
床材	20,131	26.5%	-0.5%	-
ファブリック	3,929	5.2%	+8.5%	-
その他	5,281	7.0%	-4.9%	-
エクステリア事業	7,307	9.6%	-2.0%	-3.5%
照明事業	1,902	2.5%	+6.2%	+9.9%
海外事業	10,342	13.6%	+17.9%	-7.2%
調整額	-211	-	-	
合計	75,963	100.0%	+0.6%	-3.8%
営業利益				
インテリア事業	2,372	4.2%	-5.1%	+10.8%
エクステリア事業	180	2.5%	-25.0%	-21.7%
照明事業	2	0.1%	-	-
海外事業	-63	-	-	-78.3%
調整額	11	-	-	-
合計	2,503	3.3%	+3.3%	+25.2%

＊営業利益の構成比は営業利益率。ファブリック事業は、カーテンと椅子生地を合わせたもの。

①インテリア事業

減収・減益。

＜壁装材＞

減収。東京オリンピックや首都圏を中心とする都市再開発需要の増加を背景に、非住宅向けの不燃認定壁紙見本帳「FAITH」の売上が堅調に推移。また、フィルム営業部による商品特化型の営業活動が奏功し、粘着剤付化粧フィルム「リアテック」と「ガラスフィルム」も好調だった。一方、住宅市場においては総出荷量減に加え低価格シフトが進んでいる。

一部商品に安定供給問題が発生したため、見本帳を一旦全て回収し再作成・再配付したことも影響した。

なお、特定の仕入先からの一部の商品において品質問題が発生し、お客様相談室を設置の上、仕入先と連携しつつ商品の施工先住居、施設等に対する補修対策を実施している。この補修に係る費用は仕入先によって全額負担されており、同社では損失計上されていない。

＜床材＞

減収。商業施設や賃貸住宅等において、床用塩ビタイルの売上が継続して堅調に推移。また、8 月にはオフィスなど非住宅向けの繊維系床材見本帳「カーペットタイル NT-700」を発売し、全国で新作展示会を開催したほか、施工講習会の開催など市場への浸透に注力した。一方、非住宅市場での大型物件の納品が一巡したこと、医療・福祉分野における昨年からの新築着工面積の減少が影響している。

＜ファブリック＞
増収。住宅市場での販売が順調に推移し、住宅向けカーテン見本帳「STRINGS」、ワンプライスによる選びやすさを追求したカーテン見本帳「Simple Order」が好調だった。また、カーテン専門の販売会社「サンゲツヴォーヌ」では、東京・大阪・名古屋・福岡の主要4都市での営業体制を整備した。

＜その他＞
減収。施工体制を担うフェアトーン株式会社の業績、施工代などを含んでいる。

②エクステリア事業
減収・減益。
販売の主力となるガーデン製品のほか、門周り全体をデザインした「ファサードエクステリア」、宅配ボックスや IoT などデジタル技術を融合した商品など、市場の変化に対応した商品の拡販に注力したが、他社との競争が激化する中、猛暑や台風等の自然災害の発生も影響した。

③照明器具事業
増収・黒字転換。
インバウンドやオリンピック需要増加に伴うコントラクト市場の好調を背景に、ホテル・宿泊施設分野で売上が伸長した。また、サンゲツのコントラクト営業部とともに営業活動を強化し、事業シナジーの創出に取り組んだ。重点分野である道路照明の強化を進めるとともに、販管費の削減にも努めた。

④海外事業
増収・損失縮小。
北米市場を担うKoroseal社ではホテル市場を中心にデジタルプリントや粘着剤付化粧フィルム「リアテック」の販路拡大が進んだ。
中国市場を担う山月堂（上海）では、中国国内における従来のスケルトン販売からインフィル化への推奨が追い風となり、レジデンシャル分野、医療・福祉分野で壁紙と塩ビ系床材等の納品が進んだ。
今期より連結対象となった Goodrich 社では、サンゲツグループとのシナジー効果を高める仕組みづくりに努めた。
前期は買収時在庫評価の調整により粗利が減少したが今期解消した。

（3）財務状態、キャッシュ・フロー、CCC
◎主要BS
（単位：百万円）

	18/3 月末	18/9 月末		18/3 月末	18/9 月末
流動資産	94,621	89,773	**流動負債**	34,275	31,206
現預金	22,482	25,933	**仕入債務**	24,081	21,204
売上債権	49,805	44,468	**固定負債**	30,573	30,674
有価証券	2,003	300	**長期借入金**	17,404	18,899
たな卸資産	16,961	17,754	**負債合計**	64,848	61,881
固定資産	76,373	75,317	**純資産**	106,146	103,209
有形固定資産	36,627	35,798	**株主資本**	103,012	100,498
無形固定資産	20,177	19,043	**自己株式**	-4,577	-2,641
投資その他の資産	19,568	20,474	**負債純資産合計**	170,995	165,091
資産合計	170,995	165,091	**自己資本比率**	61.5%	62.0%

売上債権の減少などで流動資産は前期末に比べ 48 億円減少。固定資産は無形固定資産の減少などで同 10 億円減少した結果、資産合計は同 59 億円減少の 1,650 億円となった。流動負債は仕入債務の減少などで同 30 億円減少。固定負債はほぼ変わらず、負債合計は同 29 億円減少の 618 億円となった。利益剰余金の減少などで純資産は同 29 億円減少し、1,032 億円となった。自己資本比率は前期末の 61.5%から 0.5%上昇し 62.0%となった。

◎キャッシュ・フロー （単位：百万円）

	18 年 3 月期 2Q	19 年 3 月期 2Q	増減
営業 CF	974	4,371	+3,397
投資 CF	−2,451	5,269	+7,720
フリーCF	−1,477	9,640	+11,117
財務 CF	−4,947	−3,944	+1,003
現金同等物残高	16,763	25,406	+8,643

売上債権の減少などで営業 CF のプラス幅は拡大、投資有価証券の取得による支出が減少。投資 CF およびフリー CF はプラスに転じた。自己株式の取得による支出の減少などで財務 CF のマイナス幅は縮小した。
キャッシュポジションは上昇した。

◎CCC

	15 年 9 月末	16 月年 9 月末	17 年 9 月末	18 年 9 月末
売上債権回転期間	112.5	112.6	108.3	102.5
棚卸資産回転期間	42.0	42.5	52.5	49.4
仕入債務回転期間	49.2	71.3	68.6	71.2
CCC	**105.3**	**83.8**	**92.2**	**80.7**

各種取り組みにより CCC は目標とする 60～75 日に近づいている。

3. 2019 年 3 月期業績見通し

（1）業績見通し （単位： 億円）

	18 年 3 月期	構成比	19 年 3 月期（予）	構成比	前期比	進捗率
売上高	1,563.9	100.0%	1,640.0	100.0%	+4.9%	46.3%
売上総利益	475.7	30.4%	520.0	31.7%	+9.3%	45.9%
販管費	425.3	27.2%	460.0	28.0%	+8.1%	46.4%
営業利益	50.3	3.2%	60.0	3.7%	+19.2%	41.7%
経常利益	56.9	3.6%	66.0	4.0%	＋15.9%	45.0%
当期純利益	45.1	2.9%	46.0	2.8%	+1.9%	43.5%

＊予想は会社側発表

業績予想に変更無し。増収増益、利益率も上昇

業績予想に変更は無い。売上高は前期比 4.9%増の 1,640 億円。売上総利益は増収率を上回る同 9.3%増で粗利率も 1.3 ポイント上昇。Goodrich 社の販管費、ロジスティクス費などによる販管費増を吸収し、営業利益は前期比 19.2%増の 60 億円。配当は前期比 0.5 円増配の 56.00 円／株を予定。予想配当性向は 77.7%。

（2）セグメント別動向 （単位：億円）

	18/3 期	構成比	19/3 期（予）	構成比	前期比	進捗率
売上高						
インテリア事業	1,208.5	77.3%	1,230.0	75.0%	+1.8%	46.0%
エクステリア事業	150.1	9.6%	152.0	9.3%	+1.2%	48.1%
照明器具事業	36.6	2.3%	36.5	2.2%	−0.4%	52.1%
海外事業	171.5	11.0%	225.5	13.8%	+31.5%	45.9%
調整額	−2.9	−	−4.0	−	−	−
合計	1,563.9	100.0%	1,640.0	100.0%	+4.9%	46.3%

営業利益	18/3 期	対売上比	19/3 期（予）	対売上比	前期比	進捗率
インテリア事業	57.5	4.8%	62.5	5.1%	+8.7%	38.0%
エクステリア事業	4.3	2.9%	4.0	2.6%	-6.9%	45.1%
照明器具事業	-1.3	-	-1.2	-	-	-52.1
海外事業	-8.7	-	-5.3	-	-	-46.5
調整額	-1.5	-	-	-	-	-
合計	50.3	3.2%	60.0	3.7%	+19.2%	41.7%

4. 中期経営計画（2017-2019）「PLG 2019」の取り組み

（1）機能強化

全社的に各機能を強化するため 1979 年に導入した旧基幹システム（受発注処理対応など業務処理を中心としたもの）に代わり、経営・事業を支援する新基幹システムが 2018 年 10 月に稼働を開始した。
SAP の基幹システムを中心に、受発注「営業コア」、オンライン受注「EDI」、営業支援「Salesforce」、商品統合 DB「eBASE」、物流・出庫「WMS」を稼働させ、将来的には営業、調達、物流におけるデータ活用を強化する。

（2）営業体制

（Value Chain）
壁装材において一部商品に安定供給問題が発生したため、見本帳を一旦全て回収し再作成・再配付を行ったことに加え、10 月 1 日にスタートした新システムで、トラブルが発生し営業前線が混乱したが現在はほぼ終息した。
今後同様な事態とならないよう体制の再強化を図っている。

（商品軸）
18 年 4 月、フィルム営業部を新設した。上期のフィルム販売増に大きく貢献している。

（地域軸）
18 年 6 月登記によりサンゲツ沖縄を設立した。
地域密着による営業活動を強化するとともに、ショールーム併設で提案力を強化する。

（3）ロジスティクス機能

（拠点間輸送）
これまで仕入先が全国 8 支社に個別配送を行ってきたものを、仕入先は新設した中部 LC（ロジスティクスセンター）と北関東 LC の 2 拠点へ配送。同社が拠点間輸送を行うことにより仕入れの効率化を図る計画であったが、昨今の運送費上昇の中、仕入原価削減メリットを拠点間および各支社への輸送費増が上回る結果となってしまった。
このため、計画を見直し、拠点間輸送は継続するとともに両 LC の輸入品受入拠点としての機能を強化し、海外取扱品の増加に対応することとした。
この見直しに伴う更なる投資の必要はない。

（4）海外事業の課題と対策

◎Koroseal
課題として、「ホテル・宿泊施設を中心としたコントラクト市場の停滞」、「非効率な製造体制（高ロス率・多数の要員）」、「新商品投入の遅れ」を認識している。

そこで、2019 年 4 月から 6 月にかけて新規設備および一貫ラインの 2 系列を導入する。
商品ラインアップを拡充させるため、18 年 1 月および 7 月には自社製造の新デザインを投入したほか、ヨーロッパ有力非住宅向け壁紙メーカーVESCOM 品の取り扱いを開始した。特殊品（極薄ベニア・ペイント・リアテック・カーテン・椅子生地）の販売にも注力していく。

◎Goodrich
「他社ブランド品 Agency business と自社ブランド品 Principal business の混在」、「買収前における中堅社員の離職と世代交代の遅れによる営業体制の弱体化」、「グループ各社間における責任・レポート体制の整備不全」を課題として挙げている。
東南アジア一円をカバーしているため多数の拠点を有しているが、マレーシア・香港・中国が 100%子会社であるのに対して、タイ・UAE は一部出資、インド・インドネシアはパートナーとそれぞれの拠点との連携状況がまちまちである点が課題である。

対策として、「Principal business の強化」、「19 年 1 月付け人事による組織再編・世代交代の促進」、「Headquarters 機能の強化によるグループ横断的な責任・レポート体制の確立」を進める。

（5）商品力強化
以下の見本帳を新たにリリースした。



（6）人的資源の強化
健康経営優良法人「ホワイト 500」の 2018 年度版を取得したほか、「企業・団体等の枠組みを超えて LGBT が働きやすい職場づくりを日本で実現する」指標である PRIDE 指標 2018 シルバー認定を取得した。
また、財政上および社員向けサービス内容の有利さから自社運営の健康保険組合を 19 年 4 月からスタートさせる予定である。このほか、「給食部門」において健康に資する要素を含む栄養バランスのとれた食事「スマートミール」を提供しているとしてスマートミール認証を取得し、認証事業所に選定された。

（7）収益管理体制強化
路線便について 18 年 5 月から運賃の徴収を開始した。
また、競争力のある地域特性に合わせた自社配送体制の拡充を進めている。
具体的には、東北地区では共配ネットワークを構築し、18 年 7 月から運用を開始したほか、中四国地区では積み替えのために一時的に荷物を下ろすデポ機能の強化に取り組んでいる。山口県、広島県でそれぞれ 8 月、10 月に開始した。また、九州地区では積載量の増加を受け、18 年 4 月より南九州方面への配送力を強化した。
原材料の上昇、ロジスティクス機能の強化などを要因に、18 年 10 月より 15～20%の幅で商品の値上げを実施した。第一段階としては当初の予定通り進んでおり、今後も理解を求め徐々に浸透させていく。

（8）ESG／CSR

各テーマに対して以下のような取り組みを行った。

＜E：環境＞

- 環境レポートを発行した。
- GHG（温室効果ガス）排出量削減の取り組み加速と同時に事故削減による保険料の削減と燃料費の削減を図る「エコドライブコンテスト」で環境大臣賞を受賞した。

＜S：社会＞

- 本業を通じた社会貢献として行っている児童福祉施設改装支援の上期実績は 9 件だった。年間目標を 20 件としている。
- 引続きダイバーシティを推進した。

＜G：ガバナンス＞

- 18 年 7 月、東京で個人株主向け会社説明会を実施した。
- 18 年 9 月には初めて監査等委員取締役と機関投資家の懇談会を実施した。

（9）自己株式取得の推移

今上期は 3 回にわたり合計 131 万株、29 億円の自己株式を取得した。
また 2 回に分け合計 220 万株の自己株式を消却した。
18 年 9 月末の自己資本は 1,023 億円で、中計で掲げている 2019 年度（最終年度）目標 1,050～1,000 億円に既に達している。

5. 今後の注目点

前回のレポートで「第 2 四半期以降のインテリア事業の回復スピードを注目したい。」と書いたが、残念ながら見本帳の問題もあり、壁装材は想定を下回って低調な結果となった。ただ、床材、カーテン、椅子生地などのシェアは着実に上昇したようであり、業界トップという同社の強みに揺るぎは無い。
10 月より稼働したシステムについても、スタートに当たり混乱も生じたが、すでにほぼ終息に向かっている。また、これだけ総合的なシステムを構築することができるのは事業規模および資金力に勝る同社ならではである。
事業の持続性という観点からも新システムの構築完了・稼働開始は中長期的な事業拡大に資するものとなるであろう。さらに、東北地区で運用が始まった共配ネットワークについても、同社のスケールだからこそ各配送業者が合意・構築できたものであり、決算の数値自体は会社側も認めるように残念なものであったが、同社の競争優位性に変わりはないこと、その優位性を基盤とした施策がいくつも打たれていることには是非留意すべきだろう。

＜参考 1：中期経営計画(2017-2019)「PLG 2019」概要＞

◎ビジョン

「社是：誠実」、「ブランド理念：Joy of Design」のもと、中期経営計画(2017-2019)「PLG 2019」においては、「多様な商品と機能と高い専門性を持ち、国内外で強固な市場を持つ企業グループ構築をする。」ことを目指していく。

P は Personal。専門性を持ったプロ人材となる。社外との強い人的関係を結ぶ。
L は Local。各地域での強固な市場ポジションを確立する。
G は Global。商品・デザインのグローバル化。

◎2019 年度（最終年度）目標

目標	ROE 8～10%
付随目標	・ 売上高 1,650～1,750 億円 ・ 当期純利益 80～100 億円 ・ 自己資本 1,050～1,000 億円 ・ CCC 75～60 日

前中計に引き続き、全てのステークホルダーとの共調を志向しながら資本効率性の向上に注力する。
売上高目標の内訳は、以下の通り。

インテリア事業	1,220～1,260 億円
エクステリア事業	155～160 億円
照明事業	50 億円
海外（北米、中国、東南アジア）	225～280 億円
合計	**1,650～1,750 億円**

◎テーマ

基本方針として「内装材事業(企画・調達・物流・販売)の地理的拡大、機能強化」を掲げ、以下の 5 つの基本施策を推進する。

（1）成長の為の事業戦略

①安定的かつ基礎的収益源である日本市場において、バリューチェーンでの機能強化・取組領域の拡大により収益の安定的成長を実現

「国内外有力サプライヤーとのアライアンスを通じた材料・原料を含めた商品開発・調達」、「インテリアコーディネーション提案・施工力の強化」、「代理店との連携・協業強化」、「社内営業体制の見直し」などを進める。

②成長力のある海外市場での活動を強化、地理的な展開を拡大するとともに商品面・機能面での拡充を実行

北米（米国・カナダ）、アジア（中国・東南アジア）を重点注力市場と位置付け、各市場でのローカルな物流・営業体制を拡充・強化する。

③デザインのグローバル化、製造メーカーのグローバル化に呼応し、グローバルな商品の企画・調達体制を構築

日本・米国・中国のローカル拠点間の連携を深め、「海外有力メーカーとの国内外での連携」や「ヨーロッパデザイン・和のデザインの共同展開や商品の共同マーケティング」に取り組む。

④地域での事業を担う関係会社・機能を担う関係会社・専門市場を担う関係会社を統合的に経営し、トータルシナジーを生む為の連結経営体制を強化

事業シナジーの最大化や収益管理体制の明確化のために主管部制度を導入するほか、管理部門による横断的なチェック・サポート体制を構築する。
連結経営課を新設し、全体管理や牽制機能を持たせる。
加えて、実効性を上げるために定期的なモニタリングや対話制度も導入する。

⑤次期中期経営計画を睨み業態の転換の試行を重ねる。
現在のグループ各社の経営資源や特長をより一層活用してシナジーを追求するために、業態転換の試行・検討を進める。

（2）人的資源の強化
真のプロフェッショナル育成のために、グループ各社および本体各組織において、①プロ人材の育成、②能力主義の徹底、③ダイバーシティの推進、④働き方改革、⑤健康経営の推進に取り組む。

（3）収益管理体制の強化
①販売管理費の削減と管理の徹底
Chief Cost Controller を任命する。販管費管理手法を整備する。サンゲツ単体では総人員を縮小する。

②グループ各社への CCC 管理の導入
連結ベースでのデュポン分析による ROE および CCC の目標を設定し、進捗をフォローする。

③サンゲツ各事業部・各支社での経営管理指標の明確化と進捗管理
各支社社員数ベースでの売上・総利益目標を設定する。

（4）ESG/CSR 方針
①E：環境
☆サンゲツグループの事業全体の環境負荷を把握し、地球温暖化防止や持続可能な資源循環に向けての体制を構築する。
・CO2 ゼロエミッションに向けた計画の立案など。

②S：社会
☆グループ各社の多様な従業員の活躍を支援するとともに社会的弱者の就労支援
・女性管理職比率 15%以上を達成する。（17 年 3 月期実績 10.6%）
・障がい者雇用率目標 3%実現（現在 2.3%）、など

☆サプライチェーンにおける社会的責任の推進

☆社員が主体的となった社会貢献活動の拡大
・児童養護福祉施設の内装工事支援（目標 20 件以上／年）

③G：ガバナンス
☆コーポレートガバナンスの透明性の維持と向上、コンプライアンスの徹底
・株主、投資家、従業員、取引先などあらゆるステークホルダーとのコミュニケーション向上

（5）資本政策
①資本効率向上に向けた財務方針
資本市場の状況を鑑みつつ、引き続き自己株式取得と安定的増配を行い自己資本 1,050～1,000 億円への削減を目指す。（17 年 3 月期 1,103 億円）

②中期経営計画期間中の株主還元政策
・3 年間トータルの連結総還元性向は 100%超とする。
・長期安定的な増配の基本方針に基づき、安定的増配を継続する。
・株式市場の状況に応じて機動的に自己株式を取得する。

以下のような資金調達及び資金配分を計画している。

資金創出・調達	
17 年 3 月末現金同等物	300 億円
中計期間中の営業CF	310～380 億円
中計期間中の借入金	0～220 億円
合計	**610～900 億円**

＝

資金配分	
成長投資	100～250 億円
株主還元	250～330 億円
期末現金	250～300 億円
合計	**600～880 億円**

＜参考 2:コーポレートガバナンスについて＞

◎組織形態、取締役の構成

組織形態	監査等委員会設置会社
取締役	10 名、うち社外 4 名

◎コーポレートガバナンス報告書

最終更新日:2018 年 6 月 26 日

＜基本的な考え方＞

当社は、「誠実」を社是とし、企業価値の向上を図るため全てのステークホルダーとの良好な関係を築き、長期安定的に発展していくことを目指しています。

その実現のため、経営の透明性、迅速性、効率性を基盤としたコーポレートガバナンスの強化が重要な経営課題であると認識しています。

当社は、社外取締役の経営参加による取締役会の監査・監督機能を強化することをねらいとして、監査等委員会設置会社へ移行しています。

このガバナンス体制のもと、更なる企業価値の向上に努めていきたいと考えています。

＜実施しない主な原則とその理由＞

同社はコーポレートガバナンス・コードの各原則を実施している。

＜各原則に基づく主な開示＞

原則	開示内容
【原則 1－4. いわゆる政策保有株式】	1. 政策保有に関する方針 当社が行うインテリア事業や住生活関連事業において、今後も永続的に成長を続けていくために、商品の製造、開発、販売、施工、流通の過程において、様々な企業との協力関係が必要と考えています。事業戦略上、新たに関係を強化すべき企業、また、取引先として継続して関係を強化すべき企業などの観点から総合的に判断して中長期的に保有する政策保有株式を決めております。毎年、保有株式について取締役会で議論し見直しを行っています。 2. 議決権行使の考え方 投資先企業の経営方針を尊重した上で、様々なチャンネルを通じた対話やコミュニケーションを行い、その企業の中長期的な企業価値の向上、株主還元姿勢、コーポレートガバナンスやCSRへの取組みなどを総合的に判断し、議決権の行使を行うこととしています。
【原則 5－1. 株主との建設的な対話に関する方針】	当社は株主との建設的な対話を促進し、透明性の高い情報開示と対話を心掛け、良好な関係の構築を目指し、以下の通り、積極的に IR 活動を実施しています。 ・当社の IR 活動の実践は、社長執行役員が統括しています。 ・株主との対話を合理的に推進し且つ機動的な IR 活動を実践するために、広報 IR 課を設置しています。

	・国内・海外機関投資家、アナリストとの対話は要望に応じて社長執行役員、担当役員、広報 IR 課が面談しています。 ・IR 活動は広報 IR 課を専門部局としますが、財務経理部、総務部などの各部門が連携し、より実効性の高い情報提供に努めています。 ・決算発表、投資家向け決算説明会、証券取引所などが主催する個人投資家向け IR イベントに参加し説明会を開催しています。 ・各イベント等で使用した説明用資料をウェブサイトに公表しています。（必要に応じて英語版も公表） ・各年度において統合報告書を作成し、ウェブサイトには日本語版と英語版を公表しています。 ・直接的な対話やウェブサイト上の資料を通じて、株主に対し当社の経営戦略、事業環境、事業進捗、財務情報などに関して理解を深めて戴ける活動を実践しています。 ・株主や投資家との対話を通じて得られたご意見は広報 IR 課を通じて経営の改善に役立てています。 ・インサイダー情報の管理の取扱いについては、内部者取引等管理規定（インサイダー取引防止規定）に基づき、未公表の重要事実の管理を徹底し、適切に対応しています。

▸ アラート申込み
サンゲツの適時開示情報の他、レポート発行時にメールでお知らせいたします。

▸登録データ変更
既にご登録済みの方で、登録内容に変更がある場合や登録解除の方は、こちらよりご変更ください。

ブリッジサロン
公式 twitterアカウント
（株）インベストメントブリッジの発行するブリッジレポートや投資家向け会社説明会の映像情報をつぶやいています。

本レポートは情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を意図するものではありません。また、本レポートに記載されている情報及び見解は当社が公表されたデータに基づいて作成したものです。本レポートに掲載された情報は、当社が信頼できると判断した情報源から入手したものですが、その正確性・完全性を全面的に保証するものではありません。当該情報や見解の正確性、完全性もしくは妥当性についても保証するものではなく、また責任を負うものではありません。本レポートに関する一切の権利は（株）インベストメントブリッジにあり、本レポートの内容等につきましては今後予告無く変更される場合があります。投資にあたっての決定は、ご自身の判断でなされますようお願い申しあげます。 Copyright(C) 2018 Investment Bridge Co.,Ltd. All Rights Reserved.