

三洋貿易 (3176)

連結通期 (百万円)		売上高	営業利益	経常利益	親会社株主に帰属 する当期純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
FY09/2016		59,908	4,052	4,274	2,757	192.8	49.0	1,422.3
FY09/2017		67,738	4,938	5,270	3,351	234.2	59.0	1,663.8
FY09/2018会予		74,300	4,950	5,150	3,310	231.3	59.0	-
FY09/2017	前年比	13.1%	21.9%	23.3%	21.5%	-	-	-
FY09/2018会予	前年比	9.7%	0.2%	(2.3%)	(1.2%)	-	-	-
連結半期 (百万円)		売上高	営業利益	経常利益	親会社株主に帰属 する四半期純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
1Q-2Q FY09/2017		33,804	2,826	2,977	1,895	-	-	-
3Q-4Q FY09/2017		33,933	2,111	2,293	1,455	-	-	-
1Q-2Q FY09/2018		39,718	2,999	3,061	1,984	-	-	-
3Q-4Q FY09/2018会予		34,581	1,950	2,088	1,325	-	-	-
1Q-2Q FY09/2018	前年比	17.5%	6.1%	2.8%	4.7%	-	-	-
3Q-4Q FY09/2018会予	前年比	1.9%	(7.6%)	(8.9%)	(8.9%)	-	-	-

出所：会社データ、弊社計算

1.0 エグゼクティブサマリー (2018年6月21日)

新たなビジネスモデル

自動車関連主体の輸入技術商社である三洋貿易では、新たなビジネスモデルによる事業展開が始まりつつある。また、これをもって中長期的な成長ポテンシャルが今迄以上に高まっている。2018年9月期第2四半期累計期間の業績推移においては、主力の自動車関連の売上高が予想以上に好調な推移を示したことに加えて、木質バイオマス関連の大型案件が発生しており、着実な増収及び増益が達成されている。前者が従来からの主力事業である一方、後者は同社にとって初となる3点セットでの一括納入案件とのことである。後者の中核を形成する独 Burkhardt 社の熱電併給装置の納入に関しては、そもそも2015年に第1号機を納入して以来のものとなるのだが、今般の案件においては10台に及んだの納入が実施されている。また、今秋に向けては中規模、来春に向けては今般の案件と同様の大規模プロジェクトがそれぞれ進行しているとのことである。同社の長期ビジョン“VISION 2020”において標榜されている「新規ビジネスのプロジェクト」の推進が大きな成果を生み出しつつあると考えられよう。そして、今後に向けては、発電プロジェクトの企画や設計及び装置の設置の段階からの関与を深める一方、稼働開始後においては持続的な安定稼働をサポートしていきたいとのことである。自動車関連主体の輸入技術商社である同社にとっては、新たなビジネスモデルが構築されつつあり、これに伴う追加的な収益が持続的に発生し拡大を続ける可能性が高まっている。

2018年9月期第2四半期累計期間は、売上高39,718百万円(前年同期比17.5%増)、営業利益2,999百万円(6.1%増)、営業利益率7.6%(0.8%ポイント低下)での着地となった。先行投資負担が増加しているものの、増収効果などの影響がより大きく、第2四半期累計期間としては5期連続の最高益更新が達成されている。事業セグメント別では、「機械資材」で売上高13,977百万円(25.1%増)、営業利益1,811百万円(23.2%増)、営業利益率13.0%(0.2%ポイント低下)となり、これが同社としての増益に圧倒的な影響を及ぼした。前年同期に発生した自動車関連の好採算スポット案件が一巡しているものの、自動車関連の売上高はこれもこなして予想以上に好調な推移を示した一方、木質バイオマス関連の大型案件の売上高が計上されたことが寄与した。将来を見据えた人材投資に積極的に取り組んでいる同社においては、人的投資費用などが増加を続けているものの、「機械資材」における増収効果がこれを補って余りあるほどに大きかったとされている。ただし、前年同期は上述のスポット案件含みで例外的に売上総利益率が高かったため、これの一巡に際して「機械資材」においても同社においても営業利益率は前年同期に対して漸減することを余儀なくされた。

2018年9月期に対する会社予想においては、売上高74,300百万円(前年比9.7%増)、営業利益4,950百万円(0.2%増)、営業利益率6.7%(0.6%ポイント低下)が見込まれている。また、上述の第2四半期累計期間の業績推移は、当初の会社予想の前提を上回った模様ではあるものの、同社は、当初の会社予想を据え置いている。一方、第2四半期累計期間の同社としての営業利益の増加に対して圧倒的な影響を及ぼした「機械資材」に関しては、売上高24,800百万円(14.8%増)が、会社予想の前提として織り込まれている。第2四半期累計期間の前年同期に対する増収率25.1%との比較では、増収率が減速することになる。下半期に向けては、木質バイオマス関連の売上高が計上されないことが1つの要因となっている模様である。また、もう1つの収益源である「化成品」に関しては、2017年9月期に発生した原材料市況の大幅変動に伴う一過性の増益要因が剥落する一方、これを除いたところでは引き続き堅調な推移となることが見込まれている。また、第2四半期累計期間においては、「機械資材」及び「化成品」で、同社としての営業利益(調整額前)の80.1%が占められている。

2.0 会社概要

自動車関連主体の輸入技術商社

商号	三洋貿易株式会社 Web サイト I R 情報 最新株価	 三洋貿易株式会社
設立年月日	1947年5月28日	
上場年月日	2012年10月23日：東京証券取引所1部（証券コード：3176）	
資本金	1,006百万円（2018年3月末）	
発行済株式数	14,503,854株、自己株式内数188,123株（2018年3月末）	
特色	<ul style="list-style-type: none">● 「化成品」及び「機械資材」において自動車関連の売上高構成比60%● 営業担当者の過半を占める技術系の人材による優れた提案力に強み● 企業買収を通じた新分野への参入及び海外展開に注力	
事業セグメント	. 「化成品」 . 「機械資材」 . 「海外現地法人」 . 「国内子会社」	
代表者	代表取締役社長 増本 正明	
主要株主	日本トラスティ信託口 9.8%、東亜合成 5.2%（2018年3月末）	
本社	東京都千代田区	
従業員数	連結 330名、単体 191名（2018年3月末）	

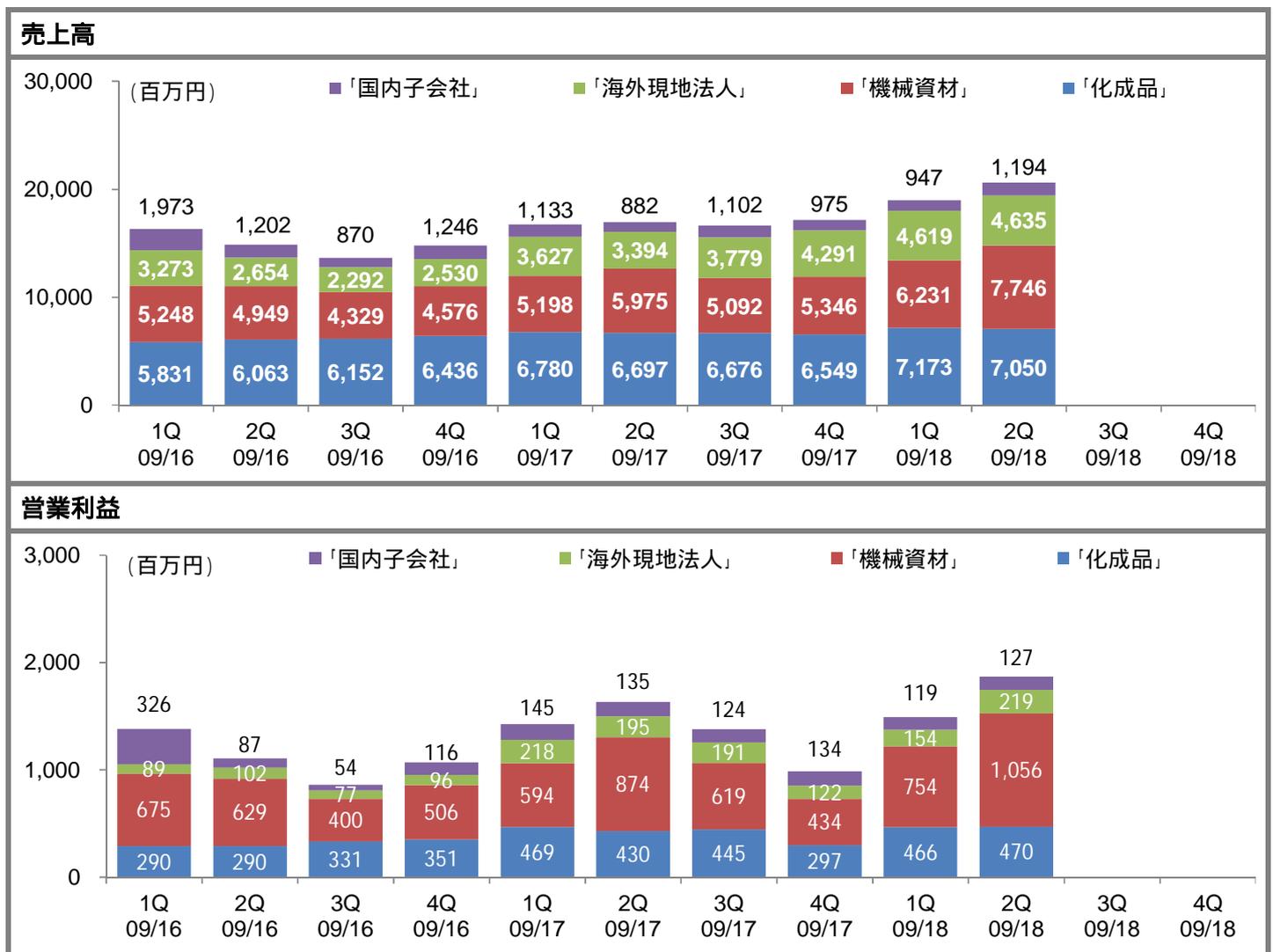
出所：会社データ

3.0 業績推移

2018年9月期第2四半期累計期間

2018年9月期第2四半期累計期間は、売上高 39,718 百万円(前年同期比 17.5%増)、営業利益 2,999 百万円(6.1%増)、経常利益 3,061 百万円(2.8%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益 1,984 百万円(4.7%増)での着地となった。また、営業利益率 7.6%(0.8%ポイント低下)である。

一方、当初の通期会社予想は据え置かれているものの、第2四半期累計期間における進捗率は比較的に大きい。売上高で 53.5%、営業利益で 60.6%である。2017年9月期の実績においては、第2四半期累計期間において、それぞれ、49.9%、57.2%であった。即ち、前年同期の実績との比較においては、それぞれ、3.6%ポイント、3.4%ポイントに及んで進捗率が大きいことになる。当社の会社予想の前提を上回る着地となったと考えられよう。



出所：会社データ、弊社計算

また、販売管理費の増加は増収率に沿う水準であった一方で、売上総利益率 17.5%（前年同期の 18.4%との比較で 0.9%ポイント低下）となった。結果、営業利益率が前年同期に対して漸減している。ただし、前年同期に発生した自動車関連の好採算スポット案件が一巡していることによって売上総利益率が漸減したことに鑑みれば、前年同期の売上総利益率 18.3%が、例外的に高かったとも考えられよう。例えば、更にその前年同期に当たる 2016 年 9 月期第 2 四半期累計期間においては、売上総利益率 16.6%である。従って、これとの比較においては、同社としての売上総利益率は着実な上昇を続けているとも考えられよう。

同社は、「化成品」及び「機械資材」に加えて、海外での事業展開を担う「海外現地法人」、そして、買収した企業の事業展開を担う「国内子会社」にも関与している。また、現状においては、従来からの「化成品」及び「機械資材」における事業展開が、同社としての大きな収益源となっている。第 2 四半期累計期間においては、「化成品」で営業利益構成比 27.3%（調整額前）、「機械資材」で営業利益構成比 52.8%である。従って、両者を併せて営業利益構成比 80.1%である。

「化成品」及び「機械資材」における同社は、創業以来の 70 年間を超える事業展開を通して、仕入先及び販売先である顧客の両方から高い信頼を得ている一方、技術商社としての提案力に長けていることもあり、一定水準以上に及び付加価値の創造を続けている。上述の売上総利益率の動向に鑑みれば、その付加価値の創造は従来以上に大きく拡大しているとも考えられよう。「化成品」及び「機械資材」における主要事業は、日本国内における独占的な販売代理権を得たうえで、市場規模は小さいもののグローバルベースでも市場シェアが大きいニッチな商材を、海外から仕入れて日本国内の顧客に販売することである。また、第 2 四半期累計期間における業績動向は、下記の通りである。

「化成品」は、売上高 14,223 百万円（5.5%増）、営業利益 936 百万円（4.1%増）、営業利益率 6.6%（0.1%ポイント低下）での着地となった。売上高の半分を占めるとされるゴム関連に関しては、主力の自動車・家電・情報機器関連向け合成ゴムや副資材などが堅調に推移した一方で、一部の輸出品が低迷したとのことである。売上高の残る半分を占めるとされる化学品関連に関しては、主力の塗料・インク関連やフィルム及び電材輸出が好調に推移した一方で、畜産や医薬といった領域でも堅調な推移が認められたとのことである。また、難燃剤や染料、接着剤及び関連機器の販売が低調に推移したものの、2018 年 4 月に吸収合併した株式会社ソートの業績は好調に推移したとのことである。また、この子会社の吸収合併によってシナジーが発生するとのことである。

「機械資材」は、売上高 13,977 百万円（25.1%増）、営業利益 1,811 百万円（23.2%増）、営業利益率 13.0%（0.2%ポイント低下）での着地となった。また、ここでの増益が同社としての増益に圧倒的な影響を及ぼした。同社としての営業利益（調整額前）が、前年同期との比較で純増 281 百万円であったのに対して、「機械資材」で純増 341 百万円である。売上高の 60%～70%を占める、自動車用内装部品を主要な用途先とする産業資材関連においては、高級車向けシート用本革やシートヒーターなどの販売が予想以上に拡大したとのことである。同社が当該商材を提供する車種の製造及び販売数量が、予想以上に好調に推移した模様である。

売上高の残る 30%～40%を占める機械・環境関連及び科学機器関連の売上高も好調に推移した。ペレットミル及び関連部品の販売などを展開してきた機械・環境関連においては、木質バイオマス関連の大型案件の売上高が計上された一方、科学機器関連においては、摩擦摩耗試験機、バイオ関連機器、元素分析装置に加えて、耐候性試験機やガス分析機も好調に推移した。科学機器関連における同社は、このような各種の検査・試験機器などの専門性の高い商材の販売に深く関与しており、売上高の規模はかなり小さい模様ではあるものの、その専門性の高さからか売上総利益率もそれなりに高いとのことである。

一方、営業利益の残る 19.9%を占めたのは、「海外現地法人」、「国内子会社」、「その他」である。それぞれの営業利益構成比は、10.9%、7.2%、1.8%である。

「海外現地法人」は、売上高 9,255 百万円(31.8%増)、営業利益 374 百万円(9.5%減)、営業利益率 4.0%(1.8%ポイント低下)での着地となった。米国、上海、タイでの事業展開を担う「海外現地法人」では、大幅な増収が達成され増収効果も大きくなったものの、微減益を余儀なくされている。一過性の要因による販売管理費の増加が増収効果を打ち消して余りあるほどに大きくなったとのことである。ただし、同社によれば、先行投資に係る費用の拠出も含まれており、この減益は一過性の現象に終わるとのことである。

「国内子会社」は、売上高 2,142 百万円(6.3%増)、営業利益 247 百万円(12.0%減)、営業利益率 11.5%(2.4%ポイント低下)での着地となった。企業買収を通して獲得した株式会社ケムインター及びコスモス商事株式会社の事業における業績推移が反映される「国内子会社」においても増収ではあるものの、微減益を余儀なくしている。株式会社ケムインターでは、米国・台湾向けの半導体関連商材や穿孔機器の販売が大きく伸長したものの、コスモス商事株式会社では、前年同期において好調であった地熱分野での機材販売・レンタル事業の反動減が発生したとのことである。

また、地域別(仕向地別)の売上高の推移においては、日本で売上高 25,431 百万円(13.6%増)である。これに対して、「海外現地法人」で言及した通り、海外での増収率はより大きくなっている。同社の長期ビジョン“VISION 2020”において特に注力されている、成長事業に係る事業戦略の1つである「グローバル展開の加速」が徐々に進捗していることが示唆されているとのことである。

長期ビジョン“VISION 2020”に関しては、それが掲げる業績目標が既に達成されている。ただし、同社は、上述の「グローバル展開の加速」に加えて、「新規ビジネスのプロジェクト」及び「新規投資案件の推進」の3項目から構成される成長事業に係る事業戦略の推進を続け、更なる業績の拡大を目指すとしている。2020年3月期に対して経常利益 5,000 百万円を達成することが業績目標とされていたのに対して、2017年9月期の実績において経常利益 5,270 百万円が達成されている。

例えば、「新規ビジネスのプロジェクト」に関しては、先述にもある木質バイオマス関連の大型案件の売上高が計上されたことによって大きな進捗があったとされている。群馬県の南西部に所在する、関東最大のシイタケ工場である[上野村きのこセンター](#)では、温度管理に必要な電気や熱を自家生産するための木質バイオマス装置が2015年より稼働している。また、この装置こそが同社による納入による第1号機となった独ブルクハルト社の熱電併給装置である。

一方、2018年3月24日、宮崎県串間市に所在する「大生(おおばえ)黒潮発電所」の竣工式が執り行われている。また、ここでの発電を担うのが、同社によって納められた10台に及ぶ独ブルクハルト社の熱電併給装置である。従来からの商材である米CPM社製ペレットミルや独ステラ社製ドライヤー(ベルトコンベアー式)も納入し、3点セットを一括納入できた初の案件になったとのことである。また、第2四半期累計期間に売上高が計上されたこのプロジェクトの規模は相当に大きかった模様である。

「大生（おおばえ）黒潮発電所」の竣工式（2018年3月24日）



出所：[シン・エナジー株式会社のHP](#)

そして、今後に向けては、保守サービスなどにも深く関与し、一貫通貫のビジネスモデルを構築するとのことである。具体的には、発電プロジェクトの企画や設計及び装置の設置の段階からの関与を深める一方、稼働開始後においては持続的な安定稼働をサポートしていきたいとのことである。自動車関連主体の輸入技術商社である同社にとっては、まったくもって「新規ビジネスのプロジェクト」の推進が大きく進捗したと考えられよう。

太陽光、風力、地熱といった比較の対象となる再生可能エネルギーは複数に及んで存在する。更には、バイオマス発電においても「木質」以外のスキームのものも同様に複数に及んで存在する。ただし、同社によれば木質バイオマスは多くの側面において比較優位性を有しており、将来に向けて需要が中長期的に大きな拡大を続ける可能性が高いとのことである。

実際にも、上述の「大生（おおばえ）黒潮発電所」の件がメディアで報道されて以来、多くの引き合いが舞い込んでおり、これに引き続く木質バイオマス関連の売上高が今後に向けて計上されていく見通しである。例えば、今秋には愛媛県の内子町で独ブルクハルト社の熱電併給装置を6台納入することがほぼ確定しているとのことである。また、来春には北海道の下川町で10台納入することが確定しているとのことである。一方、更なる新案件の発生に向けて、同社は大きな期待を寄せているとのことである。

損益計算書（四半期累計、四半期）

損益計算書 (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	前年比 純増減
	1Q 09/2017	2Q累計 09/2017	3Q累計 09/2017	4Q累計 09/2017	1Q 09/2018	2Q累計 09/2018	3Q累計 09/2018	4Q累計 09/2018		
売上高	16,784	33,804	50,515	67,738	19,038	39,718	-	-		+5,913
売上原価	13,768	27,596	41,279	55,473	15,649	32,765	-	-		+5,168
売上総利益	3,015	6,207	9,235	12,264	3,388	6,952	-	-		+744
販売費及び一般管理費	1,697	3,380	5,217	7,325	2,067	3,952	-	-		+572
営業利益	1,318	2,826	4,018	4,938	1,321	2,999	-	-		+172
営業外損益	156	150	284	332	82	62	-	-		(88)
経常利益	1,474	2,977	4,302	5,270	1,403	3,061	-	-		+84
特別損益	0	0	2	(22)	130	289	-	-		+289
税金等調整前純利益	1,474	2,977	4,304	5,247	1,533	3,351	-	-		+373
法人税等	548	1,027	1,467	1,760	575	1,193	-	-		+165
非支配株主に帰属する当期純利益	26	54	90	136	38	173	-	-		+119
親会社株主に帰属する当期純利益	900	1,895	2,746	3,351	919	1,984	-	-		+88
売上高伸び率	+2.4%	+7.9%	+12.1%	+13.1%	+13.4%	+17.5%	-	-		-
営業利益伸び率	+0.5%	+22.6%	+32.2%	+21.9%	+0.2%	+6.1%	-	-		-
経常利益伸び率	+6.0%	+25.3%	+35.9%	+23.3%	(4.8%)	+2.8%	-	-		-
親会社株主に帰属する当期純利益伸び率	+4.9%	+28.7%	+38.8%	+21.5%	+2.2%	+4.7%	-	-		-
売上総利益率	18.0%	18.4%	18.3%	18.1%	17.8%	17.5%	-	-		(0.9%)
販売管理費売上高比率	10.1%	10.0%	10.3%	10.8%	10.9%	10.0%	-	-		(0.0%)
営業利益率	7.9%	8.4%	8.0%	7.3%	6.9%	7.6%	-	-		(0.8%)
経常利益率	8.8%	8.8%	8.5%	7.8%	7.4%	7.7%	-	-		(1.1%)
親会社株主に帰属する当期純利益率	5.4%	5.6%	5.4%	4.9%	4.8%	5.0%	-	-		(0.6%)
法人税等合計 / 税金等調整前純利益	37.2%	34.5%	34.1%	33.5%	37.5%	35.6%	-	-		+1.1%

損益計算書 (百万円)	連結実績	連結実績	前年比 純増減							
	1Q 09/2017	2Q 09/2017	3Q 09/2017	4Q 09/2017	1Q 09/2018	2Q 09/2018	3Q 09/2018	4Q 09/2018		
売上高	16,784	17,020	16,710	17,222	19,038	20,680	-	-		+3,659
売上原価	13,768	13,828	13,682	14,194	15,649	17,116	-	-		+3,288
売上総利益	3,015	3,191	3,028	3,028	3,388	3,563	-	-		+371
販売費及び一般管理費	1,697	1,683	1,836	2,108	2,067	1,885	-	-		+201
営業利益	1,318	1,508	1,192	919	1,321	1,677	-	-		+169
営業外損益	156	(5)	133	47	82	(19)	-	-		(13)
経常利益	1,474	1,502	1,325	967	1,403	1,657	-	-		+155
特別損益	0	0	2	(24)	130	159	-	-		+159
税金等調整前純利益	1,474	1,502	1,327	942	1,533	1,817	-	-		+314
法人税等	548	479	439	292	575	617	-	-		+138
非支配株主に帰属する当期純利益	26	28	36	45	38	134	-	-		+106
親会社株主に帰属する当期純利益	900	995	851	604	919	1,064	-	-		+69
売上高伸び率	+2.4%	+13.9%	+21.8%	+15.9%	+13.4%	+21.5%	-	-		-
営業利益伸び率	+0.5%	+51.7%	+62.3%	(9.1%)	+0.2%	+11.2%	-	-		-
経常利益伸び率	+6.0%	+52.4%	+67.7%	(12.6%)	(4.8%)	+10.3%	-	-		-
親会社株主に帰属する当期純利益伸び率	+4.9%	+61.9%	+68.4%	(22.5%)	+2.2%	+7.0%	-	-		-
売上総利益率	18.0%	18.8%	18.1%	17.6%	17.8%	17.2%	-	-		(1.5%)
販売管理費売上高比率	10.1%	9.9%	11.0%	12.2%	10.9%	9.1%	-	-		(0.8%)
営業利益率	7.9%	8.9%	7.1%	5.3%	6.9%	8.1%	-	-		(0.8%)
経常利益率	8.8%	8.8%	7.9%	5.6%	7.4%	8.0%	-	-		(0.8%)
親会社株主に帰属する当期純利益率	5.4%	5.8%	5.1%	3.5%	4.8%	5.1%	-	-		(0.7%)
法人税等合計 / 税金等調整前純利益	37.2%	31.9%	33.1%	31.0%	37.5%	34.0%	-	-		+2.1%

出所：会社データ、弊社計算

報告セグメント（四半期累計、四半期）

報告セグメント (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	前年比 純増減
	1Q 09/2017	2Q累計 09/2017	3Q累計 09/2017	4Q累計 09/2017	1Q 09/2018	2Q累計 09/2018	3Q累計 09/2018	4Q累計 09/2018		
「化成品」	6,780	13,477	20,153	26,703	7,173	14,223	-	-	+745	
「機械資材」	5,198	11,174	16,267	21,613	6,231	13,977	-	-	+2,802	
「海外現地法人」	3,627	7,022	10,801	15,093	4,619	9,255	-	-	+2,232	
「国内子会社」	1,133	2,015	3,118	4,093	947	2,142	-	-	+126	
「その他」	55	110	166	222	56	86	-	-	(24)	
調整額	(12)	3	7	11	9	34	-	-	+30	
売上高	16,784	33,804	50,515	67,738	19,038	39,718	-	-	+5,913	
「化成品」	469	899	1,344	1,642	466	936	-	-	+37	
「機械資材」	594	1,469	2,089	2,524	754	1,811	-	-	+341	
「海外現地法人」	218	413	604	727	154	374	-	-	(39)	
「国内子会社」	145	280	405	540	119	247	-	-	(33)	
「その他」	43	87	131	128	45	63	-	-	(24)	
セグメント利益	1,471	3,150	4,576	5,562	1,539	3,432	-	-	+281	
調整額	(152)	(324)	(557)	(624)	(218)	(433)	-	-	(108)	
営業利益	1,318	2,826	4,018	4,938	1,321	2,999	-	-	+172	
「化成品」	6.9%	6.7%	6.7%	6.1%	6.5%	6.6%	-	-	(0.1%)	
「機械資材」	11.4%	13.2%	12.8%	11.7%	12.1%	13.0%	-	-	(0.2%)	
「海外現地法人」	6.0%	5.9%	5.6%	4.8%	3.3%	4.0%	-	-	(1.8%)	
「国内子会社」	12.8%	13.9%	13.0%	13.2%	12.6%	11.5%	-	-	(2.4%)	
「その他」	77.7%	78.9%	79.3%	57.8%	80.5%	73.1%	-	-	(5.8%)	
調整額	(0.9%)	(1.0%)	(1.1%)	(0.9%)	(1.1%)	(1.1%)	-	-	(0.1%)	
営業利益率	7.9%	8.4%	8.0%	7.3%	6.9%	7.6%	-	-	(0.8%)	
報告セグメント (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	前年比 純増減
1Q 09/2017	2Q 09/2017	3Q 09/2017	4Q 09/2017	1Q 09/2018	2Q 09/2018	3Q 09/2018	4Q 09/2018			
「化成品」	6,780	6,697	6,676	6,549	7,173	7,050	-	-	+352	
「機械資材」	5,198	5,975	5,092	5,346	6,231	7,746	-	-	+1,770	
「海外現地法人」	3,627	3,394	3,779	4,291	4,619	4,635	-	-	+1,241	
「国内子会社」	1,133	882	1,102	975	947	1,194	-	-	+311	
「その他」	55	54	55	55	56	29	-	-	(24)	
調整額	(12)	15	4	3	9	24	-	-	+8	
売上高	16,784	17,020	16,710	17,222	19,038	20,680	-	-	+3,659	
「化成品」	469	430	445	297	466	470	-	-	+39	
「機械資材」	594	874	619	434	754	1,056	-	-	+182	
「海外現地法人」	218	195	191	122	154	219	-	-	+24	
「国内子会社」	145	135	124	134	119	127	-	-	(7)	
「その他」	43	43	44	(3)	45	17	-	-	(26)	
セグメント利益	1,471	1,679	1,425	986	1,539	1,892	-	-	+212	
調整額	(152)	(171)	(233)	(66)	(218)	(214)	-	-	(43)	
営業利益	1,318	1,508	1,192	919	1,321	1,677	-	-	+169	
「化成品」	6.9%	6.4%	6.7%	4.5%	6.5%	6.7%	-	-	+0.2%	
「機械資材」	11.4%	14.6%	12.2%	8.1%	12.1%	13.6%	-	-	(1.0%)	
「海外現地法人」	6.0%	5.8%	5.1%	2.9%	3.3%	4.7%	-	-	(1.0%)	
「国内子会社」	12.8%	15.3%	11.3%	13.8%	12.6%	10.7%	-	-	(4.6%)	
「その他」	77.7%	80.0%	80.1%	(5.9%)	80.5%	59.3%	-	-	(20.8%)	
調整額	(0.9%)	(1.0%)	(1.4%)	(0.4%)	(1.1%)	(1.0%)	-	-	(0.0%)	
営業利益率	7.9%	8.9%	7.1%	5.3%	6.9%	8.1%	-	-	(0.8%)	

出所：会社データ、弊社計算

貸借対照表（四半期）

貸借対照表 (百万円)	連結実績	前年比 純増減								
	1Q 09/2017	2Q 09/2017	3Q 09/2017	4Q 09/2017	1Q 09/2018	2Q 09/2018	3Q 09/2018	4Q 09/2018		
現金及び預金	3,678	4,154	3,251	2,635	3,369	3,179	-	-	(974)	
受取手形及び売掛金	14,888	15,052	15,295	17,245	18,617	18,423	-	-	+3,370	
たな卸資産	8,290	8,556	8,695	10,464	10,801	10,073	-	-	+1,516	
その他	1,152	1,388	1,963	1,055	1,201	861	-	-	(527)	
流動資産	28,010	29,152	29,205	31,401	33,989	32,538	-	-	+3,385	
有形固定資産	1,955	1,927	1,913	2,006	1,972	1,987	-	-	+59	
無形固定資産	821	791	756	1,183	1,144	1,121	-	-	+330	
投資その他の資産合計	3,750	3,838	4,171	4,396	4,675	4,348	-	-	+509	
固定資産	6,526	6,557	6,841	7,586	7,792	7,457	-	-	+899	
資産合計	34,536	35,710	36,047	38,987	41,781	39,995	-	-	+4,285	
支払手形及び買掛金	7,419	7,372	7,248	8,175	8,318	8,758	-	-	+1,386	
短期借入金	1,851	1,411	1,211	1,555	3,230	1,754	-	-	+343	
その他	1,884	2,454	2,361	3,144	3,411	2,607	-	-	+152	
流動負債	11,154	11,238	10,821	12,875	14,959	13,120	-	-	+1,882	
長期借入金	50	50	50	100	100	100	-	-	+50	
その他	1,255	1,288	1,367	1,412	1,468	1,268	-	-	(20)	
固定負債	1,305	1,338	1,417	1,512	1,568	1,368	-	-	+29	
負債合計	12,459	12,576	12,238	14,387	16,527	14,489	-	-	+1,912	
株主資本	20,462	21,459	21,909	22,516	22,992	24,042	-	-	+2,583	
その他合計	1,613	1,674	1,898	2,083	2,261	1,463	-	-	(210)	
純資産	22,076	23,133	23,808	24,600	25,254	25,506	-	-	+2,373	
負債純資産合計	34,536	35,710	36,047	38,987	41,781	39,995	-	-	+4,285	
自己資本	21,426	22,436	23,071	23,806	24,453	25,187	-	-	+2,751	
有利子負債	1,901	1,461	1,261	1,655	3,330	1,854	-	-	+393	
ネットデット	(1,777)	(2,693)	(1,990)	(979)	(39)	(1,325)	-	-	+1,368	
自己資本比率	62.0%	62.8%	64.0%	61.1%	58.5%	63.0%	-	-	+0.1%	
ネットデットエクイティ比率	(8.3%)	(12.0%)	(8.6%)	(4.1%)	(0.2%)	(5.3%)	-	-	+6.7%	
ROE(12ヵ月)	13.7%	15.1%	16.6%	15.2%	14.7%	14.4%	-	-	(0.7%)	
ROA(12ヵ月)	13.1%	14.6%	16.3%	14.8%	13.6%	14.1%	-	-	(0.5%)	
在庫回転日数	55	56	58	67	63	54	-	-	-	
当座比率	166%	171%	171%	154%	147%	165%	-	-	-	
流動比率	251%	259%	270%	244%	227%	248%	-	-	-	

出所：会社データ、弊社計算

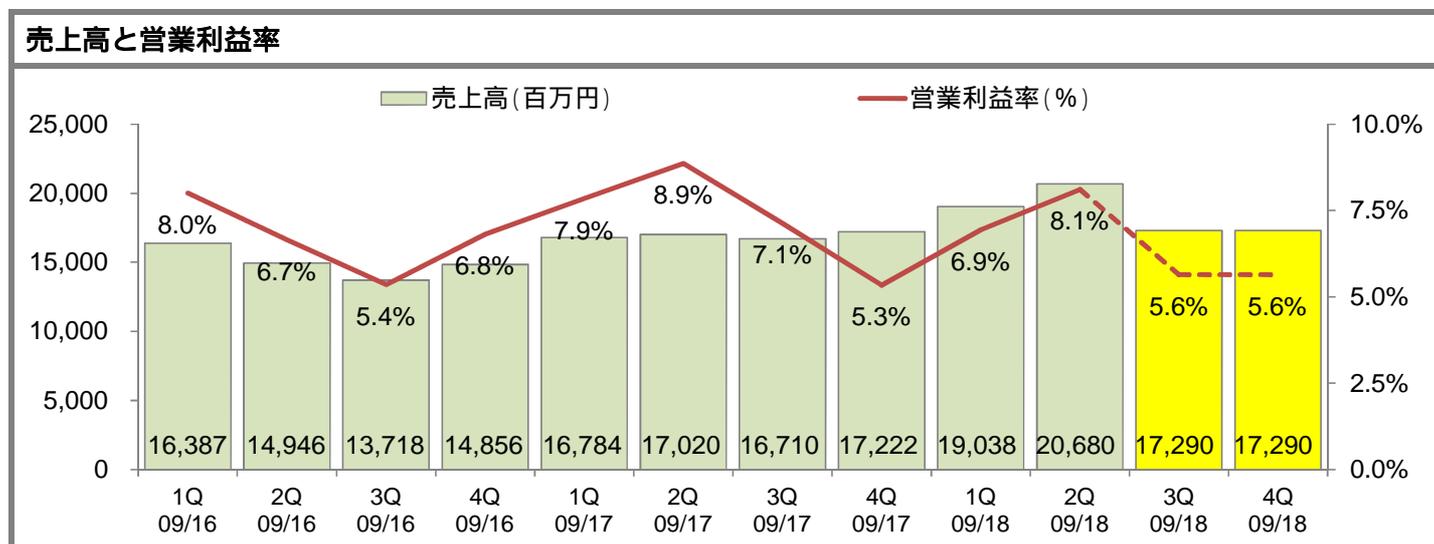
キャッシュフロー計算書（四半期累計）

キャッシュフロー計算書 (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	前年比 純増減
	1Q 09/2017	2Q累計 09/2017	3Q累計 09/2017	4Q累計 09/2017	1Q 09/2018	2Q累計 09/2018	3Q累計 09/2018	4Q累計 09/2018	
営業活動によるキャッシュフロー	-	436	-	178	-	1,478	-	-	+1,042
投資活動によるキャッシュフロー	-	(282)	-	(1,359)	-	32	-	-	+315
営業活動CF + 投資活動CF	-	154	-	(1,180)	-	1,511	-	-	+1,357
財務活動によるキャッシュフロー	-	198	-	(15)	-	(887)	-	-	(1,086)

出所：会社データ、弊社計算

2018年9月期会社予想

2018年9月期に対する当初の会社予想は据え置かれている。売上高 74,300 百万円（前年比 9.7%増）、営業利益 4,950 百万円（0.2%増）、経常利益 5,150 百万円（2.3%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 3,310 百万円（1.2%減）の見通しである。また、営業利益率 6.7%（0.6%ポイント低下）である。一方、年間配当金予定 59.0 円（配当性向 25.5%）も据え置かれている。

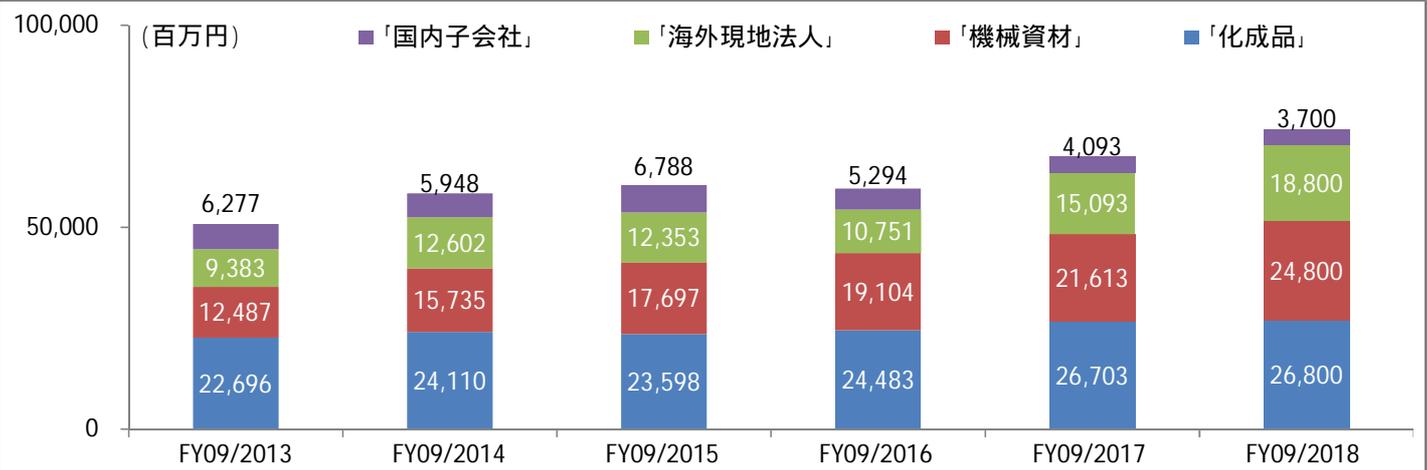


出所：会社データ、弊社計算（2018年9月期3Q及び4Q：通期会社予想から2Q累計実績を差し引いて均等に按分）

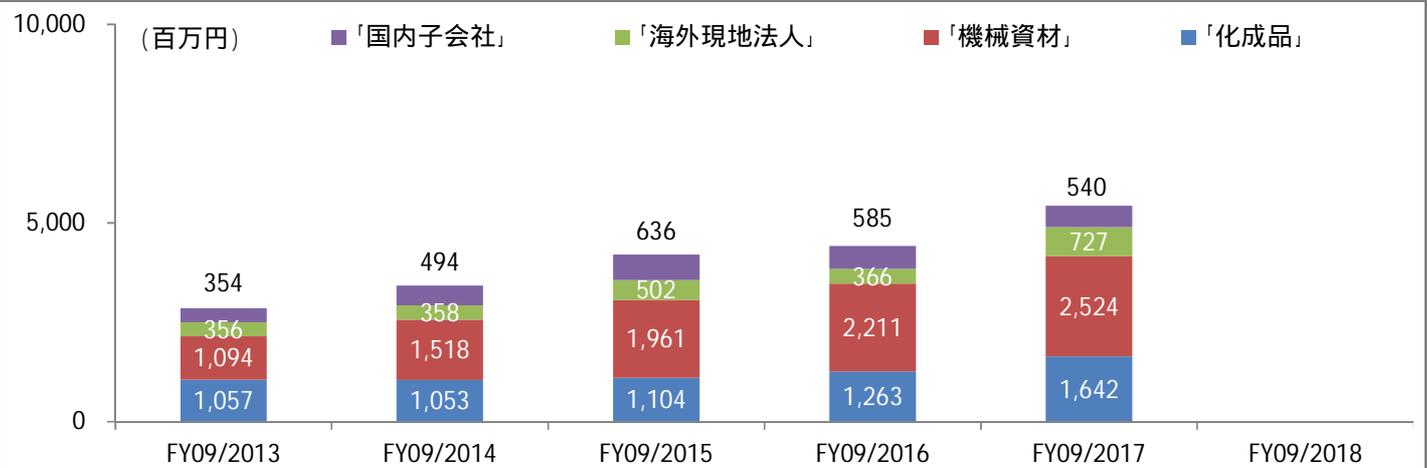
過去5年間における売上高及び営業利益は、2016年9月期に売上高が僅かに調整したことを除いて、持続的に安定的な増加を示してきた。2018年9月期に対する会社予想においてもこれが引き続くことが織り込まれていると考えられよう。ただし、第2四半期累計期間の実績が、ここでの前提を上回った一方で通期の会社予想が修正されていないためか、両者をもって単純に算出した場合、下半期に向けては、売上高 34,581 百万円（前年同期比 1.9%増）、営業利益 1,950 百万円（7.6%減）、営業利益率 5.6%（0.6%ポイント低下）と、やや保守的な前提が織り込まれていることになる。

長期ビジョン“VISION 2020”においては、2018年9月期が「基礎固め」の年度になるとされている一方、2019年9月期が「成長回復」の年度になるとされている。ただし、2018年5月29日に開催された説明会では、「長期ビジョン“VISION 2020”の進展状況」として、木質バイオマス関連の大型案件の売上高が実績として計上されたことが喧伝されている。これに鑑みれば、少なくとも一部で「基礎固め」が既に完了し「成長回復」が実績として始まっているとも考えられよう。また、この結果が、2018年9月期の実績に反映される可能性が指摘されよう。

売上高



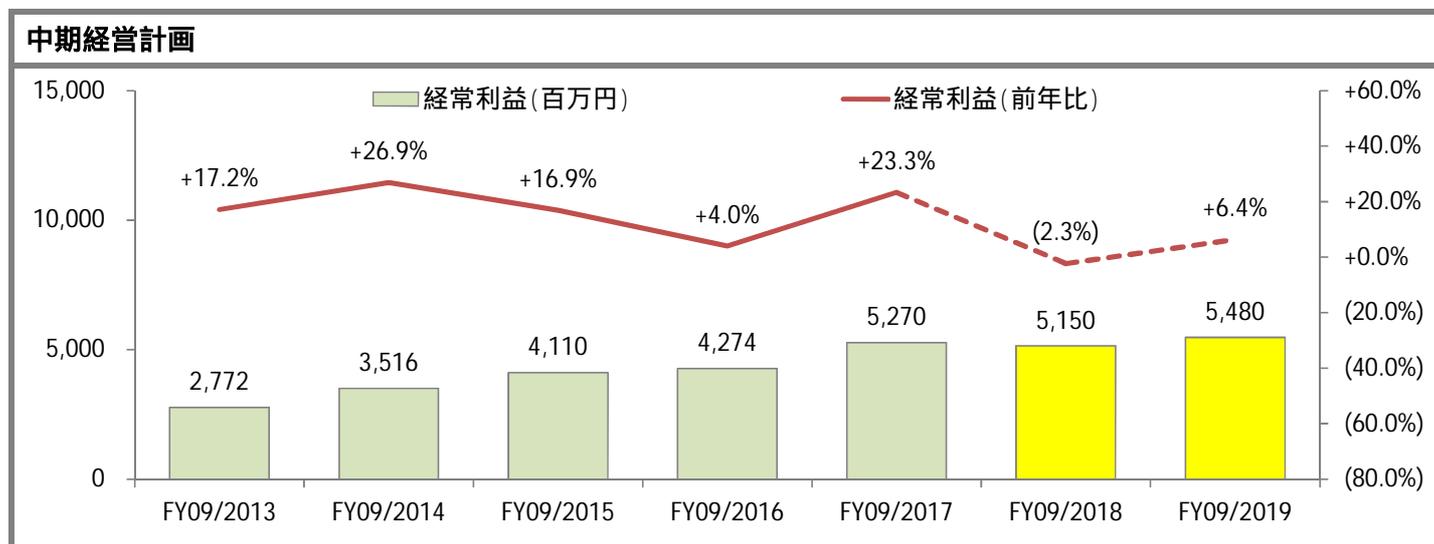
営業利益



出所：会社データ、弊社計算

中長期業績見通し

2015年11月26日、同社は、長期ビジョン“VISION2020(2016年9月期～2020年9月期)”を策定したことを明らかにしている。ただし、ここで掲げられた業績目標は既に達成されている。また、これに鑑みた同社は、2017年11月7日、新たに中期経営計画を開示している。現状に至る経緯において据え置かれている2018年9月期に対する当初の会社予想と併せて考えた場合、2018年9月期に対して経常利益5,150百万円(2.3%減)が見込まれているのに引き続いて、2019年9月期に対して経常利益5,480百万円(6.4%増)が達成されることになる。



出所：会社データ、弊社計算

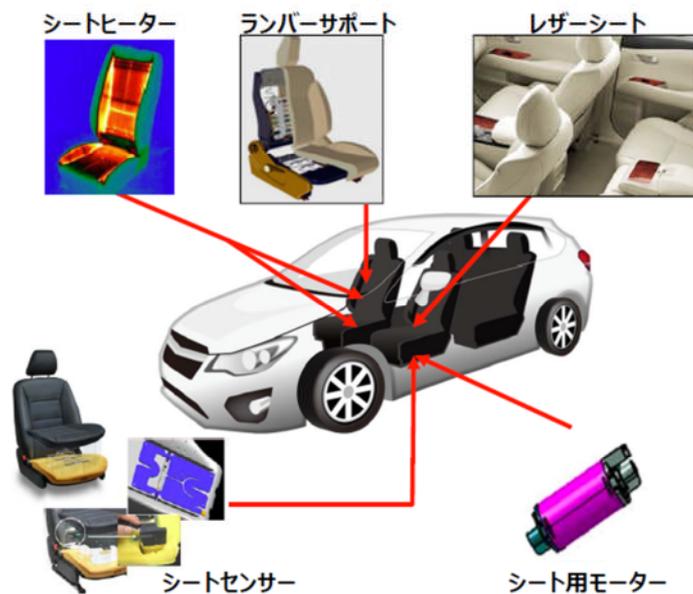
しかし、先述の通り、2018年9月期第2四半期累計期間の業績推移は、2018年9月期に対する会社予想の前提を上回った模様である。また、以上の動向に鑑みれば、同社が開示する長期ビジョン及び中期経営計画の業績目標や会社予想は、結果的に保守的になる傾向が強いことが示唆されよう。自動車関連主体の輸入技術商社である同社においては、顧客の個々の製品の製造及び販売数量などが直接的かつ結果的に同社としての売上高を決定する度合いが大きい。これに鑑みれば、会社予想などの前提が常に保守的になるのは必然とも考えられよう。

4.0 ビジネスモデル

自動車関連主体の輸入技術商社

同社は、自動車関連主体の輸入技術商社である。企業買収を通じた新分野への参入及び海外での事業展開への注力も顕著ではあるものの、輸入技術商社としての側面が強い「化成品」及び「機械資材」で営業利益構成比 80.1%（2018年9月期第2四半期累計期間の実績）であること、また、「化成品」及び「機械資材」における自動車関連の売上高構成比が60%にまで及んでいること、そして、営業担当者の過半を占める技術系の人材による優れた提案力に強みを持つこと、以上の～をもって、自動車関連主体の輸入技術商社とされている模様である。

産業資材関連（主な用途先：自動車用内装部品、高級車向け中心）



出所：会社データ

また、同社としての営業利益の52.8%が、「機械資材」によって占められている。そして、「機械資材」の中核となる商材が、売上高の60%～70%を占める、自動車用内装部品を主な用途先とする産業資材関連の商材である。例えば、GST/Seton Autoleather から仕入れる自動車用の本革（レザーシート）に関しては、デザインの段階から自動車メーカーとの共同開発を行っているとのことである。また、Gentherm から仕入れるシートヒーターに関しては、カーボンファイバー仕様の市場を独占しているとのことである。そして、L&P Group から仕入れるランバーサポートに関しては、高い技術力があることから市場シェアが大きいとのことである。

Disclaimer

ここでの情報は、ウォールデンリサーチジャパンが当該事業会社の発信する「IR情報」を中立的かつ専門的な立場から要約して、レポート形式にまとめたものである。「IR情報」とは、すなわち当該事業会社に係る 弊社との個別取材の内容、 機関投資家向け説明会の内容、 適時開示情報、 ホームページの内容等である。

商号： 株式会社ウォールデンリサーチジャパン

本店所在地： 〒104-0061 東京都中央区銀座 1-13-1 ヒューリック銀座一丁目ビル 4 階

URL: www.walden.co.jp

E-mail: info@walden.co.jp

電話番号： 03 (3553) 3769
