

会社分析レポート
住友金属工業株式会社

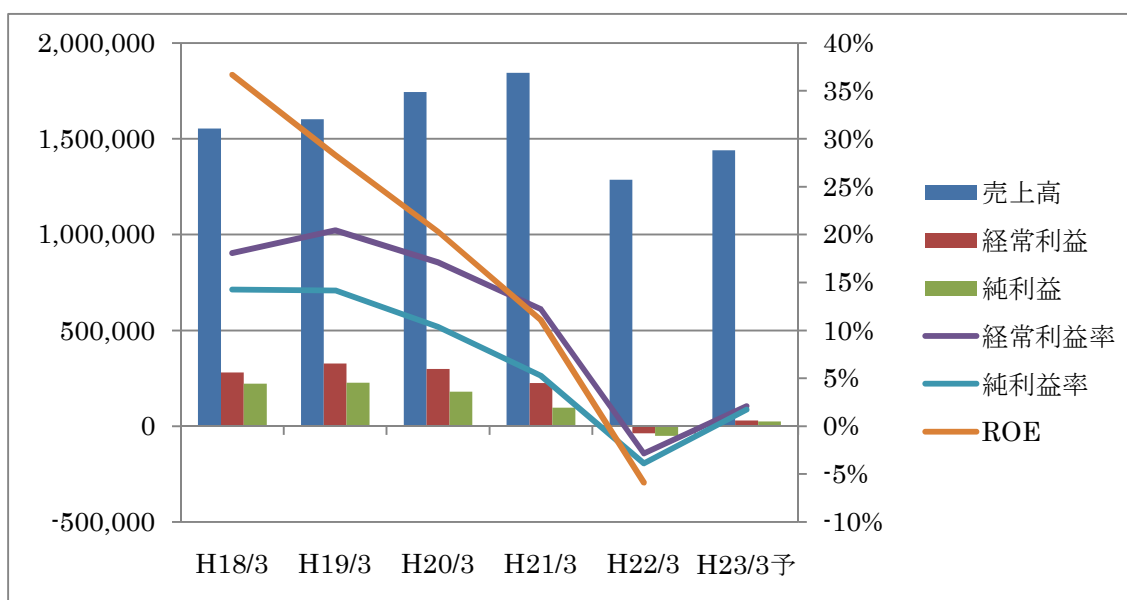
楽しい投資研究所
2011/04/12 公開

楽しい投資研究所がお送りする会社分析レポート、今回は住友金属工業株式会社を取り上げる。

□これまでの経営成績実績について

まずは業績を概観したい。直近5期の主要財務数値を時系列で眺めてみた（この辺の数値は有価証券報告書のあたりの部分が見やすく便利である）。

（単位は百万円）



5年前（H18/3期）のROE（自己資本利益率）36%とはかなり魅力的な数値であるが、その後、試練の時を迎えている。特にH22/3期の落ち込みがすさまじい。世界的信用収縮、金融システム危機の影響である。鋼材需要の減少、売上激減により営業損益も赤字転落となった。

なおH23/3期は会社予想の数字である。ちなみにH22/12末時点の第3四半期決算では営業利益、経常利益、純利益いずれも黒字転換を果たしている。

当期は原材料価格の高騰により厳しさは増しているものの、コスト削減推進により収益性アップ。ただし高炉の不調や需要回復が見通しを下回り、業績予想下方修正。ただし第3四半期末現在、前年同期に比べ、若干の好転を見る。

ただ、3.11 東日本大震災の際、主力の鹿島製鉄所が被災。徐々に操業は再開しつつあるも、完全復旧には2年程度の時間が必要と見込まれている。震災の影響は、上記の業績予想に織り込まれていない点、ご注意いただきたい。

※こちらは上記グラフの元数値である。(単位は同じく百万円)

	H18/3	H19/3	H20/3	H21/3	H22/3	H23/3 予
売上高	1,552,765	1,602,720	1,744,572	1,844,422	1,285,845	1,440,000
経常利益	280,733	327,676	298,218	225,736	(36,634)	30,000
純利益	221,252	226,725	180,547	97,327	(49,772)	25,000
経常利益率	18.08%	20.44%	17.09%	12.24%	-2.85%	2.08%
純利益率	14.25%	14.15%	10.35%	5.28%	-3.87%	1.74%
ROE	36.7%	28.3%	20.3%	11.1%	-5.9%	
潜調一株益 (円)	46.02	47.87	39.43	20.98	(10.74)	5.39
自己資本 比率	34.1%	38.3%	37.3%	35.0%	34.5%	
営業 CF	311,943	171,833	230,043	190,582	67,002	
投資 CF	(63,892)	(108,934)	(274,316)	(214,977)	(172,933)	
FCF	248,051	62,899	(44,273)	(24,395)	(105,931)	
一株 FCF (円)	51.59	13.28	(9.67)	(5.26)	(22.86)	

FCF (フリーキャッシュフロー) の数値には、営業 CF と投資 CF の純額を用いた。

H22/3 期の FCF 赤字は「差別化の加速」に向けた設備投資による投資支出の増加が主な要因である。ちなみに当期・第3四半期累計では FCF 黒字を確保。

次は連結貸借対照表を眺めてみて気づいた点をいくつか。

純資産の部の「その他有価証券評価差額金」の減少が目を引く。前期末はプラス (含み益) の状態だったが H22/12 末時点では 154 億円のマイナス (含み損) である。この 9 ヶ月間で、保有する有価証券の時価下落により△177 億円 (税効果考慮後) の純資産が削り取られている点、ここに表現されている。

さらに親会社単独の有価証券明細に目を通してみれば、最も巨額なのが新日鉄の株式であることが分かる。この株価下落の影響が大きかったもよう。結果、自己資本の 2% 程度を侵食。

あと、棚卸資産残高は 352 億円の増加。しかし回転期間を見れば逆に低下している。売

上高の回復、取引量の増加に伴う在庫増と推察。

□会社のビジネスについて

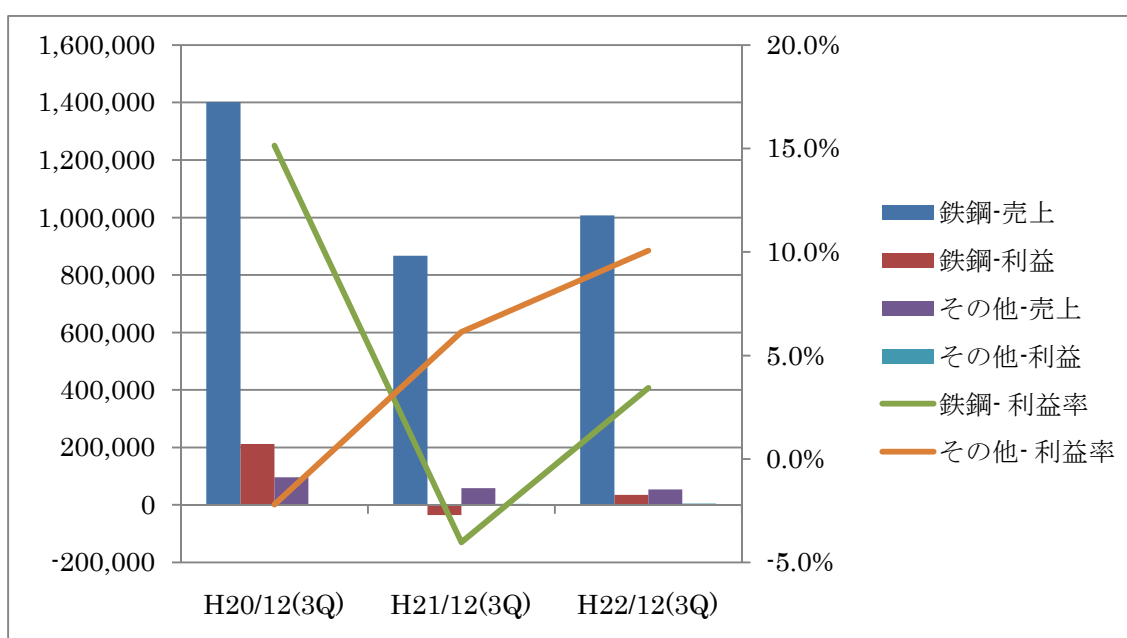
話が前後してしまうようだが、ビジネスの内容はどんなものだろう。

会社のビジネスは「鉄鋼事業」と「その他の事業」に大別される（報告セグメントという）。

鉄鋼事業における主要製品は、鋼板、建材製品、鋼管、条鋼、鉄道車両用品、鋳鍛鋼品など。その他事業には、電子部品や不動産の賃貸・販売他が含まれる。

当然のことながら鉄鋼事業が圧倒的に重要である。

さて事業種別の業績推移は次の通り（第3四半期累計金額の比較。単位は百万円である）



(元データ。単位は百万円)

	H20/12(3Q)	H21/12(3Q)	H22/12(3Q)
鉄鋼-売上	1,401,592	866,615	1,006,777
鉄鋼-利益	212,126	(34,902)	34,566
鉄鋼-利益率	15.1%	-4.0%	3.4%
その他-売上	96,379	58,852	53,518
その他-利益	(2,115)	3,614	5,391
その他-利益率	-2.2%	6.1%	10.1%

※「利益」は営業利益、「利益率」は売上高営業利益率の意である。

※なお、セグメント間取引消去前の数字のため、営業利益の単純合算は損益計算書と一致しない。

会社 IR 資料を参照するに、鋼材品種別の出荷数量は「鋼板・建材」が 602 万トンと圧倒的である。一方、「鋼管」は 113 万トン（H21/3 期実績）。

ところが売上高ベースで見ると、「鋼板・建材」が 4,985 億円、「鋼管」が 4,729 億円と肩を並べる水準となる。鋼管には住金の代名詞ともいべきシームレスパイプが含まれるためだ。住金の鋼管は高く売れるのである。

シームレスパイプとは、鋼の塊に孔をうがち、ぐいぐい押し広げてつくられる継ぎ目なき鋼管をいう。強度に優れ、石油・天然ガス採掘用パイプなどに用いられる。しろうと目にもすさまじい技術である。この分野において世界トップシェアの製品を住金は数多く持つ。

円高により輸出競争力は削がれているものの、高い技術力を背景に販売価格重視の受注方針を継続とのこと。安売りを避けているのは好ましい。H22/12 末時点（第 3 四半期累計）では前期を上回るペースで売上を伸ばしていることが見て取れる。

全社ベースの自己資本利益率は過去 5 年間で平均してみると 18%となかなか良い水準といえるが、サブプライム問題に端を発する世界的信用収縮後の低下が著しい。前述の通り H22/3 期は営業損益赤字、純損失計上である。

当期は第 3 四半期末現在、年率換算ベースで大体 5 %程度（試算）。ただしこの数値は東日本大震災発生前の水準なので、ご留意願いたい。

□損益項目について

粗利率は、前 3Q（第 3 四半期）の 6.6%から、当 3Q は 12.7%と大きく改善。コスト削減努力もあるだろうが、固定費が大きい分、売上の増加が利益率に与える影響は大きい。

また、持分法投資損益にも要注目である。前 3Q は持分法投資損益△160 億円だったが、当 3Q では+33 億円と大きく改善。関連会社の業績回復が見て取れる。

□会計方針の変更等の有無について

一応チェックしておくべき会計方針の変更については強制となる新会計基準適用以外は、該当なし。

連結範囲についても、特に大きな変更はなし。

□簿外債務について

未認識の退職給付債務（主に数理差異）215 億円（不利差異）あり。これは主に年金資産

の運用利回り実績が期待運用収益率を下回ったことからくる、損益取り込み未了の簿外債務である。退職給付関係注記に記載されている。会計基準に沿った処理ではあるものの、表面には現れない債務なので、投資をする前に把握しておきたいものではあるのでここに記す。ちなみに自己資本に対する割合は2.6%。

□その他、気になったこと

連結ベース、流動比率の水準が88%と、やや低い。短期的な資金繰りが厳しい会社でありがちな水準である（ただし親会社単独で見ればこの割合は100%を超える）。連結子会社中1社（株住友金属エレクトロデバイス）が債務超過の状態にあるようなので、その影響かもしれないと推測。

□監査報告書について

無限定適正意見である。会計監査人は有限責任監査法人トーマツ。

会計監査人の変更はなし。

ちなみに会社の監査役（社外）のひとり（以前、監査報告書にサインしていた）トーマツOBの方である。

個人的見解を述べる。法的に問題となるわけではないのだが、もしも私が株主となっている会社において、会計監査人OBが監査役の選任決議議案に現れた場合、反対票を投じることになっている。

□会社が大切にしている「見えない資産」について

決算書を読み進めていく中で、心に響く会社方針があったのでご紹介する。

“当社グループの事業基盤を支え、企業価値を高めていくためには、「見えない資産」が大切だと考えている。お客様からの評価とそれに基づく信頼関係は、当社グループの最も価値のある資産のひとつである。”（業績概要より）

□3.11 東日本大震災の影響について

人的被害はなし。しかし主力の鹿島製鉄所（茨城県鹿嶋市）において被災。ガスホルダー火災発生、13日鎮火。一時、全ライン停止。設備被害（ガスホルダー、コークス炉、高炉、岸壁クレーンなど）あるも津波による冠水はなし。それ以外の製鉄所は通常操業を維持。

<被災した鹿島製鉄所の主な状況>

3/20 第3高炉の送風開始

3/26 第1高炉送風再開、鹿島火力発電所100%稼働

4/5 厚板工場圧延再開

鹿島製鉄所について会長曰く、「クレーンは和歌山製鉄所から移設する。5月には平常運転に戻る見込みだが、火災が起きたガスタンクなどの完全な復旧には2年ぐらいかかる」とのこと（4/8 朝日新聞）

□大株主の状況について

筆頭株主は住友商事 9.54%。次いで新日鉄 9.4%。

ちなみに住金による新日鉄の持分割合は 4.2%。株式持ち合い関係にある。

4/11 終値で考えてみると、住金から新日鉄へ 736 億円の出資、新日鉄から住金へ 804 億円の出資、という関係。おカネ的には行って来い、である。

□新日鉄との経営統合について

両社は「平成 24 年 10 月 1 日を目途に両者を統合するべく検討を開始することに合意」合併予定。詳しくは四半期報告書の重要な後発事象に記載。

住金は、新日鉄の「世界トップクラス鉄鋼会社としての経験」に期待、新日鉄は住金の「鋼管における競争力」に注目して、経営統合の合意に至ったとのこと。

なお、「公正取引委員会への相談はこれから」（2/3 時点）。「両者の得意分野は異なるので異常に大きなシェアにはならない。理解してもらえると考えている」とのこと。

□結論

住金の株価、4/11 終値は 178 円である。4 年前には 800 円をうかがう水準にあったことを考えれば、ずいぶん下げたものである。果たして割安といえるのだろうか？

一株当たり純資産は 175.41 円。PBR（株価純資産倍率）は 1.01 倍となる。市場は会社を純資産簿価にほぼ等しいものと評価している。

当期の配当予想は一株当たり年 5 円。前期と同額である。住金は安定配当重視を掲げる会社。予想通りならば配当利回りは 2.8%となる。

次は PER（株価収益率）を見ておこう。株価÷1株当たり当期純利益 で計算される指標であるが、このレポートでは「一株当たり当期純利益」ではなく「潜在株式調整後一株当たり当期純利益」（潜調一株益）を用いる。こちらの方が、潜在する希薄化効果を加味した実質的な意味での一株益だからである。

潜調一株益の5期平均は 24.83 円、これで PER を算出すれば 7 倍である。私自身、買い時か？と一瞬心が湧きたったが、H23/3 期予想一株益を用いた場合、33 倍となる。うーむ。

自由に使えるキャッシュをどれだけ稼ぎ出せるビジネスか、という観点で見れば、FCF（フリーキャッシュフロー）が重要である。一株当たり FCF が有報に記載されることは（少なくとも現在のところ）ないので試算した（FCF に潜調一株益と当期純利益の比率を乗じて算出）。

一株当たり FCF（5期平均）は 5.42 円となる。これに対して株価は何倍に相当するか。プライス キャッシュフロー レシオ（PCFR）といったところである。その値は 33 倍。奇しくも当期末予想一株益を用いた PER と同じ水準となった。

収益性、キャッシュを稼ぎ出す力、といった観点からいえば、現状の水準では必ずしも割安といえるわけではないと考える。

利益水準および FCF の水準が今後、回復するか否か、ここをどう見るかが、投資する側として目利き力の見せどころではある。が、個人的には、会社を取り巻く経営環境、震災の影響、新日鉄との経営統合というイベントを控えた今、性急に動く必要性はそれほど高くないかなと思われる。

また、被災した鹿島製鉄所、復旧のための設備投資支出の増加が予想されることから、試練の時はいましばし続くと考えるべきであろう。

当面は様子見としたいが、今回、有報・四報・IR 資料などを読み込んで、住金の技術力にかなりの好感を覚えたのも事実。私好みの会社である。なかでもシームレスパイプは素敵だ。

今後の状況次第では、私自身、株主となることも十分にあり得る会社である。新日鉄との経営統合の進捗状況も見守りつつ、丹念にウォッチしていきたいものである。（了）

<主要参考文献>

- ・有価証券報告書
- ・四半期報告書
- ・決算短信
- ・会社 IR 資料

<このような会社分析レポートを優先的に受け取りたい方へ>

この会社分析レポートは、楽しい投資研究所が作成している。

楽しい投資友の会・会員の方には、いつも通り、一般に先駆けて 24 時間先行公開させて

いただいた。

楽しい投資友の会は、楽しい投資研究所のオフィシャルクラブ（会員特典付き）である。

- ・特典その1 企業分析レポート優先公開
- ・特典その2 会員の方には「投資の感性を高める」をテーマとした「楽しい投資ニュースレター」を配信。

楽しい投資友の会の入会金、年会費はともに無料である。入会手続は楽しい投資研究所HPにてどうぞ。

※楽しい投資友の会 >> <http://www.1toushi.com/oc/>

<レポート執筆者プロフィール>

庄司 卓矢（しょうじ・たくや） / 楽しい投資研究所 主宰

※楽しい投資研究所 >> <http://www.1toushi.com/>

山形県生まれ。公認会計士。

公認会計士は、投資家保護の使命をもって生まれた職業であるのに、決算書を作る供給サイドには一所懸命な一方で、決算書を必要とする投資家の側、いわば需要サイドをサポートする機会はほとんどない。これが、資本市場がカジノ化するひとつの要因となっているのではないか、との思いから、インターネットサイト「楽しい投資研究所」を主宰。次のミッションを掲げる。

“決算書を、投資家にとって身近なものとする。ひいては日本の証券取引の場を、健全な資本市場とし、市場を通じたコーポレート・ガバナンスによって、優れた、尊敬できる会社をバックアップし、さらには豊かで幸せな国づくりに資する”

著書に バフェットの謎（技術評論社）、決算書投資術（総合法令）。

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

※ツイッター >> <http://twitter.com/#!/bahette1>

最後までお読みいただきありがとうございます。感謝申し上げます。

リクエスト等ございましたら、こちらからお送り願いたい。すべてにご返事申し上げるとはお約束できませんが、お送りいただいたメッセージは一所懸命、全部読みます。

※連絡先 >> <http://bit.ly/gIpHIL> （メールフォームです）

読んで下さったあなたに、重ねてありがとう。

Copyright (C) 1toushi.com All Rights Reserved.