

サンワテクノス

8137 東証 1 部

2014 年 6 月 19 日（木）

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
浅川 裕之

■ 過去最高益を更新中、電機・機械・電子事業を手掛ける技術系商社

サンワテクノス<8137>は、技術系専門商社で、電機・電子・機械の3つの分野にまたがって事業を手掛けている点が通常のエレクトロニクス商社と比較して特徴的だ。創業時に安川電機<6506>の代理店からスタートしたことがこうした業態につながっていると言える。同社は、製造ライン向けの設備納入にとどまらず、そこで製造するための部材を納入し、またその製造ラインで生産された製品も取扱品目に取り込んで業容を拡大させてきた。同社が「双方向取引」と呼ぶ事業成長モデルであり、同社の強みと言える。

同社の取扱品目に製造設備関連が比較的多く含まれていることや、安川電機との関係などから、同社の業績も経済サイクルの変動を受けやすいというイメージがあるとしたら、それは正しい認識とは言えない。過去 15 年間の同社の推移を見ると、リーマンショックの際こそその影響が避けられず一時的に営業赤字へ転落したが、その後 V 字回復したのみならず過去最高益の更新を続けている。

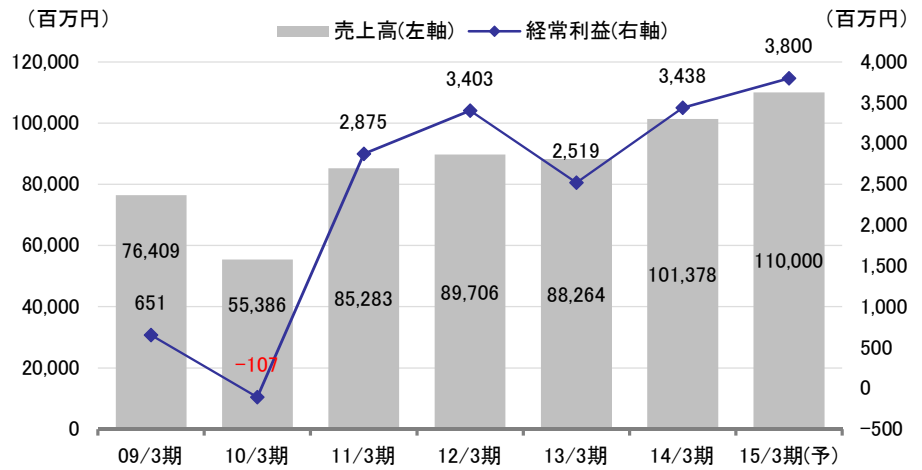
今後の同社の成長シナリオを考える上で注目されるのが、タイでの取り組みとなる。タイ現地法人では自動車分野での業容拡大を狙っているが、そこではメカトロシステム部門の強化を通じて収益性の改善にも取り組んでいる。タイでの取り組みが成功すればそれを他の国・地域や事業部門に適用し、その結果として電機・機械両部門が成長のメインエンジンとしての地位に復活することにもつながるだろう。

商社業界は大手総合商社を始め、業界全体として株価バリュエーションが低位にある。その中であって、同社もほぼ業界平均となっている。ただし、重要なポイントは、同社が最高益を更新中の成長途上にある企業だという点だ。自動車分野の拡大、機械部門の再成長など今後の一段の改善点も多く、まだまだ伸び切っていない。強いバランスシートに裏打ちされて株主還元余力も大きい。今後の収益成長に伴い、一層注目が集まることが期待される。

■ Check Point

- ・「双方向取引」で顧客との関係深め、業績拡大も実現
- ・ 2016 年 3 月期に売上高 120,000 百万円・経常益 4,700 百万円へ、タイでの取り組みに注目
- ・ 2015 年 3 月期は 2 期連続の増収増益で過去最高を連続更新へ

売上高と経常利益の推移



会社概要

電機・機械の有力メーカーとの代理店契約で業容を拡大

(1) 沿革

同社は、故山田徳郎氏が戦時中の中国での電機機械の販売経験を活かして、1946 年 7 月に個人企業として創業したのがスタートだ。その後、1949 年 11 月に山田工業として株式会社化され、同時に、安川電機製作所（現、安川電機）と代理店契約を締結した。その後も同社は電機・機械の有力メーカーと代理店契約を締結し、取扱品目、顧客ベースを拡大させながら業容拡大を図ってきた。

創業からしばらくは国内での事業基盤固めに注力していたが、円高や貿易摩擦回避の流れで顧客企業が海外生産へシフトするのに合わせ、同社も海外に展開してきた。1995 年 5 月にシンガポールに子会社を設立したのを皮切りに、台湾、香港、ヨーロッパ、アメリカ、中国と順次海外子会社を設立し、2014 年 5 月現在では海外子会社 9 社（21 拠点）、国内子会社 3 社、関連会社 1 社の企業グループを形成するに至っている。

1982 年 5 月には株式を店頭公開した。その後、2003 年 4 月に東証 2 部に上場し、2005 年 3 月には東証 1 部に指定替えとなって現在に至っている。

沿革

1949年11月	山田工業株式会社設立
1970年11月	山田空調株式会社（現、サンワトリニティ）を設立
1977年11月	株式会社山田工業研究所（現、サンワテスコム）を設立
1982年 5月	株式を店頭公開
1990年 6月	ヤマダ流通株式会社（現、サンワロジスティック）を設立
1993年 4月	現商号に変更
1995年 5月	サンワテクノスシンガポールを設立
1997年12月	サンワテクノスホンコンを設立
1998年 4月	サンワテクニクヨーロッパ（現、サンワテクノスヨーロッパ）をドイツに設立
1998年 7月	サンワテクノスアメリカを設立
1998年11月	サンワテクノス台湾（合併会社）を設立
2000年10月	サンワテクノスマレーシアを設立
2001年 1月	サンワテクノス台湾（合併会社）を解消し、子会社のサンワテクノス台湾を設立
2001年12月	上海サンワテクノスを設立
2003年 4月	東証 2 部上場
2005年 3月	東証 1 部上場
2006年10月	サンワテクノスタイランドを設立
2009年 1月	サンワテクノス深センを設立

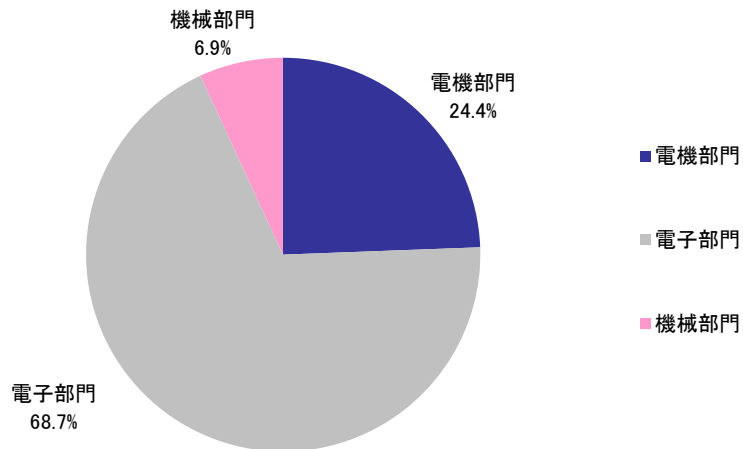
2014 年 6 月 19 日（木）

電機・電子・機械の 3 分野に展開、業績の安定化図る

(2) 事業概要

同社は技術系かつ独立系の商社であり、電機・電子・機械の 3 分野を手掛けているという特色を有している。この 3 分野を手掛けていることが特色となり得るのは、3 分野の製品内容が大きく異なっているためだ。カバーする領域が広くなると自社取扱製品についての情報や理解が「広く浅く」なりがちであるが、「広く深く」を志向して実践しているところが同社の特徴と言える。

事業部門別の売上構成比(14/3期実績)



各事業部門の詳細は後述するが、同社の製品ラインナップが現状のような広範囲に及ぶことになった背景には、同社が創業当初から安川電機の代理店として機能してきたことがある。同社は安川電機を皮切りに、大阪変圧器（現、ダイヘン〈6622〉）や立石電機（現、オムロン〈6645〉）、三機工業〈1961〉、日機装〈6376〉など、産業用の電機・機械装置メーカーと販売代理店契約を締結し、それらの製品を国内中心に生産ライン向けに販売することで初期の成長を遂げてきた。その後、顧客企業が生産した製品を他社に販売することで、次第に商社機能を持つようになり、現在の 3 部門体制が確立されるに至っている。後述するとおり、生産ライン向けの販売は、設備投資の動向に左右されやすく業績の変動要因となることから、部品販売にも注力することで業績の安定化を推進してきた。

主要な代理店契約の歴史

1949年 11月	会社発足と同時に安川電機製作所（現、安川電機）と代理店契約
1952年 12月	大阪変圧器（現、ダイヘン）と販売代理契約
1960年 11月	日本ギア工業と販売代理契約
1966年 10月	オリジン電気と代理店契約
1969年 3月	東洋キヤリア工業（現、東芝キヤリア）とディストリビューター契約
1970年 7月	立石電機（現、オムロン）と特約店契約
1971年 9月	日機装機器営業部と代理店契約
1974年 6月	ワイ・イー・データ社製品の販売を開始
1978年 5月	住友スリーエムと代理店契約
1978年 7月	スタンレー電気と特約代理店契約
1979年 11月	ネミック・ラムダ（現、TDK ラムダ）と特約店契約
1981年 5月	三機工業と販売代理店契約

同社は、代理店契約の相手企業から見ても重要なポジションを占めている。例えば安川電機から見ると、同社は独立系代理店の中ではトップシェア。他の契約企業においても、同社は代理店としてトップ 5 の地位にあることが大半であり、契約企業に対し顧客の要求に応じさせる力を持っている。

■ 事業の詳細

生産ライン向け製品・部材から製品部材まで幅広く販売

（1）各事業部門の主要品目

1. 電機部門

電機部門の主な取扱品目は、FA システム機器、産業用制御装置、モーションコントローラ、大型のモーター類（回転型モーター、リニアモーター）などだ。特に最近では太陽光発電に関わるパワーコンディショナなどの需要が拡大しつつある。顧客の製品に部品として組み込まれていくが、これら顧客製品は工場の生産設備であることが多い。典型例としては、有機 EL 製造装置メーカーに対して同社が真空ロボットを納入するケースがある。したがって、この部門は製造業の設備投資の動向に需要が左右されることになる。

電機部門の取扱商品（一部）

AC サーボモータ



パワーコンディショナ

2. 機械部門

機械部門の代表的な取扱品目は、製造ラインで働く産業用ロボットだ。他には工場内の物流搬送システム、各種検査装置などがある。電機部門と同様に、製造業の生産ラインで使われる機材が中心だ。一方、電機部門との違いは、同社が直接製造ラインの装置として納入する点にある。機械部門の需要ドライバも電機部門と同様、製造業の設備投資ということになる。

機械部門の取扱商品（一部）



産業用ロボット

医療用双腕ロボット



双腕ロボット

2014 年 6 月 19 日（木）

3. 電子部門

電子部門の取扱品目には、電源、コネクタ、半導体センサー、LED デバイス、LCD（液晶パネル）など様々なものがある。取扱品目から容易に想像できるように、電子部門の各種製品は、顧客企業の生産品のパーツである。電機部門の取扱品も顧客製品の部品であったが、最終的な用途が工場の生産設備か、それとも最終製品かという点に違いがある。電子部門の需要は製造業の生産動向に左右されるが、その先にある個人消費動向次第とも言える。

電子部門の取扱商品（一部）



LED・フォトセンサ



LED 照明モジュール

サンワテクノスの取扱製品一覧

電機部門	AC サーボモータ、プログラマブルコントローラ、リニアモータ 他各種モータ、インバータ、パワーコンディショナ、半導体製造装置用クリーンロボット・真空ロボット、受変電設備及び工事など	顧客の製品の部材
機械部門	半導体関連製造装置、産業用ロボット、液晶・パネル搬送用クリーンロボット、バルブコントロール装置、物流搬送装置、風水力機器、空調・厨房設備、各種検査装置、医療機器など	顧客の製造ラインの設備
電子部門	電源、コネクタ、半導体、センサ、小型ファン、LED、LCD、産業用パソコン、CPU ボード、メモリモジュールなど	顧客の製品の部材

「双方向取引」で顧客との関係深め、業績拡大も実現

（2）同社の強み

1. 「双方向取引」—3つの事業部門の有機的結合

上記の3事業を見ると、電機と機械はともに製造業の生産ラインをターゲット市場としており、設備投資関連企業と言える。それに対して電子部門は生産用パーツであり、工業生産動向に左右される傾向にある。一見すると関連性が薄いこれら製品を同社が事業として取り込むことになった理由が「双方向取引」である。

前述したように、同社は安川電機を始めとする産業用電機・機械メーカーの販売代理店としてスタートした。したがって当初の販売品目は電機部門と機械部門の製品が中心だった。同社からこれらの機材を導入した企業は製品の量産を行うわけだが、同社はこれら顧客の製品を扱う事業も開始した。こうして取扱いが始まったのが電子部門の製品群である。1つの顧客を相手に、電子部品や製造装置を納入し、その結果製造された製品もまた扱うことを同社では「双方向取引」と呼んでいる。

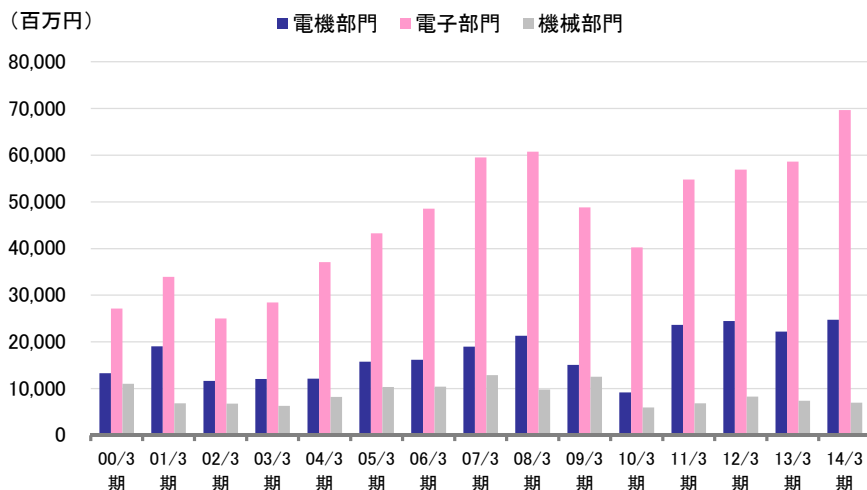
双方向取引は、同社と顧客企業との関係をより密接なものとし相互の信頼関係を高めるだけでなく、業績面においても明確な効果があったと言える。それは、過去電子部門の売上成長性が最も高く、現在では電機、機械両部門の売上高を大きくしのいでいるという事実からも明らかだ。

サンワテクノス

8137 東証 1 部

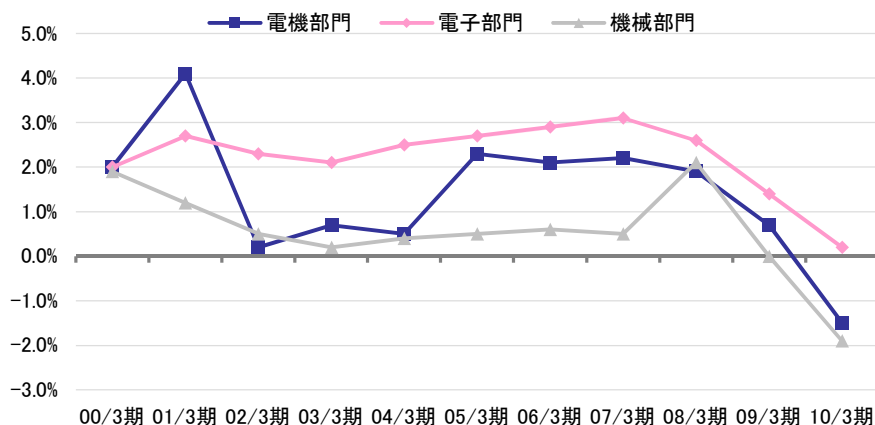
2014 年 6 月 19 日（木）

事業部門別売上高の推移



各事業部門の採算性について 2010 年 3 月期までのデータを見ると（現在は地域別の報告セグメントに移行しているため）、電子部門の営業利益率が他の 2 部門のそれを安定的に上回っていた。機械部門が平均的に低位にあり、電機部門が両者の間で推移していたことがわかる。電機・機械両部門の製品は生産設備関連であることが多く、商談開始から設置完了まで人員や日数を要するのに対して、電子部門の製品は開発参画から納品まで同様に手間がかかるが、採用決定後は流通に重点が置かれ手離れがよいこともあり採算性の差につながっているものと思われる。

事業部門別営業利益率の推移



※セグメントは2011年3月期以降は地域別となったため、
事業部門別営業利益の開示は2010年3月期までとなっている

2014 年 6 月 19 日（木）

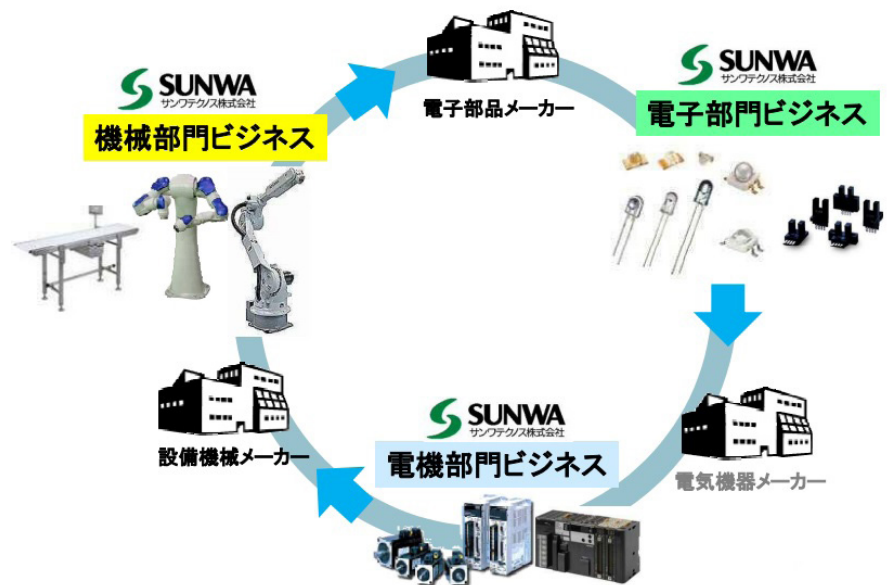
3つの事業を有機的に結合しバランスのよい成長を目指す

2. 双方向取引の進化

双方向取引から始まった電子部門は、同社最大の事業部門に成長した現在、その役割が大きく変化してきている。それは、電子部門のビジネスを皮切りに新規顧客を開拓し、そこを起点にして電機・機械といった生産ラインのビジネスに拡充し、1つのゴールとしてメンテナンスまで請け負うという、事業成長モデルだ。この事業成長モデルは着実に同社に根付きつつあり、今後の成長の重要な要素を占めると期待されている。

足元は電子部門の成長率が最も高く、売上構成比率でも約 70% を占めて圧倒的に大きい。この事業成長モデルが軌道に乗ってくると、電機・機械両部門も併せて 3 部門がバランスよく成長することが期待できる。今後も同社は、電機・機械・電子の 3 部門を併せ持つという特徴に加え、エンジニアリング力を保持した、存在感のある技術専門商社であり続けるといふことだ。

下の図は、同社の強みの 1 つである情報獲得力及び情報活用力を説明するために IR 資料に掲載されているものだ。しかしこの図は同時に、同社がどのようにして 3 つの事業を有機的に結合させながら事業拡大につなげていくのかを示している。電機・機械に現在では電子も加えた 3 部門すべてが新規顧客の入り口となり、幅広い取扱品・顧客ベースから得られる産業界の最新動向をいち早く情報提供することで顧客の囲い込みを図るという戦略だ。



※会社資料より引用

2014 年 6 月 19 日（木）

業績は安定して推移、売上高・利益ともにリーマン前上回る

(3) 業績の推移

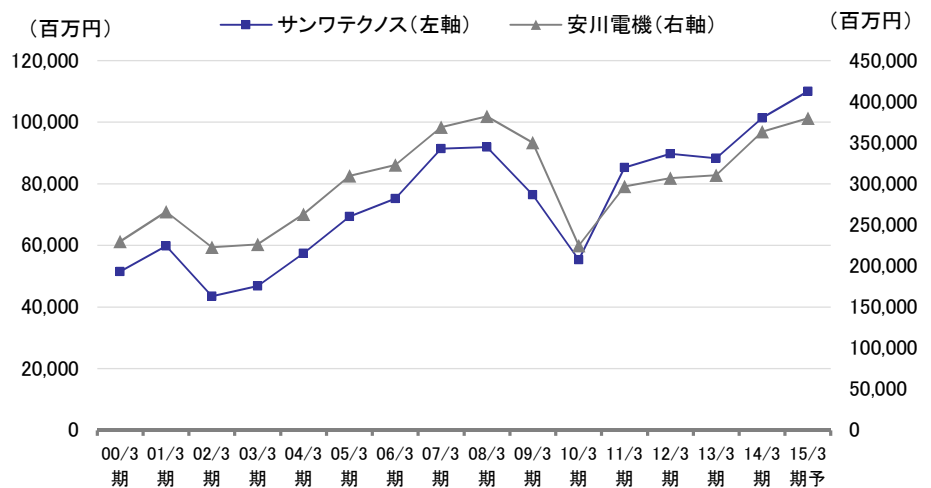
1. 過去の業績推移

前述のように、同社の業績に影響を与える有力ファクターは、企業の設備投資や工業生産動向だ。マクロ統計的に言えば、「民間設備投資」や「鉱工業生産指数」といったものが同社の事業環境を見る上で参考になろう。こうして見ると、同社の業績は景気サイクルの影響を受けやすく、業績変動も激しいのではないかと推測されるが、実際には比較的安定した実績を残している。

2000 年 3 月期から 2014 年 3 月期までの 15 期間について、安川電機と同社の業績を比較した。安川電機は同社にとって創業期からのパートナーであり、安川電機にとって同社はトップの販売代理店である。また、安川電機の製品は企業の設備投資関連であり、同社と業績推移が似ていると推察されるからだ。

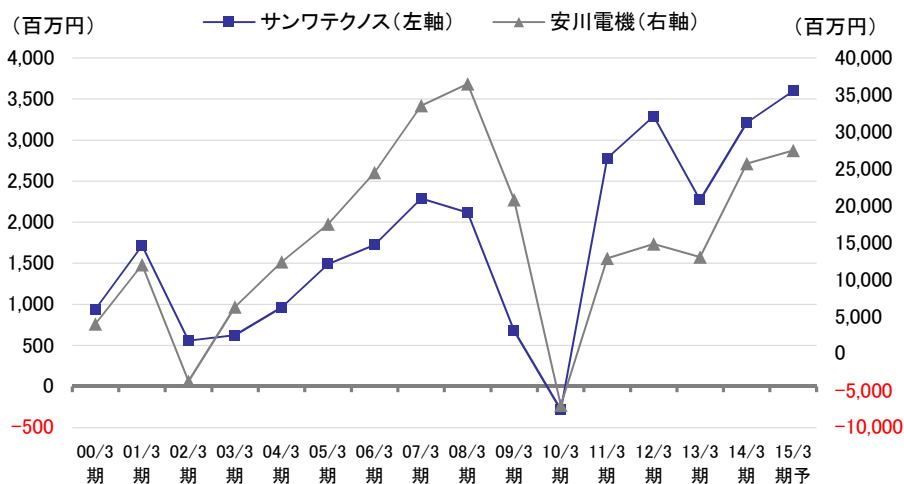
グラフが示すように、売上高についてはトレンドが似ていると言える。売上高の規模が異なっているため伸び率には差があるものの、増減収の方向性やタイミングはほぼ一致していると言える。しかし、わずかなが重要な差が両社には認められる。足元で安川電機はリーマンショック前の売上高をいまだ超えていないのに対し、同社は過去最高を更新しているということ、もう一つは 2010 年 3 月期の落ち込み時、安川電機は 15 期間の最低水準まで減少したのに対して、同社は 15 期間で最低だった 2002 年 3 月期の水準までかなり余裕があったということだ。

サンワテクノスと安川電機の売上高比較

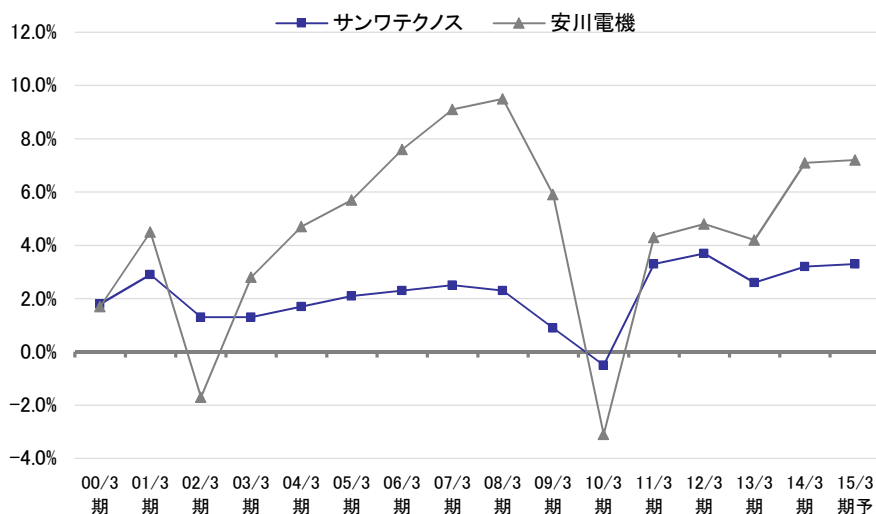


営業利益で見ると、安川電機と同社のリーマンショック後の業績推移の違いはもっと明確だ。山谷のタイミングは両者の間に共通性があるが、安川電機の振れ幅が格段に大きい。売上高営業利益率を比較したグラフを見ると、より分かりやすい。同社も増減益はするが、営業利益率はリーマンショックの影響が大きかった 2009 年 3 月期と 2010 年 3 月期を除けば 3% 前後で安定的に推移している。もう一つ重要な点は、同社は 2011 年 3 月期以降に過去最高益を更新しているということだ。一方、安川電機はリーマンショック直前の利益水準を回復できていない。この差の要因としては、当然のことながら同社が安川電機以外の製品も取り扱っているということがある。特に電子部門の構成比率が上昇してきた過程で、両者の業績の連関性が薄まったと考えられる。

サンワテクノスと安川電機の営業利益比較



サンワテクノスと安川電機の営業利益率比較



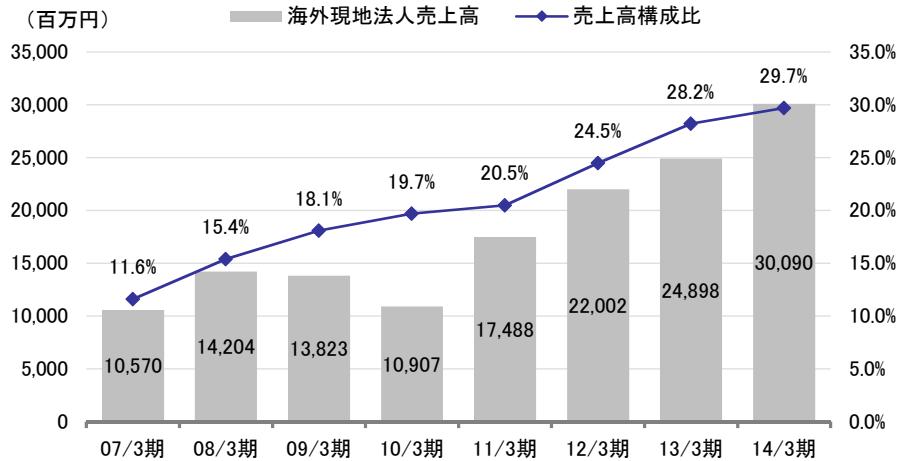
海外売上高は増加基調、非日系企業向けに開拓余地

2. 海外売上上の動向

同社は、海外市場での活動実態を表す情報として海外現地法人売上高を公開している。国内から海外顧客に直接輸出するケースがあったり、海外現地法人から国内企業に販売するケースもあるため、厳密には販売地域で見た海外売上高とは多少の差が生じているが、おおむね同社の海外市場での売上高とみなすことができる。この海外現地法人売上高は、顧客企業が海外生産を増大させるのに伴って年々増加している。2014 年 3 月期の海外現地法人売上高は 30,090 百万円、売上高全体の 29.7% に達した。同社の取扱製品が生産ラインの機械類を多く含んでいることもあって、例えば量産品向けパーツを専門に扱う商社に比べれば、海外売上高比率は相対的に低い状況にある。

2014 年 6 月 19 日（木）

海外現地法人売上高



ただ、この海外売上高比率は今後も上昇を続けると予想される。理由の 1 つは、足元の円安にも関わらず、日本企業の海外移転の動きが以前と変わらず続いていることだ。一部の企業では中国から ASEAN 諸国に工場を移転するなどの動きも出てきており、これも同社にとってはビジネスチャンスとなる。もう 1 つは、現地の非日系企業において開拓余地があるということだ。

現時点では大まかに言って、同社の売上高の 80% が日本企業及び日系現地企業向けであり、非日系企業向けは約 20% にとどまっている。しかし今後はこの非日系企業向けの分野を強化する方向性を明確に打ち出している。同社は現在、海外現地法人を 9 社抱えるが、個々の現地法人に対して独立採算の徹底と地場資本の企業の顧客開拓推進を行っている。前述のように、安価な労働力や優遇税制などを求めて顧客企業は「外→外」の工場移転を加速させつつある。同社はこの動きに沿って自社の現地法人をスクラップ＆ビルドするようなことはしない方針だ。代わりに日系企業が移転するリスクへの対応として、地場資本の企業の開拓に注力しているということである。

2016 年 3 月期に売上高 120,000 百万円・経常益 4,700 百万円へ、タイでの取り組みに注目

3. 中期経営計画

同社は、2014 年 3 月期から 2016 年 3 月期を対象期間とする 3 ヶ年中期経営計画「JUMP1200」を進めている。2016 年 3 月期に売上高 120,000 百万円、経常利益 4,700 百万円の達成という業績目標を掲げている。

中期経営計画『JUMP1200』の業績目標

(単位：百万円)

	13/3 期	14/3 期		15/3 期		16/3 期
	実績	中計目標	実績	中計目標	期初業績予想	中計目標
売上高	88,264	98,000	101,378	110,000	110,000	120,000
営業利益	2,269	3,100	3,211	3,700	3,600	4,400
経常利益	2,519	3,400	3,438	4,000	3,800	4,700
当期純利益	1,520	2,000	2,168	2,500	2,350	2,850

2014 年 6 月 19 日（木）

売上高は 2014 年 3 月期実績から 2016 年 3 月期までに、20,000 百万円近い増加が計画されている。この部門別の内訳は詳細には公表されていないが、同社としては、電子・電機・機械の各部門をバランス良く成長させることを狙っており、特に、電機・機械両部門の売上構成比率を 2014 年 3 月期より高めていく方針だ。

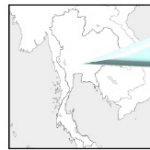
この方針は、電子部門での取引を突破口に電機・機械部門のビジネスにつなげるという前述の成長モデルと足並みを揃えるものであり、理にかなった戦略と評価できよう。気になるのは、これも前述のとおり、機械部門は電子部門に比べて歴史的に採算性が低かった点である。

この点についての同社の対策が、サンワテクノスタイルンドにおけるメカトロシステム部門強化の取り組みだ。タイにおいては日系の自動車関連企業の進出が加速している。それらの企業をターゲットとして、同社は 2006 年 10 月にサンワテクノスタイルンドを設立した。同子会社では、機械装置の納入に際して、従来から一歩踏み込んだ事業モデルを志向している。具体的には、製造ラインの設計、制御盤の製作、加工品製作、治具製作、プログラム作成、改造、組み付けなどの作業を伴ったうえでの機械装置の納入だ。これを実現するために、子会社のサンワテスコムから技術者を常駐で送り込んだほか、同社本体も大手メーカー OB の技術者を適宜送り込んで、技術的なサポートを行っている。実際の製造・加工はタイ国内の協力会社に外注し、設計・工程・品質管理を同社側が行うことで、最小限の投資と高付加価値化を両立させている。

こうした取り組みは業績面でも形となって表れてきている。サンワテクノスタイルンドのメカトロシステム部門の売上高は 2014 年 3 月期に前期比 153% 増と大幅増収となった。また、このメカトロシステム部門をけん引役として、タイ子会社全社の売上高は 2014 年 3 月期の約 1,400 百万円から、2015 年 3 月期は約 30% 増収の 1,800 百万円を計画している。

サンワテクノスタイルンドの事業戦略

重点施策「電機・電子・機械の複合ビジネスとエンジニアリング力を最大限発揮できる組織の構築」



サンワテクノスタイルンド

- ・メカトロシステム部門を強化し現地法人の体制拡充を図る
- ・事業の高付加価値化（システム製品、制御盤製作など）
- ・自動車関連市場への取り組み強化
- ・従業員増員（2013/1）9名→（2013/12）18名体制
- ・2014年3月期 メカトロシステム部門 売上高前期比153%増



サンワテスコム

技術サポート
（日本人技術者の駐在）

サンワテクノス

サンワグローバルネットワークを
活用した国内・海外製品の調達
及び技術支援

サンワテクノ スタイルンド

設計、制御盤製作
加工品製作、治具製作
（ソフト）プログラム作成
改造、組付、機内配線 等

設計
プログラム製作
部品供給
現地調整
アフターサービス
協力会社管理 等

タイ国内協力会社

お客様

装置（参考）



※会社資料より引用

以上のようなサンワテクノスタイランドでの取り組みと、それを 1 つの起爆剤にして機械部門の再成長を目指すという中計における事業戦略は、十分に説得力があるもので、実現可能性も高いと評価している。同社は、タイでの現在の試みが一定の成功を収めれば、タイ子会社のカバー範囲をベトナム、フィリピン、マレーシアなどにも拡大させるとしている。ASEAN 諸国でメカトロシステム事業とシステムエンジニアリング事業が展開できることになれば、機械部門や電機部門が再び収益成長のメインエンジンになることも十分に可能であり、収益性の向上にもつながると考えている。

■財務分析と業績動向

ROE は 13.2%、マージン拡大やバランスシート管理で上昇余地あり

(1) 財務分析

同社の 2014 年 3 月期の ROE（自己資本利益率）は 13.2% となった。世界的には目を見張るような高さではないが、日本企業の平均的な水準はクリアしていると言える。この ROE は、6.8% の ROA（総資産経常利益率）と財務レバレッジから実現されている。同社は 2014 年 3 月期末で 4,733 百万円の有利子負債残高があり、これを活用した形となっている。しかし、より質の高い ROE を実現するためには、ROE に占める ROA の割合をもっと高める必要があると言える。

ROA はマージン（売上高利益率）と総資産回転率とに分解できる。同社の総資産回転率は 1.89 回と、生産設備を持たない企業としては平均的なところだ。一方マージンは、売上高経常利益率で見た場合 3.4% にとどまっている。商社としては平均的とも言えるが、平均から抜け出すためにはマージン拡大へのチャレンジは避けて通れない。

財務分析表

		12/3 期	13/3 期	14/3 期	15/3 期(予)
主要数値					
売上高	百万円	89,706	88,264	101,378	110,000
販管費	百万円	8,495	8,699	9,469	-
営業利益	百万円	3,289	2,269	3,211	3,600
経常利益	百万円	3,403	2,519	3,438	3,800
当期利益	百万円	1,975	1,520	2,168	2,350
総資産	百万円	42,539	47,256	53,698	-
株主資本	百万円	12,396	13,660	16,807	-
有利子負債	百万円	4,726	4,736	4,733	-
収益性・効率性					
自己資本利益率	%	16.8	11.3	13.2	-
総資産経常利益率	%	8.1	5.6	6.8	-
資産回転率（回 / 年）	回 / 年	2.1	1.9	1.9	-
売上高総利益率	%	13.1	12.4	12.5	-
売上高販管費率	%	9.5	9.9	9.3	-
売上高経常利益率	%	3.8	2.9	3.4	3.5
成長性※					
売上高	%	7.0			
経常利益	%	3.7			
当期純利益	%	6.0			

※成長性：13/3 期から 15/3 期までの年平均成長率



サンワテクノス

8137 東証 1 部

2014 年 6 月 19 日（木）

2014 年 3 月期実績の ROE はまずまずと評価できるとはいえ、2012 年 3 月期の ROE16.8% には及ばない。この 2 期間の変化を分析すると、興味深い点がいくつか指摘できる。2012 年 3 月期と 2014 年 3 月期を比較すると、売上高は 13% 増加したが経常利益は 1% の増益にとどまっている。当期純利益は若干の特別利益もあって 10% 増益だった。しかし、それら以上に総資産が 26% 増、株主資本が 36% 増となったことが目立つ。ROE 及び ROA が低下した直接の理由はここにある。

総資産が増加した大きな要因は売上債権だ。売上債権回収期間は 2012 年 3 月期の 3.62 ヶ月から 2014 年 3 月期には 3.92 ヶ月に長期化している。3.92 ヶ月という数値は、売上高が急激に縮小した 2010 年 3 月期の 4.66 ヶ月に次ぐ値だ。商社という業態の特性は避けられないにしても、売上高のみならずバランスシートの管理面でも改善余地があると言える。

一方、負債・資本項目では、純資産、とりわけ株主資本の伸びが大きい。純資産の増加は為替レートが円安に振れたことの影響も受けていると推測されるが、株主資本だけを見ても、その増加分は負債・純資産全体の増加分の約 40% を占めている。ただし、この点だけを取り上げて同社が資本過多の状態にあるという批判は適切ではないだろう。

売上高の急成長にバランスシートの管理が追いつかなかったということは、一時的な事象としては正当化されることだ。今後、収益成長に合わせてバランスシートの管理も充実してくれば、ROE を始めとする様々な指標も一段と改善されてくるものと期待される。

2014 年 3 月期は電機・電子部門の好調で 2 ケタ増収増益

(2) 2014 年 3 月期決算

2014 年 3 月期は売上高が 101,378 百万円（前期比 14.9% 増）、経常利益が 3,438 百万円（同 36.5% 増）となった。売上高は初の 100,000 百万円超えを達成し、経常利益、当期純利益はいずれも過去最高だった。

部門別では、電機部門と電子部門はそれぞれ 11.4% 増、18.8% 増と増収となったが、機械部門は 5.9% の減収となった。電機部門では有機 EL 製造装置向け真空ロボットの減少があったものの、太陽光発電システム向けの制御機器や FA・産業機械向けのモーターなどの販売が好調だった。電子部門では工作機械向け、自動車関連機器向け、POS システム向けなどの電子部品の販売が増加した。それに対して機械部門では、産業界全体として設備投資が弱い動きで推移したため減収となった。利益面では、売上増加と粗利益率の改善とを併せて 1,712 百万円の粗利益増加要因となり、販管費の増加 770 百万円を吸収して、営業利益が 942 百万円増加した。売上高販管費率は 9.3% と前期の 9.9% から低下した。

キャッシュ・フローでは売上債権回収期間が 3.79 ヶ月から 3.92 ヶ月に伸長した影響もあって、営業キャッシュ・フローが 1,374 百万円の赤字となった。同様の事態は過去の売上高伸長局面でも起こっており、経営に直接大きな影響を及ぼすものではないにせよ、資金管理の観点では 1 つの課題として指摘できる。



サンワテクノス

8137 東証 1 部

2014 年 6 月 19 日（木）

2015 年 3 月期は 2 期連続の増収増益で過去最高を連続更新へ

(3) 2015 年 3 月期の考え方

2015 年 3 月期の業績については、売上高が前期比 8.5% 増の 110,000 百万円、経常利益が同 10.5% 増の 3,800 百万円と予想されている。現状の引き合い状況などから判断して、事業環境面で不安要素は少ないとしている。

同社は販売先の業界別動向について、主力の FA・産業機器では回復基調が続いているとしている。また、スマートフォンの新製品発売期待や中国での廉価品需要好調を受けて、ロボット・マウンター向けも引き合いが強い状況にあるほか、半導体・液晶業界でも中国において設備投資の動きが出てきている。さらには、国内で社会インフラ向け需要（道路表示板、鉄道、電力関連など）が増加している模様だ。

同社の得意先業界は非常に多岐にわたっており、FA・産業機器業界が売上高全体の 26.6%（2014 年 3 月期実績）を占めているほかは、いずれも 10% 以下の構成比率しかない。上位 11 業種合計でも 67% しかなく、「その他」に分類される需要先業界が 33% を占めている。こうした需要先の分散があるため、個々の業界の動きは全体の動きで吸収される傾向が見て取れる。全体の状況を見ると、国内は緩やかな景気回復の流れにあり、海外では ASEAN 諸国を中心に工場新設・移転などの動きが活発であることは広く認識されているところだ。このように考えれば、同社の 2015 年 3 月期収益計画は、十分に達成が可能なものと評価できる。

連結損益計算書

（単位：百万円）

	08/3 期	09/3 期	10/3 期	11/3 期	12/3 期	13/3 期	14/3 期	15/3 期 (予)
売上高	91,939	76,409	55,386	85,283	89,706	88,264	101,378	110,000
前期比	0.6%	-16.9%	-27.5%	54.0%	5.2%	-1.6%	14.9%	8.5%
売上総利益	10,527	8,834	6,819	10,867	11,784	10,968	12,680	-
販管費	8,408	8,155	7,104	8,085	8,495	8,699	9,469	-
営業利益	2,118	679	(285)	2,781	3,289	2,269	3,211	3,600
前期比	-7.3%	-67.9%	-	-	18.2%	-31.0%	41.5%	12.1%
経常利益	2,149	651	(107)	2,875	3,403	2,519	3,438	3,800
前期比	-14.5%	-69.7%	-	-	18.3%	-26.0%	36.5%	10.5%
当期純利益	1,013	(467)	(409)	1,694	1,975	1,520	2,168	2,350
前期比	-27.6%	-	-	-	16.5%	-23.0%	42.6%	8.4%



サンワテクノス

8137 東証 1 部

2014 年 6 月 19 日（木）

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	08/3 期	09/3 期	10/3 期	11/3 期	12/3 期	13/3 期	14/3 期
流動資産	37,435	30,734	29,936	34,333	35,741	39,758	45,329
現預金	3,562	3,143	4,730	3,610	4,171	7,433	6,937
受取手形・売掛金	29,363	22,145	21,504	25,987	27,094	27,866	33,075
その他	4,510	5,446	3,702	4,736	4,476	4,459	5,317
固定資産	7,495	6,680	6,930	6,920	6,798	7,497	8,369
有形固定資産	4,011	4,033	3,919	3,854	3,808	4,074	4,038
無形固定資産	97	102	78	61	44	42	76
投資等	3,386	2,544	2,932	3,004	2,945	3,381	4,254
資産合計	44,930	37,415	36,866	41,254	42,539	47,256	53,698
流動負債	29,606	25,893	24,782	27,189	26,914	28,648	30,735
支払手形・買掛金	26,724	20,518	19,630	21,960	22,132	24,748	25,917
短期借入金等（※）	1,531	4,048	4,419	3,100	2,926	2,250	2,528
未払法人税等	333	14	41	1,084	666	327	921
その他	1,018	1,313	692	1,045	1,190	1,323	1,369
固定負債	4,135	1,748	2,427	3,072	3,053	4,258	4,309
長期借入金	3,000	600	1,200	1,800	1,800	2,486	2,205
その他	1,135	1,148	1,227	1,272	1,253	1,772	2,104
株主資本	10,629	9,905	9,239	10,677	12,396	13,660	16,807
資本金	1,935	1,935	1,935	1,935	1,935	1,935	2,553
資本剰余金	1,341	1,341	1,341	1,341	1,341	1,341	1,958
利益剰余金	7,405	6,681	6,015	7,454	9,173	10,437	12,350
自己株式	(51)	(52)	(52)	(52)	(53)	(53)	(53)
その他の包括利益累計額	522	(167)	380	276	137	646	1,847
少数株主持分	35	35	36	38	37	41	—
純資産合計	11,188	9,773	9,655	10,992	12,571	14,349	18,654
負債・純資産合計	44,930	37,415	36,866	41,254	42,539	47,256	53,698
自己資本比率（％）	24.8	26.0	26.1	26.6	29.5	30.3	34.7

※短期借入金等：短期借入金 +1 年内返済予定の長期借入金

連結キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	08/3 期	09/3 期	10/3 期	11/3 期	12/3 期	13/3 期	14/3 期
営業活動キャッシュフロー	1,624	60	954	45	1,297	3,652	(1,374)
投資活動キャッシュフロー	61	(113)	(65)	(94)	(215)	(110)	(127)
財務活動キャッシュフロー	(257)	(159)	675	(985)	(472)	(415)	769
現預金換算差額	2	(206)	21	(75)	(50)	135	236
現預金増減	1,431	(419)	1,587	(1,109)	560	3,262	(496)
期首現預金残高	1,636	3,068	2,649	4,236	3,126	3,687	6,949
期末現預金残高	3,068	2,649	4,236	3,126	3,687	6,949	6,453

■株主還元

安定配当を継続、配当性向の面からは増配余地も

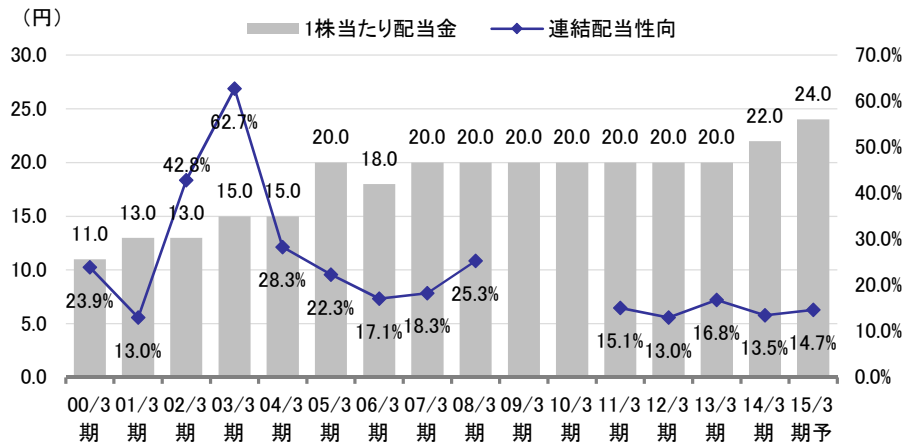
同社は株主を重視する姿勢を示しており、とりわけ個人株主向けには説明会の開催やマスコミの活用などで継続的に IR 活動を行っている。

株主還元の具体策としては配当を基本に据えている。配当の基本方針は「安定的かつ継続的な利益還元を行ってゆく」としている。この配当方針は、過去の推移を見ればきちんと実行されていると言える。2000 年 3 月期からの過去 15 年間を振り返ると、減益や赤字転落となったことは一度ならずあったが、そうした局面でも配当金は据え置かれ、減配は一度もなかった（2005 年 3 月期に実施した記念配当 5 円の影響を除く）。安定・継続を旨とする基本方針を堅持するという点では、同社経営陣は信頼できる存在と言える。

2014 年 6 月 19 日（木）

一方で、同社の配当性向は、2014 年 3 月期実績で 13.5% にまで低下し、2015 年 3 月期も 2 円増配予定ではあるものの 14.7% にとどまる見通しだ。同社は、人材確保も含めた海外展開の強化策など、利益成長につながる投資案件を数多く抱えていることもあって、内部留保の確保も重視している。しかし、日本企業の平均配当性向がリーマンショック前で 25 ～ 30%、リーマンショックにより利益水準が低下した 2013 年 3 月期は 50% 弱だったことを考えれば、今の同社の配当性向が相対的に見劣りすることは否定できない。業績及び配当の安定性と収益の成長性とをバランスを取りながらどう株主に報いるか、注目されるところだ。

1株当たり配当金と配当性向の推移



※03/3期は2円、05/3期は5円の記念配当含む

2004年5月に1→1.1、2006年4月に1→1.2の株式分割を実施

09/3期、10/3期は最終赤字のため配当性向を記載していない

ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ