



## Bridge Report サンゲツ（８１３０）

	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)	
	代表取締役社長	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、イス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	<a href="http://www.sangetsu.co.jp/">http://www.sangetsu.co.jp/</a>		

安田 正介 社長

### － 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
2,913 円	38,099,226 株		110,983 百万円	4.6%	100 株
DPS(予)	配当利回り(予)	EPS(予)	PER(予)	BPS(実)	PBR(実)
75.00 円	2.6%	115.49 円	25.2 倍	3,146.70 円	0.9 倍

\*株価は 11/21 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
2010 年 3 月(実)	108,579	5,646	6,046	3,137	78.20	75.00
2011 年 3 月(実)	112,118	7,161	7,530	4,242	105.75	75.00
2012 年 3 月(実)	118,518	7,095	7,180	4,151	103.46	75.00
2013 年 3 月(実)	123,150	8,020	8,393	4,806	120.52	78.00
2014 年 3 月(実)	131,978	8,952	9,475	5,459	143.30	75.00
2015 年 3 月(予)	133,000	7,300	7,700	4,400	115.49	75.00

\*(予)は会社側予想。

株式会社サンゲツの会社概要、特徴と強み、今後の戦略などをご紹介します。

### －目次－

- [1. 会社概要](#)
- [2. 特徴と強み](#)
- [3. 2015 年 3 月期第 2 四半期決算概要](#)
- [4. 2015 年 3 月期業績見通し](#)
- [5. 中期経営計画 Next Stage Plan G](#)
- [6. 安田社長に聞く](#)
- [7. 今後の注目点](#)

## 今回のポイント

・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商品の企画・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。中期経営計画において資本コストを上回る ROE の早期実現を掲げる。

・15/3 期 2Q の売上高は前年同期比 4.4%増の 639 億円。営業強化や新見本帳の発行、リフォーム・非住宅分野への注力などが奏功。セグメント別でも全セグメントで増収。販売価格改定で売上総利益も増加したが、構造改革及び基盤整備費用や給与改定により販管費が同 7.5%増加し、営業利益は同 4.4%減少。

・15/3 期通期売上高は前期比 0.8%増の 1,330 億円を計画。消費税増税の駆け込み需要の反動で今下期は減収となるが通期では若干の増収を見込んでいる。上期と同様に、事業基盤整備施策に基づく事務所や物流設備の新設、改修など販管費を積み増すため営業利益、経常利益、当期純利益はそれぞれ同 18.5%、18.7%、19.4%減少。配当は前期と同じく 75.00 円/株の予定。予想配当性向は 64.9%。

・2014 年を「第 3 の創業」と位置付け、新しいステージに立つ同社の今後のビジョンや方向性を示すため、「中期経営計画(2014-2016) Next Stage Plan G」を策定した。目標を「事業体制の再整備と強化を進め、将来の成長のための仕込みを行い、サンゲツの次のステージを切り拓く 3 年間」としている。

・今後は安全性と収益の拡大に加え、バランスシートの効率化や資本コストを意識した経営への転換が必要と考え、資本コストを上回る ROE の早期実現に向けた資本政策を実施することを発表した。3 年間の連結総還元性向を平均 100%以上、3~5 年間で自己資本の 100 億円~200 億円の圧縮、機動的な自己株式の取得及び増配の検討・実行を掲げる。

・今回発表した資本政策は、大きな反響を呼んだようだが、本文中でも触れたように、ROE8~10%を実現するためには資本政策に加えて、マージン(売上高当期純利益率)の改善も必要になると思われる。そうした意味で、事業基盤の整備と共に、リフォーム(住宅/非住宅)分野での拡販、非住宅分野向け商品の強化を中心とした既存事業の着実な強化が最も重要となるだろう。「中期経営計画 Next Stage Plan G」の進捗を引き続き注目していきたい。

## 1. 会社概要

壁紙、カーペット、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。中期経営計画において資本コストを上回る ROE の早期実現を掲げる。

### 【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サンゲツとして株式会社化。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。

### 【会社理念など】

社は「誠実」を掲げ、以下の「サンゲツ三則」をモットーに、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する事を理念としている。

# BRIDGE REPORT ブリッジレポート



## <サンゲツ三則>

創造的デザイン

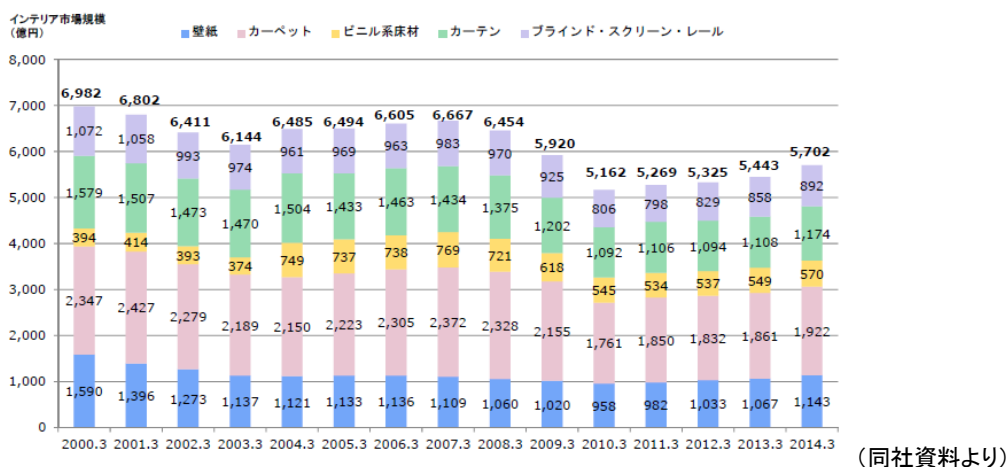
信頼される品質

適正な市場価格

## 【市場環境】

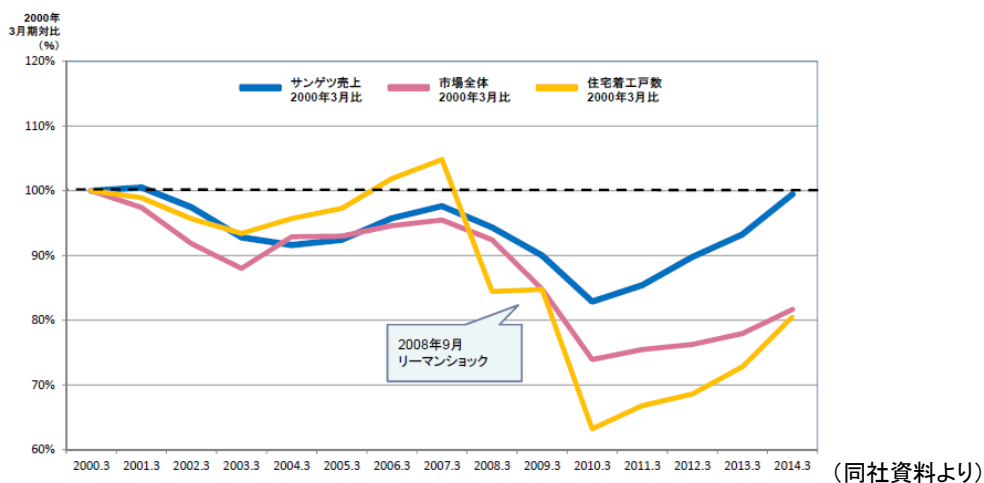
### ◎概観

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。

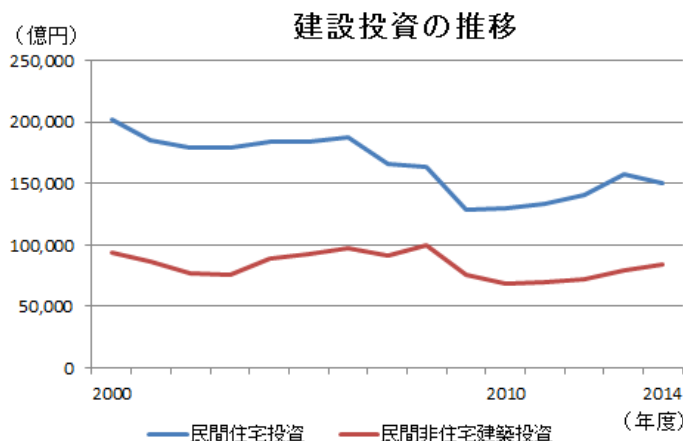


一方、下のグラフは、同社売上高、国内インテリア市場、新設住宅着工戸数(国土交通省発表)の推移を比較したものの。

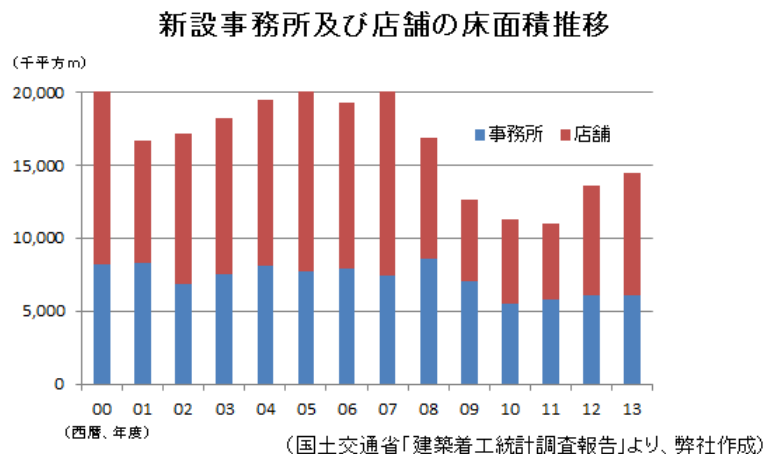
同社の売上高及び国内インテリア市場の動向は、新設住宅着工戸数にほぼリンクしてきたが、リーマンショック後の動きを見ると、市場全体及び新設住宅着工件数はリーマンショック前の水準にまで達していないのに対し、同社売上高は 2000 年頃の水準にまで回復している。



これは、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26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の推移によれば、民間住宅投資に比べ、民間非住宅建築投資は、金額は民間住宅投資よりも低いものの、2000 年レベル近辺まで上昇している。また、新設の事務所および店舗の床面積も 15,000 千㎡に近づくとともに回復している。

また、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」(2014 年 10 月 22 日発表)によれば、民間非住宅建築投資の対前年度伸び率は 2013 年度の 11.1%増(見込み)に次ぎ、2014 年度(見通し)7.6%増、2015 年度(見通し)2.4%増と、緩やかな回復傾向が続くと予想されている。

少子高齢化・人口減少の進行で住宅着工戸数は長期的には減少傾向にあり厳しい状況であろうが、2020 年の東京オリンピックを控え、民間非住宅市場の開拓に関しては良好な市場環境が当面は続くものと考えられる。

## ◎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 3 社が上げられる。

(単位: 百万円、倍)

コード	企業名	売上高	増収率	営業利益	営業利益率	営業増益率	時価総額	PER	PBR	ROE
3501	住江織物	92,000	4.2%	3,500	3.8%	+9.6%	23,046	9.2	0.7	7.3%
7971	東リ	91,400	1.9%	2,850	3.1%	+11.7%	16,306	9.1	0.6	5.2%
8130	サンゲツ	133,000	0.8%	7,300	5.5%	-18.5%	110,983	25.2	0.9	4.6%
9827	リリカラ	37,200	5.3%	230	0.6%	+53.3%	1,658	33.2	0.3	1.2%

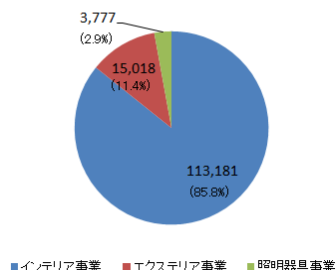
\* 業績は今期会社予想。時価総額は 2014 年 11 月 21 日終値ベース。ROE は前期実績。

営業利益率は 4 社中最高である一方、ROE は 4 社中 3 番目となっている。PBR が 1 倍を下回る要因の一つでもあり、中期経営計画で示した ROE 改善策の進捗に注目したい。

## 【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。

セグメント別売上高構成比  
(2014年3月期、単位:百万円)



### ①「インテリア事業」

(2014 年 3 月期 売上高 113,181 百万円、営業利益 8,842 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、タイル状で 45 センチ角の塩ビ床材。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。

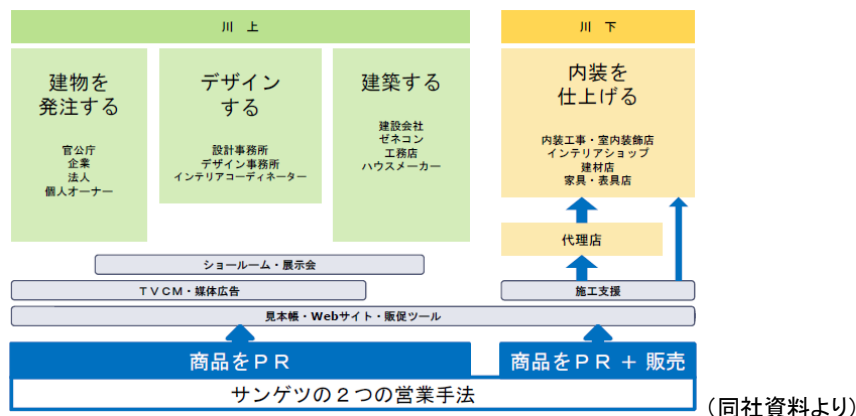
商品数は約 13,000 点と他に類を見ない多彩なラインアップを誇っている。

主力の壁紙で商品数は約 5,000 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)、古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 50～55%程度だが、同業他社では 35～40%以下という事だ。

商品を入れ替えるのは、容易ではない。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、効率と鮮度のバランスを取ることができるのは、同社の体力や長年に亘るノウハウの蓄積によるものだろう。

## ◎営業体制

名古屋の本社の他、全国に 8 か所の支社、55 か所の支店・営業所・事務所を持ち、重要な営業拠点として 6 か所のショールームを有している。



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、TVCM、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、法人営業部（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 400 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。代理店を通してな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 13 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・九州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 0.13%（約 70 点程度）となっている。

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」

（2014 年 3 月期 売上高 15,018 百万円、営業利益 556 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」

（2014 年 3 月期 売上高 3,820 百万円、営業損失 435 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、ライトなどの一般照明器具を国内外で販売している。

## 【ROE 分析】

	2012/3 期	2013/3 期	2014/3 期
ROE (%)	3.5	4.1	4.6
売上高当期純利益率 (%)	3.50	3.90	4.14
総資産回転率 (回)	0.84	0.88	0.93
レバレッジ (倍)	1.18	1.19	1.20

&lt;参考: 東証 1 部 業種別 ROE&gt;

	2012 年度 (13/3 期)	2013 年度 (14/3 期)
全産業(除く金融)	5.01	8.71
製造業	4.55	8.62
非製造業	5.69	8.85
卸売業	10.40	10.60

\* 東証 HP「決算短信集計」より

\* ROE(自己資本利益率)は「売上高当期純利益率(当期純利益÷売上高)」、「総資産回転率(売上高÷総資産)」、「レバレッジ(総資産÷自己資本、自己資本比率の逆数)」の 3 要素を掛け合わせたものとなる。

2014 年 3 月期の ROE は 4.6%と東証 1 部および卸売業界の平均を大きく下回った水準にとどまっている。

後述のように中期経営計画に基づく資本政策を発表し、「資本コストを上回る ROE の早期実現と、中長期的にはより高い ROE 水準(8~10%)の達成を目指す。」と述べている。

具体的には、「2014 年度下期より最短 3 年間、最長 5 年間で自己資本の金額を 2014 年 3 月末比で 100 億円~200 億円の圧縮を目指す。」ということであるが、2017~2019 年度の目標としている ROE 8~10%を達成するためには、資本政策の実施と同時に、売上高当期純利益率の一段の向上も必要となるだろう。

## 2. 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」の先駆けとも言える存在で、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 13,000 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业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各種商品で高いシェア

業界最大手の同社は主力商品で以下の様な高いシェアを有している。

商品	市場規模	シェア
壁紙	1,141 億円	48.9%
クッションフロア	3,357 万㎡	46.8%
長尺塩ビシート	2,544 万㎡	33.8%
インレイドシート	302 万㎡	13.2%
フロアタイル	1,931 万㎡	30.0%
カーペット・タイルカーペット	1,870 億円	6.3%
カーテン	1,153 億円	7.6%

### ③「創る」・「提案する」・「届ける」

#### 「創る」

同社は商品の製造を行っていないが企画・デザイン・開発は自社で行っている。

先々代の社長時代から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 20 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 13,000 点。また 2~3 年ごとに定期的に改訂する 28 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)

#### 「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。

1ロール 50mの壁紙があり、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)

#### 「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 400 名で、業界最大である。

全国 63 拠点で前述のような、提案営業を展開している。

6か所のショールームには64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51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)

### 3. 2015 年 3 月期第 2 四半期決算概要

#### (1) 業績概要

(単位: 百万円)

	14/3 月期 2Q	構成比	15/3 月期 2Q	構成比	対前年同期比	期初計画比
売上高	61,301	100.0%	63,981	100.0%	+4.4%	+3.2%
売上総利益	17,161	28.0%	17,962	28.1%	+4.7%	+5.8%
販管費	13,056	21.3%	14,037	21.9%	+7.5%	+0.8%
営業利益	4,105	6.7%	3,924	6.1%	-4.4%	+28.7%
経常利益	4,399	7.2%	4,218	6.6%	-4.1%	+29.8%
四半期純利益	2,691	4.4%	2,156	3.4%	-19.9%	+10.6%

#### 営業強化で増収も販管費増で減益。

売上高は前年同期比 4.4%増の 639 億円。設計・施主への営業強化や新見本帳の発行、リフォーム・非住宅分野への注力などでインテリア事業の全エレメント(壁紙・床材・カーテンなど商材種別)で増収だった。セグメント別でも全セグメント増収。

原油高騰による仕入れ価格上昇を受け販売価格の改定を実施したことにより、売上総利益は同 4.7%増加したが、構造改革及び基盤整備費用や給与改定により販管費が同 7.5%増加したため営業利益は同 4.4%減少した。社員寮などの保有不動産売却を前提とした減損損失や固定資産除却損により四半期純利益は同 19.9%の減少となった。

ただ売上増および売上総利益率改善が予想を上回ったため、利益も期初計画を上回った。

組織体制強化のための人件費増、取引増に伴う物流費や見本帳発刊費用、国内外の出張費用の増加など構造的要因によるコスト増 7.5 億円に対し、特別報奨金、組織体制構築に伴う準備費用、事務所・物流設備の改装・修繕、ITシステムの再構築費用、減損損失など一時的要因によるコスト増は 11.1 億円であり、構造的要因によるコスト増のみであれば、前期並みの利益であった。

#### (2) セグメント別動向

(単位: 百万円)

	14/3 期 2Q	構成比	15/3 期 2Q	構成比	前年同期比
売上高					
インテリア事業	52,701	86.0%	54,633	85.4%	+3.7%
エクステリア事業	6,990	11.4%	7,512	11.7%	+7.5%
照明器具事業	1,614	2.6%	1,867	2.9%	+14.1
調整額	-5	-0.0%	-32	-0.1%	-
合計	61,301	100.0%	63,981	100.0%	+4.4%
営業利益					
インテリア事業	4,102	7.8%	3,641	6.7%	-11.2%
エクステリア事業	209	3.0%	260	3.5%	+24.4%
照明器具事業	-207	-	30	1.6%	-
調整額	0	-	-8	-	-
合計	4,105	6.7%	3,924	6.1%	-4.4%

\* 営業利益の構成比は売上高営業利益率。

#### ① インテリア事業

	14/3 期 2Q	構成比	15/3 期 2Q	構成比	前年同期比
壁装材	26,400	50.1%	27,105	49.6%	+2.7%
床材	17,590	33.4%	18,311	33.5%	+4.1%
カーテン	3,707	7.0%	4,002	7.3%	+8.0%
その他	5,003	9.5%	5,215	9.5%	+4.2%
合計	52,701	100.0%	54,633	100.0%	+3.7%

### ＜壁装材＞

収益性改善に向け、低価格の量産品より中級価格帯の一般品への転換促進を提案する TVCM を放映した。また、これに合わせて、新たな主力見本帳を発刊した。新設住宅着工戸数の落ち込みなどで数量が減少する環境ではあったが、値上げを実行し、増収を達成するとともに市場シェアも堅持することができた。原材料費などの高騰により低下していた利益率は 7 月以降改善傾向にある。

### ＜床材＞

住宅・事務所・商業・教育・医療・介護など様々な施設で幅広い分野に使用される床材の営業活動強化のため、営業体制見直しを実施した。また、これに合わせ、2 つの主力見本帳を発刊した。増収達成とともに、新見本帳での価格政策の見直しと一部商品の 2014 年 9 月 1 日からの値上げにより、利益率も改善した。

### ＜カーテン＞

見本帳戦略・商品開発・プロモーション展開を抜本的に見直し、営業との連携を拡大することにより、商品提案力を強化した。2013 年 10 月に発刊した見本帳の価格政策の見直しにより、売上も拡大した。半期ベースでは価格体系を改めた 2002 年 9 月以来の大幅増となった。

### ＜販管費＞

取引拡大と新規物流設備の稼働開始に伴い物流費が増加したほか、中期経営計画に沿って、事務所・物流設備の見直しを実行し、修繕・改善費用が増加した。人材強化のため、人件費・研修費を増額した。

## ②エクステリア事業

主力分野であるフェンスに加えて、カーポートやサンルーム分野の売上が前年同期に比べ増加した。2013 年に立ち上げた自社ブランドにエクステリア分野の新商品をラインアップした。関東地区での事業展開の新たな足掛かりとして横浜支店を開設した。関東地区での売上は前年同期比 1.4 倍と着実に拡大している。

## ③照明事業

安定的収益基盤の確立が課題であるため各種施策を実施した。経営ガバナンスの改善、社員のモチベーション向上に取り組むと同時に、商品数の削減を進め、在庫管理を強化した。事業対象を「非住宅」と明確にした上で、更に注力すべき分野、商品の絞り込みを進めている。売上総利益拡大と 2014 年 2 月の積雪被害に対する保険金受け取りにより黒字に転換した。

## (3)財務状態とキャッシュ・フロー

### ◎主要BS

(単位:百万円)

	14 年 3 月末	14 年 9 月末		14 年 3 月末	14 年 9 月末
流動資産	91,313	100,386	流動負債	20,914	17,524
現預金	18,919	22,480	仕入債務	14,389	12,722
売上債権	45,496	40,827	固定負債	5,101	5,661
有価証券	15,002	24,003	退職給付に係る負債	3,654	4,215
たな卸資産	10,950	12,299	負債合計	26,016	23,186
固定資産	54,590	43,946	純資産	119,887	121,147
有形固定資産	30,304	29,737	株主資本	118,667	119,038
無形固定資産	346	340	負債純資産合計	145,903	144,333
投資その他の資産	23,938	13,868	有利子負債残高	114	104
資産合計	145,903	144,333	自己資本比率	82.2	83.9

現預金、有価証券、たな卸資産の増加などで流動資産は前期末に比べ 90 億円増加。一方、投資有価証券の減少で投資その他の資産が同 100 億円減少し、固定資産は同 106 億円減少。資産合計は同 15 億円減少して 1,443 億 33 百万円となった。

仕入債務の減少等で、流動負債が同 33 億円減少し、負債合計も同 28 億円減少し、231 億 86 百万円となった。

純資産は利益剰余金増加で同 12 億円増加し、1,211 億 47 百万円。  
自己資本比率は前期末に比べ 1.7%上昇の 83.9%となった。

### ◎キャッシュ・フロー

(単位: 百万円)

	14 年 3 月期 2Q	15 年 3 月期 2Q	増減
営業 CF	6,385	3,591	-2,794
投資 CF	-2,113	1,433	+3,546
フリーCF	4,272	5,024	+752
財務 CF	-1,584	-1,441	+143
現金同等物残高	15,697	15,917	+220

営業CFは利益の減少、たな卸資産の増加などによりプラス幅が減少。投資CFは投資有価証券取得の減少等でプラスに転じた。フリーCFはプラス幅が拡大した。  
財務CFおよびキャッシュポジションは前年同期と大きな変化は無かった。

## 4. 2015 年 3 月期業績見通し

### (1) 業績見通し

(単位: 百万円)

	14 年 3 月期	構成比	15 年 3 月期(予)	構成比	前期比	修正前予想比	進捗率
売上高	131,978	100.0%	133,000	100.0%	+0.8%	+3.9%	48.1%
売上総利益	36,055	27.3%	37,100	27.9%	+2.9%	-	48.4%
販管費	27,102	20.5%	29,800	22.4%	+10.0%	-	47.1%
営業利益	8,952	6.8%	7,300	5.5%	-18.5%	+2.8%	53.8%
経常利益	9,475	7.2%	7,700	5.8%	-18.7%	+2.7%	54.8%
当期純利益	5,459	4.1%	4,400	3.3%	-19.4%	0.0%	49.0%

\* 予想は会社側発表

### 業績予想を上方修正。増収・減益の見込み

前述の通り上期の売上高は非住宅分野の伸長などから期初予想を上回った。下半期は厳しい状況が予想されるものの、通期売上高は期初予想を上回る見込みであり、利益面についても、事業体制の再整備に伴う販売管理費の増加、減損損失の計上などの減益要因があるものの、売上高の増収見込みにより、営業利益、経常利益は期初予想を上回る見込みであるため、業績を上方修正した。

通期売上高は前期比 0.8%増の 1,330 億円。前下期にあった消費税増税の駆け込み需要の反動で今下期は減収となるが通期では若干の増収を見込んでいる。上期と同様に、事業基盤整備施策に基づく事務所や物流設備の改善のための本格的な費用や、中期経営計画に基づく種々のコンサルフィーや新見本帳発刊に伴うコストなど販管費を積み増すため営業利益、経常利益、当期純利益はそれぞれ同 18.5%、18.7%、19.4%減少する。

配当は前期と同じく 75.00 円/株の予定。予想配当性向は 64.9%。

### (2) セグメント別動向

(単位: 百万円)

	14/3 期	構成比	15/3 期(予)	構成比	前期比
売上高					
インテリア事業	113,181	85.8%	113,500	85.4%	+0.3%
エクステリア事業	15,018	11.4%	15,500	11.7%	+3.2%
照明器具事業	3,820	2.9%	4,000	2.6%	+4.7%

調整額	-42	-0.0%	-	-	-
合計	131,978	100.0%	133,000	100.0%	+0.8%
営業利益					
インテリア事業	8,842	7.8%	6,900	6.1%	-22.0%
エクステリア事業	556	3.7%	500	3.2%	-10.1%
照明器具事業	-435	-	-100	-	-
調整額	-11	-	-	-	-
合計	8,952	6.7%	7,300	5.5%	-18.5%

\* 営業利益の構成比は売上高営業利益率。

各セグメントとも売上高は前期実績を上回る。インテリア事業では、顧客・需要分野・商品に応じ、よりきめ細かな営業手法や商品開発を行い、収益の改善、シェアの維持を図る。山田照明の安定・継続的な収益基盤の確立、サンゲリーの関東地区での事業拡大を着実に実行する。

## 5. 中期経営計画 Next Stage Plan G

2014 年を「第 3 の創業」と位置付け、新しいステージに立つ同社の今後のビジョンや方向性を示すため、「中期経営計画(2014-2016) Next Stage Plan G」を策定した。

同計画の目標を、「事業体制の再整備と強化を進め、将来の成長のための仕込みを行い、サンゲツの次のステージを切り拓く 3 年間」としている。

### <基本方針>

事業基盤の整備	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 物流設備、事務所設備の新設・更新</li> <li>◇ ITシステムの再構築</li> <li>◇ 人材投資の拡大</li> </ul>
インテリア事業の着実な強化	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ リフォーム(住宅／非住宅)分野での拡販</li> <li>◇ 非住宅分野向け商品の強化</li> <li>◇ 床材商品の拡充</li> <li>◇ カーテン事業の再建</li> </ul>
新規事業分野への注力	◇ 業際の拡大と連結会社収益力の向上
本格的海外事業の推進	◇ 海外市場向け商品の開発

### <具体的施策>

対象ステークホルダー	対象分野	具体的施策
従業員	社内体制	<b>1) 社員が経営を担う事業基盤の整備</b> A) 組織の見直し B) 人事制度改革 C) 組織運営ルールの見直し D) ITシステムの再構築
顧客・仕入先	商品・マーケティング	<b>2) 事業戦略の再構築</b> A) 既存事業の拡張 B) 成長戦略の推進
株主・社会	資本市場・CSR	<b>3) ステークホルダーの評価向上</b> A) 資本政策とIR政策 B) 社会貢献活動 C) 環境経営

これに加え、「4)創業以来の理念・社是・考えの継承」の4つを具体的な施策として掲げ進めて行く。

## ◎各施策の主な進捗状況

## 1) 社員が経営を担う事業基盤の整備

A. 組織の見直し	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 7 月 1 日に新組織に移行した。</li> <li>✓ 収益責任を持つ事業部制を導入した。</li> <li>✓ 本社機能を強化した。</li> <li>✓ 新規事業部、海外事業部を設立した</li> </ul>
B. 人事制度改革	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ モチベーション向上を図るため、新人事制度を検討中で、2015 年 4 月に導入予定。</li> <li>✓ 女性営業員を増員する。</li> </ul>
C. 組織運営ルールの見直し	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 支社・支店・課別、見本帳別、商品別など、収益・効率管理をより強化した。</li> <li>✓ リスク管理を強化した。</li> <li>✓ 社内規定の見直しにより権限委譲を実行した。</li> </ul>
D. ITシステムの構築	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 新業務システムを導入した。</li> <li>✓ 新営業管理システムとして、Salesforce を 2015 年 1 月より導入の予定。営業担当者のモバイル化や効率改善による営業強化を図る。</li> <li>✓ また新基幹システムの導入を検討している。</li> </ul>

## 2) 事業戦略の再構築

A. 既存インテリア事業の拡張	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 商品開発(企画、デザイン)の見直しを進めているとともに、ブランディングの再構築に取り組んでいる。</li> <li>✓ 全体最適の物流体制の構築を進めている。</li> </ul>
B. 成長戦略の推進	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 新商品、新分野、新チャネルの検討を進めている。</li> <li>✓ グループ会社とのシナジーを追求している。</li> <li>✓ 海外注力市場の選定を進めている。</li> </ul>

## 3) ステークホルダーの評価向上

これまで同社は、継続的な企業価値向上が株主への利益貢献の基本であるとの認識のもと、安定的な配当を継続的に実施してきた。(過去 5 年間合計の配当性向実績は 70%を超えている。)

また、売上高、収益性などを重視し、バランスシートについては安全性を優先した経営を行ってきた。

しかし、昨今の国内資本市場の流れを鑑み、今後は安全性と収益の拡大に加え、バランスシートの効率化や資本コストを意識した経営への転換が必要と認識しており、以下のような資本政策を実施することを 2014 年 11 月 7 日に発表した。

基本方針	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 資本コストを上回る ROE の早期実現と、中長期的にはより高い ROE 水準(8~10%)の達成を目指す。</li> <li>➢ 安全性と成長の為に資金は確保しつつ、運転資金等の効率化を実現し、資本効率の向上を計る。</li> <li>➢ 中長期的に持続可能な株主還元策の拡充を行う。</li> </ul>
Next Stage Plan G における資本政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2014 年度より 2016 年度迄の 3 年間の連結総還元性向を平均 100%以上とする。</li> <li>➢ 今後の市場環境を鑑みつつ、2014 年度下期より最短 3 年間、最長 5 年間で自己資本の金額を 2014 年 3 月末比で 100 億円~200 億円圧縮することを目指す。</li> <li>➢ 中長期的に株主に対するリターンが向上するよう、機動的に自己株式の取得、増配を検討・実行する。第 1 ステップとして 30 億円の自己株式の取得を実行する。</li> </ul>

中期的成長のための投資はもちろん必要で、また景気変動に対応した体力を温存しておく必要もあるが、ここ数年内で大規模な M&A 等、大型投資を行う可能性は低いと考えている。また、規模の拡大や収益性を高めるために現在のファブレス経営から「製造部門」の保有へ転換する事も長期的にはあり得るが、その場合でも、ここ数年間はマイノリティ出資やパートナーシップ強化など、実力を蓄える時期であり、その意味でも多額の手元資金は不要であるため、株主への還元を積極化する事とした。

ただ、株価のボラティリティを上げることは同社にとっても株主にとっても利益が無いので、一時的ではなく「継続的な株主還元」が重要であるとの考えから期間を最短 3 年間、最長 5 年間と設定した。

### <目標>

◎2014～2016 年度 目標

売上高	1,400 億円
当期純利益	63 億円

将来の成長のための基盤整備に先行投資を行いつつ、史上最高益の更新を目指す。

(単位:億円)

	連結	インテリア	エクステリア	照明
売上高	1,400	1,200	160	40
売上総利益	388	355	21	12
販管費	293	265	16	12
営業利益	95	90	5	0
経常利益	97	92	5	0
当期純利益	63	60	3	0

インテリアは、既存事業においてリニューアルや大規模改修、病院や介護関連施設への注力を進めると共に、高付加価値商品へのシフトやカーテン事業の売上回復を見込んでいる。

新規事業や海外事業は仕込みの時期であるため、販管費のみを見込んでいる。

エクステリア事業は限定的な拡大を前提としており、照明事業は安定的な事業基盤の確立を優先するステージであり、収益の拡大は見込んでいない。

◎2017～2019 年度 目標

この中期経営計画をベースに、次の中期経営計画の最終 2020 年 3 月期には、「新規事業・海外事業・連結会社での本格的な収益の実現」、「インテリア事業収益の着実な拡大」、「新たな資本政策の導入」により、「**ROE 8～10%の達成**」を目標としている。

## 6. 安田正介社長に聞く

安田社長は 1950 年 3 月生まれで現在 64 才。一橋大学経済学部卒業後、三菱商事株式会社に入社。2004 年 4 月に就任した執行役員機能化学品本部長時にサンゲツが取引先となった。その後、三菱商事(株)の常務執行役員を経て、2012 年 6 月に(株)サンゲツ社外取締役就任。2014 年 6 月、同社初の創業家以外の代表取締役社長に就任した。

安田社長に、社長就任の背景・ミッション、中期経営計画のポイント、企業理念の浸透・継承のための取組みなどを聞いた。

### <社長就任の背景と社長のミッション>

- 1953 年の株式会社化以来、創業家 4 人のリーダーシップで運営されてきた同社だが、創業家メンバーの高齢化も進み、また時代も大きく変化する中、「サンゲツが生き残るためには変わらなければならない。」という現会長らの危機意識から社長を託された。
- 経営トップのリーダーシップはもちろん重要だが、一方で私は「社員一人一人の現場に経営がある。」と考えている。
- そう考える私のミッションとは、中期経営計画「Next Stage Plan G」で、「社員が経営を担う真の上場企業として発展を目指す。」と掲げているように、社員の意識改革を進め、社員がより責任を自覚し仕事に取り組む会社に発展させる事だ。また従業員を含めた全てのステークホルダーとの関係性を重視しサンゲツを新しいステージで成長する会社に作り上げていく。
- 当社の社員については、前職時代からある程度知っていたが、社長に就任して各部署の社員と様々な対話をし

てみると、「非常に真面目」というのが一番の感想。仕事に対する熱意も非常に高いものがある。

- ただ一方で真面目さの裏返しで、言葉は悪いが「生意気さ」が無い。要求されたことはきっちりこなすが、言われなくてもやるとか、言われた以上の事をやってしまうとか、良い意味でのずるさ、奇想天外な破天荒さといった、ビジネスの現場ではある程度必要なそうした側面をもっと持って欲しいと感じている。

#### <中期経営計画について>

- 「社員が経営を担う体制作り」を進める上で社員のレベルアップは欠かせない。社員の意欲を向上させるような人事制度導入の準備を進めている。
- インテリア事業は床面積の大きな「非住宅市場」の攻略を引き続き進める。また、「賃貸・リフォーム市場」も、比較的高価な壁紙が使用される事、2〜3 年で張替が行われること等から重要な市場であるため営業を強化していきたい。
- エクステリア事業はM&Aによる「エリア拡大」及び「取扱い商品数拡大」の効果は出ているが、まだシナジーが不明確なので更に知恵を絞る必要がある。照明事業も固定費をカバーするところまでトップラインが伸ばせず苦戦しているが、インテリアとのシナジーは明確かつ大きい。現に羽田空港の新ターミナルにおいて共同提案の結果、床材はサンゲツ、照明は山田照明が受注することができた。ターゲットを特注住宅や非住宅に絞り込んでこうした共同受注を進めて行く。
- 海外事業展開の基盤作りはこの中期経営計画の大きな柱。日本の内装材の競争力は高く、利益率は国内より高いため、大きな拡大余地がある。現在まだ4 億円程度しかない海外売上を将来的には50 億円程度まで引き上げたい。
- そのためには「ブランド」構築が課題だ。現在の事業は顧客からの発注を受ける単なる受注ビジネスであり、ブランド構築という観点からの戦略は不在。7 月に設立した海外事業部の下、ビジネスモデルを含めたブランド戦略を立案、推進する。時間はかかると思うが着実に進めて行く。
- 対象市場は現在検討中。
- 今回の資本政策の転換は、決して現在の株主だけでなく、今後当社株式に投資してくれる株主からの評価も高めたいと考えてのものなので、継続的に還元を行う事を最も重視した。

#### <企業理念の継承・浸透について>

- 中期経営計画で触れている「社是：誠実」、「サンゲツ三則」は創業家メンバーが語り継いできた当社の大事な理念。この考え方を今後も継承・浸透させていく。
- ただ、これまではトップの指示が細か過ぎ、社員が受け身になってしまうという傾向もあったと思う。
- こうした理念やビジョンはやはり社員一人一人が成功や失敗を経験した上で身に付いていくもの。社員自らが主人公になってビジネスに取り組んでいきやすい環境を作ることが経営者として重要だと考えている。
- 社長に就任して約半年だが、「サンゲツは変わらなければならない」という想いは様々な機会を通じて社員に伝えている。
- また、社員同士のコミュニケーションをより円滑にするため、「コミュニケーション支援制度」を新設した。これは、他部署との情報交換やコミュニケーションを図るための飲食であれば会社が一定程度金銭支援するというもの。担当役員が同席する機会も多く、上下・横の意思疎通を図ることができている。

#### <投資家へのメッセージ>

- 当社はインテリア業界最大手企業ということで、この業界の中で安定した存在であるため、ビジネス以外に外部との係わりを深める必要も少なく、積極的な対話をしてこなかった。
- ただ一方でインテリア業界は、発言力が小さく、発信力も弱い業界であり、今後当社を更に発展・成長させるためには、こうした状況を変革し、外部の様々なステークホルダーと対話を進めて理解を深めてもらうのと同時に、彼らの期待に応えなければならないと考えている。
- また、当社の大きな強みであるビジネスモデルを更に磨き上げるためには、株主との対話を今後はよりしっかりと進めて行かなければならない。
- 中長期的な時間軸で安定したリターンの上昇を株主に提供するような施策を実施していくので、是非当社に対する理解を深め、応援していただきたい。

## 7. 今後の注目点

今回発表した資本政策は、大きな反響を呼んだようだが、本文中でも触れたように、ROE8～10%を実現するためには資本政策に加えて、マージン(売上高当期純利益率)の改善も必要になると思われる。

そうした意味で、新規事業や海外事業も期待したいが、やはり時間軸から見れば、事業基盤の整備と共に、リフォーム(住宅／非住宅)分野での拡販、非住宅分野向け商品の強化を中心とした既存事業の着実な強化が重要となるだろう。「中期経営計画 Next Stage Plan G」の進捗を引き続き注目していきたい。

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。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上げます。

Copyright(C) 2014 Investment Bridge Co.,Ltd. All Rights Reserved.