

## ばへっと特製！会社分析レポート 第10弾

### 6736 サン電子株式会社 編

Presented by 楽しい投資研究所

<http://www.1toushi.com>

こんにちは。楽しい投資研究所の ばへっと です。

今回も、みなさんからのリクエストが多かったものの中から、選ばせていただきました。

私こと「ばへっと」がお届けする、特製の会社分析レポート、今回で 10 作目となります(早いものですね！)。

会計のプロとして、そして一投資家として、いつもどおり、もし私がこの会社に注目したとしたら、どんな風に投資の意思決定を下すか？どのように会社の決算書その他の情報を読み解いていくか？そしてどのように考えるか？をまとめてみました。

これら一連の思考の流れを、レポート形式でお届けしたいと思います。

というわけで、さっそく手に入れたのは、(サン電子の)平成 18 年 3 月期・有価証券報告書(有報)と、平成 18 年 9 月期(中間期)の半期報告書。

どちらもサン電子の HP からさくさくダウンロードできました。

いまや EDINET を用いれば、すべての上場企業の有報や半報を手に入れることができるわけで

すが、自社の HP で公開してくれているのは投資家に親切でなかなか良いですね。

会社の経営効率を測る上で、基本はやっぱりこれです、ROE(自己資本利益率)。

H18/3 期の ROE は、12.75%でした。悪くありません。

H19/3 期にかかる中間決算(H18/9 までの半年間)についても、すでに公表済みなので、こちらにも忘れずに眺めておかねばなりません(中間決算については、半期報告書(半報)を手に入れて見ることになります)

半報には、ROE の記載がなされていないので、簡便的に ROE の値を試算してみました。

具体的な計算過程は、

$(\text{中間純利益} \times 2) / \{(\text{前期末純資産額} + \text{当期中間期末純資産額}) \div 2\}$

というもの。

このようにして求められた、中間決算時点での(年率換算)ROE は、3.48%

おやおや、前期の水準に比べてずいぶん低下してしまっているように見えます。

ということは、今上半期になにかがあったのか？

それをこれから、決算書を読み解く中で、明らかにしていかなければなりません。

一般的な話になりますが、自分がなにを知りたいのか？これを明確にしておくことが非常に大切と考えます。

「問いを抱く」という風に僕は表現するのですが、決算資料に当たる際に、なんら「問い」を抱くことなくページを繰ったとしたら、時間の無駄に終わってしまう危険性が高いでしょう。

問いを抱いて初めて、自分が決算書を読み解く目的が明確になります。

そして、目的が明確になるからこそ、意識の焦点が合わさるというもの。

いかに効率的に、投資家として知っとくべきポイントに、意識の焦点を合わせていくか。

決算書のような、一見無味乾燥に見える情報を読み解く上では、この目的意識、問いの設定が必要不可欠となる点、ここで強調しておきますね。

続いて自己資本比率、これは直近の数字ということで、半報に記されているH18年9月末の数値を見ておきましょう。

62.9%。これは悪くない水準かなと。

さらに、売上高の推移も眺めておきましょう(個人的にはこういうところに会社としての勢いを感じ

じたりもするものですから)

有報に記されている直近5期の売上高を眺めてみると、取引規模は順調に伸びているのだな、ということが分かります。

しかし今期の半報を改めて眺めるに、当中間決算においては、売上高、経常利益、そして純利益、ともに前年同期を下回ってしまっています。

ちなみにこの会社のメイン・ビジネスはパチンコ関連事業。

具体的には、パチンコ制御基盤やパチンコホール内情報化システムを製品として販売していると。

ところで半報の【業績等の概要】という箇所は、投資家に向けて会社の業況をことばで表現するところです。そこにこんな記載がありました。

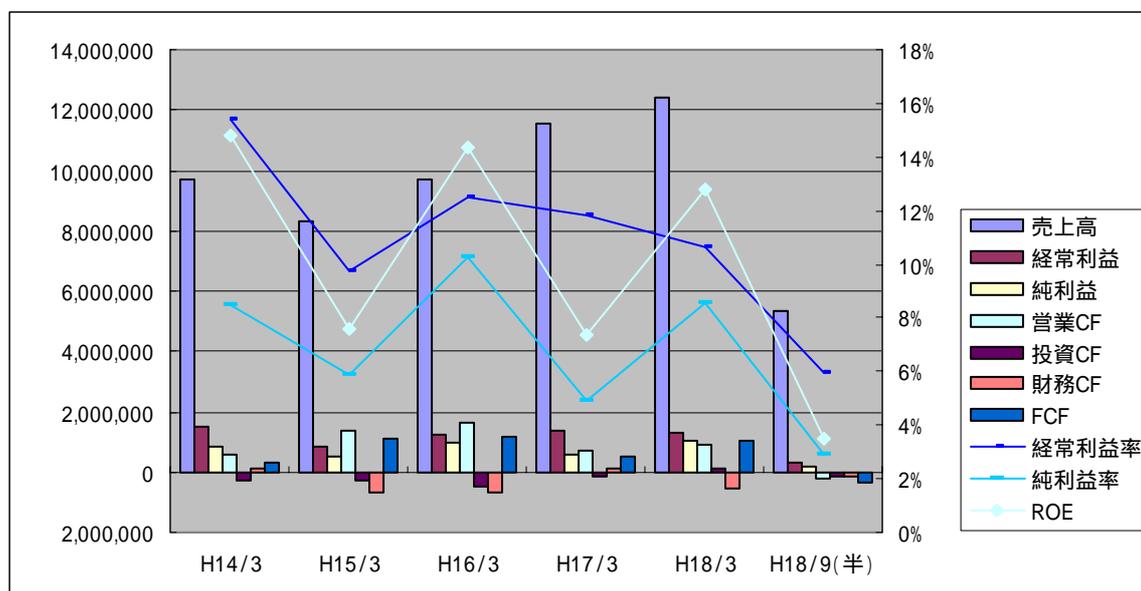
「当社グループの基幹事業でありますパチンコ関連事業において、規則改正に伴う遊技機の撤去・入替負担により、ホールの新規出店・改装及び周辺機器に対する設備投資が減少し、パチンコホール内情報化システムの販売が厳しい状況で推移しました」(H18/9 半報 P.5)

で、見やすいように、直近5期の会社の業績をグラフにまとめてみます。

これまでの業績を視覚的に「観る」ことによって、より直観的に会社の実績を把握することができるのではないのでしょうか。

< 直近 5 期 + 当上半期 の主要な経営指標等の推移 >

(単位:千円)



【グラフの元データ(単位:千円)】

	H14/3	H15/3	H16/3	H17/3	H18/3	H18/9(半)
売上高	9,688,778	8,312,253	9,673,636	11,554,497	12,410,704	5,335,963
経常利益	1,489,371	812,718	1,208,225	1,365,437	1,322,842	315,802
純利益	823,605	486,948	993,060	563,889	1,059,006	153,117
営業CF	584,274	1,359,188	1,660,028	694,896	907,077	207,090
投資CF	284,433	252,127	468,118	170,561	131,532	129,193
財務CF	112,063	661,151	681,558	134,456	557,423	161,861
FCF	299,841	1,107,061	1,191,910	524,335	1,038,609	336,283
経常利益率	15.4%	9.8%	12.5%	11.8%	10.7%	5.9%
純利益率	8.5%	5.9%	10.3%	4.9%	8.5%	2.9%
ROE	14.8%	7.6%	14.4%	7.4%	12.8%	3.5%

表にまとめるということは、文字情報・数値情報を、一見して把握できるという直観的情報に変換するプロセスと、僕はとらえています。

少々の時間をかけても、やる価値はあります。というか、このようにしてみないことには、会計のプロを自認する私であっても、会社のこれまでの

歩みをイメージするのはなかなか困難だったりするので。

ここまでのところから、気になる点を挙げるとすれば、こんなところでしょうか

✓ 売上高経常利益率が減少傾向

- ✓ ROE が減少傾向
- ✓ 通期ベースでは5期間いずれも FCF(ここでは営業 CF-投資 CF で計算)がプラス。しかし H18/9(中間)期において営業 CF がマイナスの状況

H18/9(中間)期に営業 CF がマイナスとなっているのは見逃せません。

税前利益は 3 億あるのに営業 CF は 2 億の赤字。

なぜそうなったのか？その理由をまずはつかんでおきましょう。

半報の中間連結キャッシュ・フロー計算書を読みます。

これによれば、キャッシュの流出をもたらしたもっとも大きな要因は、仕入債務の減少 10 億円というものでした。

仕入債務の決済に、それだけキャッシュが出ていったということです。

売上債権や仕入債務の残高推移を眺めてみると、中間期末(9月末)よりも期末(3月末)の方が大きく膨らみがち(ほぼ倍加)であることが見て取れます。

上場企業のなかには、3月近辺に取引の量が急増する業種もときにあるものですが、この会社もその類に含まれるのかもしれませんが。

ということであれば、毎上半期(中間決算)においては、仕入債務の決済というキャッシュの流出と、売上債権の回収というキャッシュの流入が規

模を大きくして発生することにもなるでしょう。

また、税金の支払いもばかになりません。法人税等の支払が 7 億円。

(前期の)連結損益計算書を見るに、直前期の税前利益は 16 億円に達していたことが分かりません。

これは直近 5 期の中でも最大規模。それに応じて税金負担額も増加する道理です。

前期の所得にかかる税金は、今期に支払わねばなりません。それだけ営業活動によるキャッシュの流出は増大することになります。

これらの要因が重なれば、3 億の中間利益が計上されていたとしても、キャッシュの面では赤字となってしまうのも当然のこと。

かといって、営業 CF の赤字が総じて悪というわけではありません。

事業の拡張期または事業建て直しの時期などには、しばしば営業 CF が赤字となる状況が現れるものです。

投資を考える側としては、その事実と、その理由を事前に(これ重要)把握し、理解しておくこと、これができていれば、大きな問題が生じることはまずありません。

無知でいることは、ときに大きな代償を要求されるものですが、一方、知る者は、無用の損失を未然に防ぐことができるものです。

さて次は、会社四季報に助けてもらおうとしまし  
う。

上場企業すべてを網羅する東洋経済新報社の  
会社四季報。

シンプルな表現で会社の現状をスパッと言い表  
してくれているので、多くの企業をシンプルに手  
早く理解したいという場合には、やはり重宝する  
情報源ではあります。

さて、会社四季報に記載されているこの会社の  
キーワードは「減額」です。

コメントを抜粋すると、

「価格競争激化、一転営業減益」

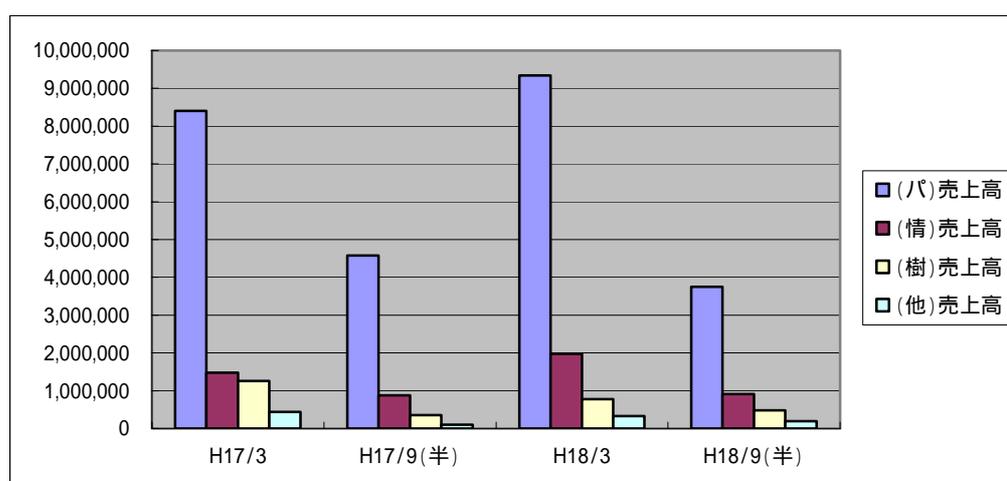
「株式評価損も」純利益の足を引っ張っていると  
のこと。

なるほど、半報に記載の中間連結損益計算書を

#### < 事業の種類別・売上高の推移 >

(パ: パチンコ関連事業 情: 情報・通信関連事業 樹: 樹脂成形事業 他: その他の事業)

(単位: 千円)



見るに、「投資有価証券評価損」が 5,222 万円、  
特別損失として計上されています。

ちなみに会社四季報には翌期、翌々期の予想  
売上高や予想利益も掲載されているのだけれど  
も、まあ、そんな将来の数字なんて分かったもの  
じゃない(と考える)ので読むとしてもあくまで参  
考までにとどめておきます。

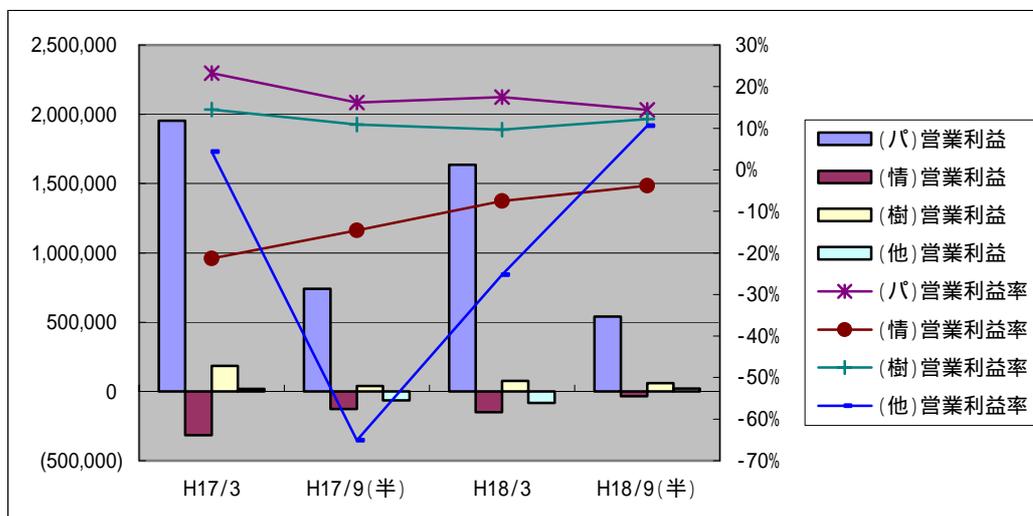
さて、次は「事業の種類別」に業績を覗いていきま  
しょう。

観ておくべきは【セグメント情報】ですね。

業績の推移をグラフにまとめておきました  
とりあえずこちらからどうぞ。

< 事業の種類別・営業利益と売上高営業利益率の推移 >

(単位:千円)



【グラフの元データ(単位:千円)】

	H17/3	H17/9(半)	H18/3	H18/9(半)
(パ)売上高	8,404,004	4,581,113	9,337,100	3,748,285
(パ)営業利益	1,954,733	741,714	1,636,145	540,231
(パ)営業利益率	23.3%	16.2%	17.5%	14.4%
(情)売上高	1,474,650	875,574	1,979,538	912,922
(情)営業利益	314,750	127,700	149,167	35,208
(情)営業利益率	-21.3%	-14.6%	-7.5%	-3.9%
(樹)売上高	1,262,224	356,721	775,443	483,890
(樹)営業利益	183,312	38,929	75,182	58,955
(樹)営業利益率	14.5%	10.9%	9.7%	12.2%
(他)売上高	436,179	98,977	326,455	190,865
(他)営業利益	19,046	64,422	82,384	20,217
(他)営業利益率	4.4%	-65.1%	-25.2%	10.6%

いまさらではありますが、ここで会社の事業の内容を軽く概観しておきます。

「パチンコ関連事業」:パチンコ制御基盤、パチンコホール内情報化システム  
(コメント)当中間期においては、顧客の設備投

資意欲が減少し、かつ価格競争激化により、販売は厳しい状況のまま推移したのだとか。

「情報・通信関連事業」:デジタルコンシューマー機器、コンテンツ配信、インターネットセキュリティーサービス

(コメント)いろいろとがんばっているようですが、まだ利益に結びついていない状況ですね。

「樹脂成型事業」:パチンコ遊戯台・家電製品関連の樹脂加工品

(コメント)こちらは利益率を見るに、概して好調であるもよう。

「その他の事業」:金型および家庭用ゲーム機対応パッケージゲームソフト

(コメント)金型販売の好調であったため、利益率回復。

なによりも大切なのは、やはり中核となる基幹ビジネスです。

この会社の場合は、利益の大部分を占める「パチンコ関連事業」が圧倒的な大黒柱。

もしも投資を考えているのなら、このビジネスについて、株主になるその前に、肌で感じられるくらいに深く理解しておきたいもの。

ただ、パチンコを趣味として持たない僕にとっては、この業界を深く理解するのは正直、ちとむずかしいかな・・・と思わないでもありません。

逆に、パチンコが大好きな方にとってみれば、この面でアドバンテージがあるといえるでしょう。

続いては、気になる財務分析を施してみましよう

流動比率(流動資産÷流動負債)は278%。  
おおざっぱに考えて、短期的な資金繰りは余裕がありそうに見えます。

また、個人的には回転期間分析も好むところです。

具体的に観るのは、売上債権の残高が、売上の何か月分に相当するか？たな卸資産や仕入債務の残高が売上原価の何か月分に相当するか？といった点。

これらの数値を時系列に並べてみて、仮に異常な増減があった場合には、経営環境・状況が相応に変動したと推測できます。

たとえば、売上債権の回転期間が急増していたりしようものなら、ひょっとして滞留債権が増えているのかもしれないとか、交渉力の低下から不利な条件の受け入れを余儀なくされているのじゃないとか、リスク要因を明確にする手がかりとなったりします。

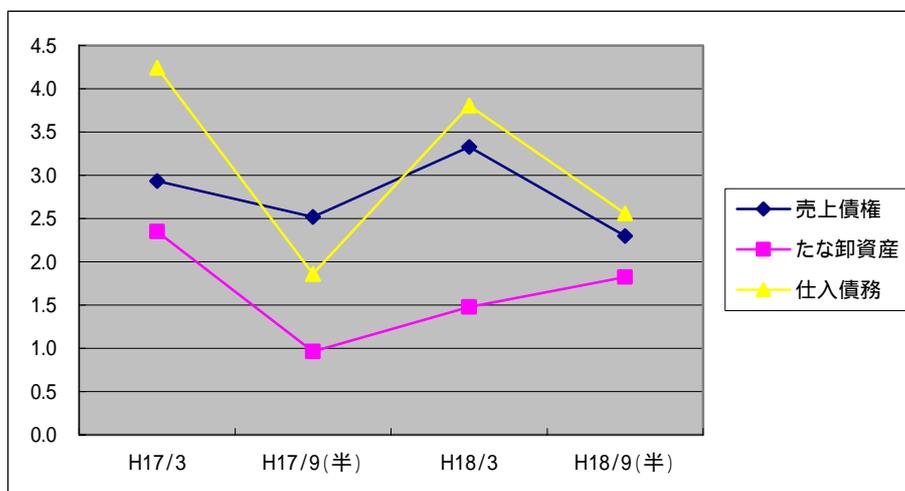
また、仮にたな卸資産の回転期間の急増が明らかになったりしたときは、滞留在庫の増加を疑ったりもするべきでしょう。

また、これはついでですが、仕入債務の回転期間の急減のような事象が見受けられたりしたら、もしかしたら取引先に対する信用度が低下して、決済条件を厳しくなっていたりする可能性も頭に入れておきたいもの。

というわけで、これらの回転期間の推移をグラフで表現してみました  
こんな感じです。

< 回転期間の推移 >

(単位: カ月間)



【元データ(単位:カ月間)】

	H17/3	H17/9(半)	H18/3	H18/9(半)
売上債権	2.9	2.5	3.3	2.3
たな卸資産	2.3	1.0	1.5	1.8
仕入債務	4.2	1.9	3.8	2.6

キャッシュ・フローに関連して、期末に債権の残高や仕入債務が膨らみがちであることは先に言及しました。まあ、それ以外は、とりたてて異常の感じられる要素は見受けられないですね。

続いて、忘れてはならないのが監査人の言葉に耳を傾けることです。

監査報告書も忘れずに見ておきましょう。

監査報告書は、有報や半報の最後に添付されています。

直近の半報に添付されている監査報告書の監査意見は、「無限定適正意見」。

つまり、監査人が監査手続を実施した結果、情報開示面で特に重要な問題は見受けられなかったということ。

ちなみに、H17/3 期も H18/3 期も同様に監査意見は「無限定適正」。

監査人の声に関してはひと安心・・・といったところです。

ところで、監査報告書を提出している監査人はというと、このところ話題にこと欠かない、みすず監査法人。

「みすず」さんの旧名は中央青山監査法人です。

監査業界の中で、このところ、突出してネガティブな印象をもたれがちなこの法人、同業の彼らには、これからもがんばってほしいものです。

まあ、特にコメントはありません。

さて、最後に心に留めておきたい注記情報についてかんたんにお話しします。

まず、【大株主の状況】

筆頭株主は、東海エンジニアリング株式会社(持分割合は 19.7%)。

次いで代表取締役(会長)の前田昌美氏(5.2%)。

上位 10 位以内の大株主の中に前田姓は 3 名います。

おそらく代取会長の前田氏にちかしい人々であると推測。

彼ら前田姓の人々の持分割合を合計してみると 10.8%。

東海エンジニアリング社の所在地が代取の前田氏と同一区内にあるところを見る、深い関係にあるのかな？と思ったりもしますが、いまいちそのつながりは明らかにできませんでした。

きわだって強力に、とまではいわないまでも、前田一族がゆるやかに手綱を引く会社というイメージですね。

次に「潜在株式」、これを忘れてはいけません。

一株当たり純利益をみる上では、形式的なそれ

よりも、潜在株式を考慮したうえでの「潜在株式調整後一株当たり純利益」を見る方がはるかに大切です。

ここでいう「潜在株式」とは将来発行され、希薄化効果をもたらす可能性のある株式のことをいいます。

たとえば(ストックオプションにしばしば用いられる)新株予約権なんかがこのの典型例。

このオプションを保有する人が、それを行使するというのは、行使したほうが得だからするわけで、会社側からみれば、それだけ安価に会社の持分を売り渡すということを意味します。

ゆえに、こういったオプションが行使されることによって、既存株主の持分は希薄化してしまうため、このような将来の株式価値希薄化要因は、たしかに不確実ではあるけれども、投資する前に、あらかじめ頭に入れておきたいところです。

ちなみに H18/9 末日時点では、一株当たり当期純利益 14.32 円に対して、潜在株式調整後一株当たり純利益は 14.01 円なので、この時点における希薄化の程度は 3.2%という計算になります。

まあ、こういうものもあるんだよ、ということで。

続いては、会計処理の変更について見ておきましょう。具体的には、「役員賞与会計基準」の適用です

注記情報をみていくと、そのなかに「会計処理の変更」という項目がみてとれるでしょう。これはか

なり重要な情報といえます。

なぜなら、会計処理の方法が変われば、たとえ実態は変わらずとも、決算書に表現される数値は変化してしまうから。

当中間期に変更がなされたのは役員賞与の計上方法。

役員賞与とは、株主総会での承認が求められている、役員に支給されるボーナスのことです。

今期から、役員賞与が損益計算書に費用計上されるようになったということです。

え？これまではちがったの？と思われる方もいるかもしれません。

これまではこの役員賞与、費用に計上されずに済まず会計処理が一般的でした。

株主総会で利益処分の承認を経て初めて支給されるものということで、損益計算書ではなく、利益処分計算書や連結剰余金計算書において反映されるだけだったのです。

けれど、人件費であることに変わりはないじゃないか(そもそもアメリカの会計基準や国際会計基準では、しっかり費用として認識している)ということで、当期から強制適用になっているのがこの役員賞与会計基準というものです。

その結果、今中間決算においては、この会社の営業利益、経常利益、税前利益は連結ベースでそれぞれ 260 万円(役員賞与分)減少していることが分かります。

一般的な開示のルールとして、会計処理が変更された場合には、注記情報の一項目として、

- ✓ どんな変更がなされたのか？
- ✓ なぜ変更がなされたのか？
- ✓ その変更が、決算数値に与える影響はいくらなのか？

という情報が記載されることとなります。

まあ、今回の変更は、会計基準の強制適用によるものであり、かつ大勢に影響はないとはいえ、いちおう頭に入れておきましょう。

(ほかの会社を観る際にもぜひともご注意あれ)

さて、気になるサン電子の株価ですが、2007年1月10日の終値は565円でした。

H18/3期の決算短信に記載されている通期予想一株当たり当期純利益(通期)は70.25円(これをもとにPERを計算すれば、8.04倍)でしたが、H18/9期中間決算短信に記された予想一株当たり純利益(通期)は、32.75円になっています(下方修正がなされたもよう)。

で、修正後の一株当たり純利益をベースに計算してみれば、PERは17.25倍。

現状の利益稼働力に基づけば、目立って割安とはいえないけれども、少なくとも割高ではない、といったところでしょうか。

思うに、その会社の本質、ビジネスの本質をどれだけ深く理解できているかによって、株主個々



「楽しい投資友の会」の入会金・年会費は無料です。コストは一切かかりません。

入会手続きはとてもカンタン、2分でできます。

楽しい投資友の会へ入会をご希望の方は、こちらのサイトからお申し込みください(いますぐぜひ！)

<http://www.1toushi.com/oc/>

(右クリック 「ブラウザで Web リンクを開く」)

なお、会社分析リクエストは、こちらで受け付けています。

<http://www.1toushi.com/votec.cgi>

(右クリック 「ブラウザで Web リンクを開く」)

【お願い】投票の際は着眼点(投票理由)をコメント欄に記入してください。

今回も、最後まで読んでくれてどうもありがとう。

次回もどうぞお楽しみに！

ばへっと でした。

平成 19 年 1 月 11 日

オーディオ・セミナーのご案内

『決算書(有報)をフル活用！株で儲ける技法』(略称：有報セミナー)

<セミナーの内容・取扱うテーマ>

- ・決算書の王「有価証券報告書」とは何か？
- ・使える！財務分析の手法
- ・大量の投資情報を高速にしかも効果的に処理する方法
- ・監査人からの警告をキャッチする方法
- ・換金価値なし！擬制資産を見抜く方法
- ・企業の隠れた債務を暴く方法
- ・有価証券報告書を 120%活用するための有機的/多面的情報活用メソッド
- ・この人にこそ投資したい！優れた経営者を見出す嗅覚の磨き方
- ・投資してはいけない！避けるべき3つのタイミング
- ・あなたにとって最適な業種を見出す方法
- ・投資家としてのアンテナを鋭敏に研ぎ澄ませる方法
- ・成功する投資家が日常的に行っている7つの習慣
- ・投資の成否を左右する「投資家」のための潜在意識活用法

お申し込みはこちらから <http://www.1toushi.com/yuho/>

(右クリック 「ブラウザで Web リンクを開く」)

**受講生の声**をきいてみる

<http://www.1toushi.com/yuho/kansou/recommend.htm>

(右クリック 「ブラウザで Web リンクを開く」)