

共英製鋼株式会社【5440】

東証1部・大証1部

2011年7月20日

宮川研究室 ER チーム

足立 汐里

今西 亮介

小坂 陽兵

目次

第1章	エクゼクティブ・サマリー	p.2
第2章	電炉事業と高炉事業の概要	p.4
第3章	電炉・高炉財務分析	p.6
第4章	共英製鋼財務分析	p.16
第5章	分析指標一覧（バックデータ）	p.25

第1章 エグゼクティブ・サマリー

本レポートの目的

共英製鋼という電炉メーカーを通じて高炉・電炉の違いを知り、ひいては、日本の鉄鋼業界の現状というものを知る。

会社概要

電気炉を用いて鉄鋼製品を製造する電気炉メーカー。

住友金属工業系で、鉄筋コンクリート用棒鋼では、国内シェア第一位。

地域で発生した鉄スクラップを資源として利用し、その地域の建設現場に製品として送り出す地域密着型の「オンサイト・ミル」という発想の下、各地に工場を展開。

また、同時に、電気炉を利用して、医療廃棄物や産業廃棄物の溶解処理を手掛ける、環境リサイクル事業も行っている。

データ出所 業績セグメント

事業紹介

・鉄鋼事業

鋼片・鋼材・鉄鋼製品の製造・加工・販売。

鉄筋コンクリート用棒鋼（異形棒鋼）を主力製品とし、他にも平鋼・Iバー・等辺山形鋼などがある。これらの、共英製鋼で作られた鋼は、工具やボルト・ナットの部品材をはじめ、家や船、はたまた原子炉にまで、広く活用されている。

・環境リサイクル事業

産業廃棄物・医療廃棄物の収集・運搬・処分業。

電気炉メーカーである共英製鋼独自の技術を利用し、感染性の注射針や薬剤容器を完全無害化する、^{*}メスキュードシステムを開発、全国に展開。

他には、自動車リサイクル事業も存在。

※メスキュードシステム（MESSCUD SYSTEM）

病院などからでる様々な感染の危険性を孕む、医療廃棄物を、鉄鋼メーカーながらの方法、つまり、2000℃以上の高熱となる電気炉を有効活用し、医療廃棄物を完全無害化溶解するシステム。病院からの、医療廃棄物の回収・運搬も手掛ける。

企業ホームページより作成

色々と説明したが、下図を見ても分かるとおり、あくまで共英製鋼の主軸は鉄鋼事業である。

表 1.1

セグメント\項目	資産【百万円】	売上高【百万円】	営業利益【百万円】	割合【%】
鉄鋼業	111569	186142	24411	94.9
環境リサイクル	5488	9523	2451	4.9
その他	4543	424	33	0.2

(出所) 業績セグメント

沿革

昭和 22 年 8 月	共栄製鉄(株) (資本金 18 万円) を創立 (昭和 22 年 12 月に伸鉄業に転換)
昭和 23 年 9 月	共英製鋼(株) に社名変更 (資本金 300 万円)
昭和 31 年 11 月	共英伸鉄(株) (昭和 38 年 12 月共英特殊鋼(株) に社名変更) を設立し、平鋼の生産を開始
昭和 37 年 2 月	当社初の電炉工場として佃工場 (現枚方事業所大阪工場) を新設
昭和 42 年 3 月	線材メーカーから小形棒鋼を主体とする条鋼メーカーに転換
昭和 43 年 10 月	海外での製鋼・圧延技術指導を目的に海外事業部を発足
昭和 47 年 10 月	大阪府枚方市に圧延工場を新設し、製鋼圧延一貫体制確立 (現枚方事業所枚方工場)
昭和 57 年 4 月	住友金属工業(株) と資本提携を結び、1 億円に増資
平成 2 年 4 月	当社、共英製鉄(株)、山口共英工業(株)、第一製鋼(株) および和歌山共英製鋼(株) の共英グループ 5 社合併。共英製鉄(株) 以下 4 社については、大阪事業所、山口事業所、名古屋事業所、和歌山事業所と改組。合併により資本金は 1.4 億円に増加
平成 3 年 7 月	キョウエイ製鐵(株) (現住金スチール(株)) を設立
平成 8 年 1 月	ベトナムにビナ・ジャパン・エンジニアリング社を設立 (鋳物工場)
平成 16 年 2 月	山口県小野田市 (現山陽小野田市) に産業廃棄物処理事業の拡大を目的として共英リサイクル(株) を設立
平成 18 年 12 月	東証一部・大証一部に上場

共英製鋼沿革 <共英製鋼 HP>

第2章 高炉事業と電炉事業の概要

高炉と電炉

鉄鋼事業には製鉄所の設備として、電気炉（以下、電炉）と高炉がある。2011年5月現在、粗鋼の生産比率は電炉が24.4%、高炉が75.6%となっており、日本では粗鋼生産において高炉が主流となっている。

（出所）国際鉄鋼協会

電炉とは、鉄スクラップを原料としており、配合の割合をかえることで製造製品の要求を満たしている。製鋼方法は、アーク放電によって鉄スクラップを溶解し、アーク式電気炉製鋼の特徴である酸化と還元二段精錬を経て、出鋼する。この過程は約1~2時間かかる。また、一つの炉で造れる量は50~120tで、超大型でも200tである。よって、市場状況や生産量の変動に対応可能で、普通鋼（棒鋼(鉄筋)、形鋼、平鋼、鋼板)での少量多品種の生産に適している。

高炉とは、鉄鉱石とコークスを主原料とし、そして様々な副原料を必要とする。製鋼方法は電炉とは異なり、高炉で銑鉄をつくる「製鉄」という作業がある。これがあることで、電炉よりもより高品質の鋼鉄を造ることが可能となり、高炉で製鋼された鋼鉄は高級鋼板（自動車、造船、家電等）に使用される。「製鉄」作業が必要な溶鉱炉は、日本において近年大型化されており、高さが100m以上の世界最大級の大きさとなっている。よって、工場には約950万㎡以上の土地を必要とする。また、この高炉は設備上の問題により一度火入れすると15~20年は停止不可となる。日本はこの大型高炉を用いて、1日で約1万tもの銑鉄を生産している。また、わずか20分で銑鉄から鋼に製鋼できるので、これによって大量生産を可能にしている。

（出所）社団法人 日本鉄鋼連盟 「鉄ができるまで」

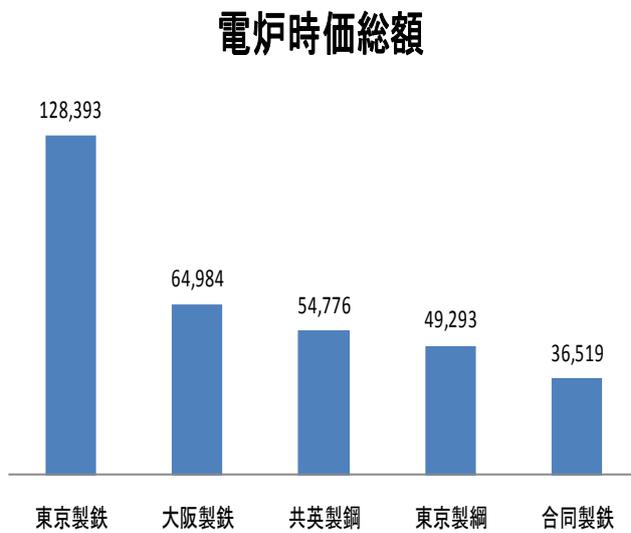
電炉と高炉とは、過程が異なるため設備費用も大いに異なっている。電炉は製鉄する必要がないため、年間約40億円の設備投資であるが、一方で高炉は年間の設備費用も大幅に増額し、約1200億円も投資している。売上高設備投資比率を比べてみると、電炉は平均4.64%高炉6.24%で高炉の方が高く、高炉は電炉と比べて設備投資を行っていることは明らかである。

（出所）日経 Needs FQ より作成

比較企業の選出

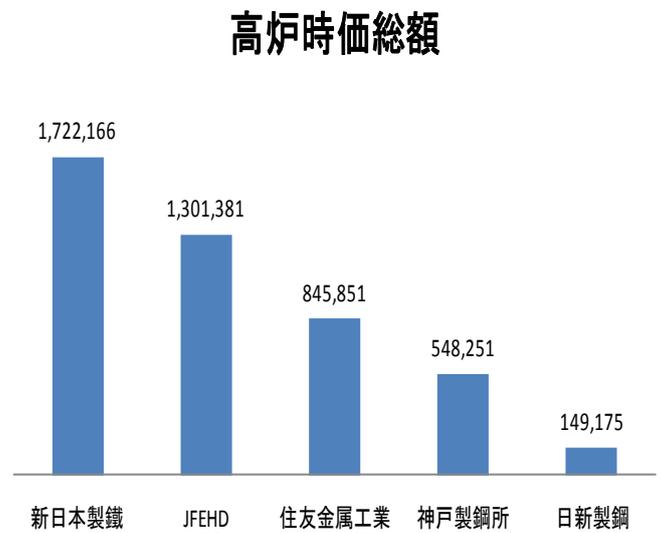
電炉においては、時価総額が同程度の企業を5社抜粋して比較企業とした。また、高炉・電炉比較のために高炉企業を5社抜粋したが、高炉業界は鉄鋼業界における売上シェアが9割を超え、かつこの5社でほぼ寡占状態であるため、電炉業界と比べて時価総額に大きな開きがあるが、業界の標準を見るという点でこの5社を採用した。

図 2.1 電炉時価総額 単位【百万円】



(出所) Yahoo!ファイナンス

図 2.2 高炉時価総額 単位【百万円】



(出所) Yahoo!ファイナンス

第3章 高炉・電炉 財務分析

第1節 株価推移

共英製鋼が東証1部に上場した2006年から2011年6月17日までの日経平均株価に対する相関係数は電炉平均が0.872、高炉平均が0.976（共英製鋼0.859）であり高い正の相関。08年はリーマンショックの影響を受け全体の株価が大きく下がったが、それ以降はどちらの業界も安定的に推移している。今年3月の東日本大震災を受け、日経平均は1万円台を割り続け、鉄鋼業界の株価も同様に低下したが、ここから以前の水準まで戻すことができるか。7月15日現在共英製鋼の株価は1197円である。

株価推移(06年を1.0とする)

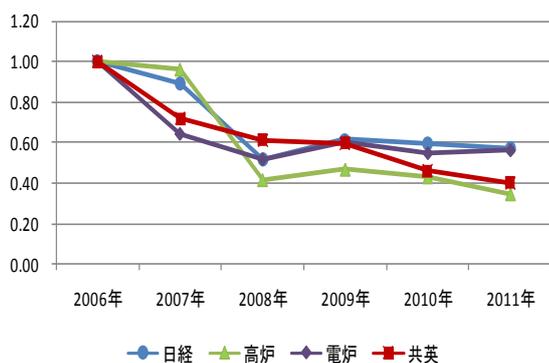


図3.1

(出所) 日経 Needs FQ より作成

注) 日経、高炉、電炉、共英の各年の株価をそれぞれ06年の株価で割った値をグラフ化した。



図3.2 共英製鋼株価推移

(出所) Yahoo!ファイナンス

第2節 マルチプル比較

・PER 比較

PER を見ると、電炉業界が高炉業界より割安であることが分かる。しかしながら、日本株の平均 PER は 15 倍あたりを推移するので、電炉平均 6.9 倍、高炉平均 9.0 倍と鉄鋼業界全体が割安であることがわかる。また共英製鋼の EPS は 06 年の上場以来下がり続け、前年度は初のマイナスとなった。今後の立ち直りが課題。

表 3.1 06 年 3 月期から 11 年 3 月期の電炉、高炉、共英製鋼の PER 推移比較（単位：倍）

PER	06.3	07.3	08.3	09.3	10.3	11.3	平均
電炉	9.38	8.62	6.31	3.49	-2.18	-3.20	6.9496
高炉	14.20	11.63	7.43	1.58	-7.41	10.31	9.0283
共英製鋼	6.24	5.96	7.19	5.50	8.89	-67.23	6.7566

（出所）日経 Needs FQ より作成

表 3.2 06 年 3 月期から 11 年 3 月期の電炉、高炉、共英製鋼の EPS 推移比較（単位：倍）

EPS	06.3	07.3	08.3	09.3	10.3	11.3	平均
電炉	143.06	106.82	64.79	130.87	10.92	4.74	76.87
高炉	37.08	42.85	37.66	1.83	-18.02	10.33	18.62
共英製鋼	463.10	348.12	246.55	312.01	149.02	-17.68	250.19

（出所）日経 Needs FQ より作成

・ PBR 比較

PBR はどの年も高炉業界が電炉業界を上回っており、電炉より割高。電炉業界は 06 年以降 1.0 を下回っており、解散価値を意識させる数値であり業界として割安であるが、業界の株価は上昇しておらず、長期にわたり低調であるといえる。また、共英製鋼は 09 年までは電炉平均より PBR が高いものの、10 年からは下回り、業界の平均より割安の評価。現在、共英製鋼の株価は 7 月 15 日現在 1197 円であるが、BPS は 2737 円である。PBR1.0、株価 2737 円までの上昇を目指す。

表 3.3 06 年 3 月期から 11 年 3 月期の電炉、高炉、共英製鋼の PBR 推移比較（単位：倍）

PBR	06.3	07.3	08.3	09.3	10.3	11.3	平均
電炉	0.93	0.56	0.52	0.54	0.53	0.61	0.62
高炉	2.43	2.04	1.09	1.09	0.98	0.89	1.42
共英製鋼	1.55	0.91	0.73	0.64	0.47	0.43	0.79

（出所）日経 Needs FQ より作成

表 3.4 06 年 3 月期から 11 年 3 月期の電炉、高炉、共英製鋼の BPS 推移比較（単位：倍）

BPS	06.3	07.3	08.3	09.3	10.3	11.3	平均
電炉	1,076	1,171	1,213	1,327	1,334	1,329	1,242
高炉	227	271	273	223	216	216	238
共英製鋼	1,860	2,284	2,437	2,693	2,823	2,737	2,472

（出所）日経 Needs FQ より作成

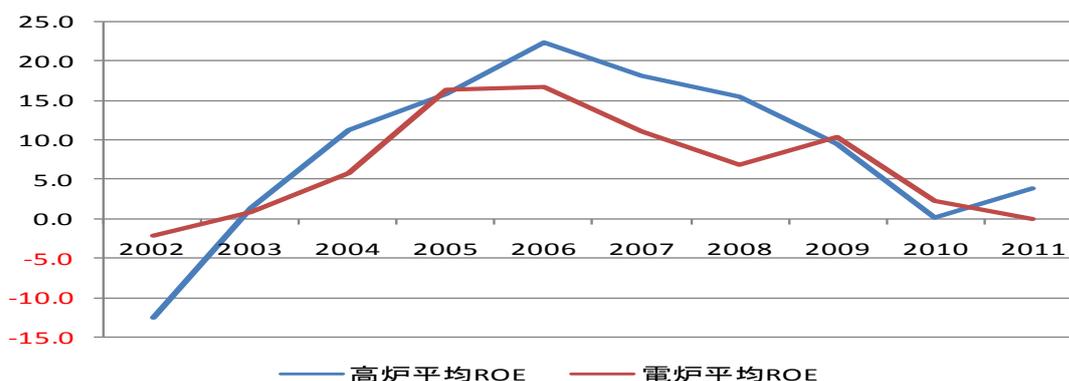
本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。本資料には事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

第3節 資本収益性分析

高炉・電炉の資本収益性分析をおこなうため、ROE推移、デュポン分解による分析をここでは行う。

高炉は、神戸製鋼・JFE・住友金属工業・新日本製鉄・日新製鉄の5社を、電炉は、大阪製鉄・共英製鋼・合同製鉄・東京製鋼・東京製鉄の5社を対象として、データを用いた。まず、ROE比較であるが、高炉・電炉共に2003年から、プラスに転じ2005～2006年をピークに下降している。高炉・電炉の推移の多少のずれは見られるものの、ほぼ同じ傾向をもって、推移していると言っていいであろう。しかし、縦の変動幅には高炉・電炉によって違いが見られる。そこで、高炉・電炉のROEをデュポン分解してみる。

図 3.3 高炉・電炉平均ROE比較単位（単位：％）

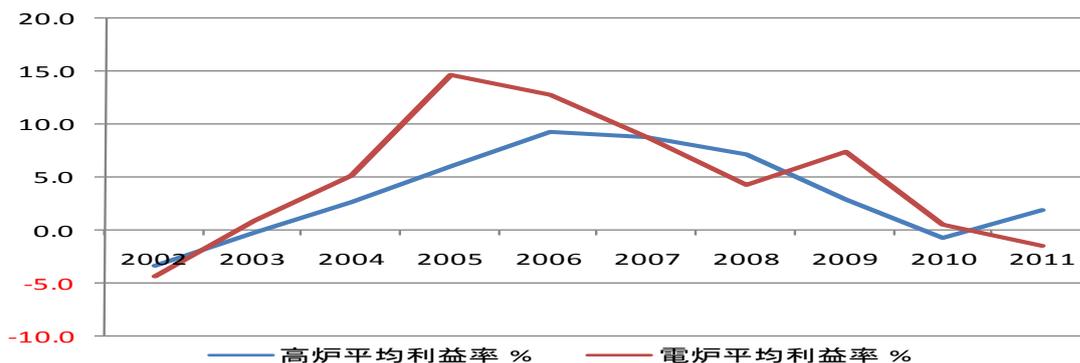


（出所）日経 Needs FQ より作成

・利益率

まず、利益率の違いであるが、これはROEの推移に影響している。年度にずれはあるものの、ROEと同様な推移をとっているが、ROEと決定的に違う点は、利益率においては、電炉の方がむしろ、高炉よりも高い利益率を誇っているということである。この利益率の違いは何に起因しているのだろうか。

図 3.4 高炉・電炉利益率比較（単位：％）



(出所) 日経 Needs FQ より作成

・ EPS と原料価格比較

電炉の一株当たり純利益（EPS）は鉄スクラップ価格と逆相関しており、原材料の鉄スクラップの価格が上昇することにより、買取価格が上昇、売買価格差を確保することが難しくなり、利益を圧迫していることがわかる。電炉は非常に原材料費の影響を受けやすい事業だということがわかる。利益率を高めるためには、鉄スクラップ価格が下がるのを待つか、今よりも安い鉄スクラップのチャネル開拓を行う必要がある。一方、高炉は EPS と原料である鉄鉱石の価格に相関性は見受けられない。鉄鉱石価格の上下が直接的に純利益に影響するわけではないと考えられる。

電炉EPSと鉄スクラップ価格



図 3.5 (出所) 日本鉄リサイクル工業会資料、日経 Needs FQ より作成

高炉EPSと鉄鉱石価格

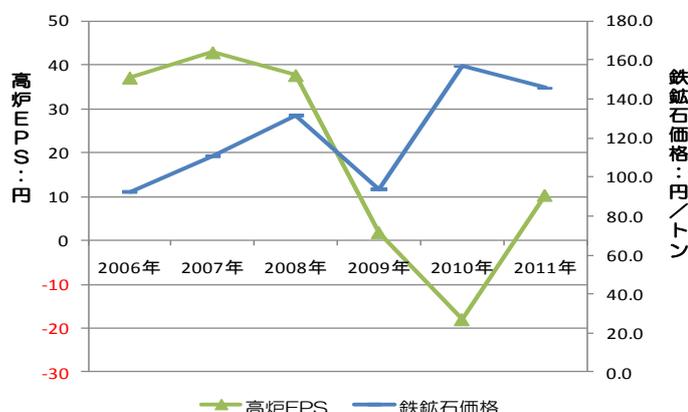


図 3.6 (出所) 世界経済のネタ帳、日経 Needs FQ より作成

・ 回転率

高炉・電炉それぞれの過去 10 年間の回転率の平均を下の表 3.5 に示した。

これからもわかるように、高炉・電炉の回転率は 1.0 を下回っているものの、高炉・電炉間では、ほぼ変わらない値を示している。

表 3.5 高炉・電炉回転率 10 年平均比較 (単位: 回/年)

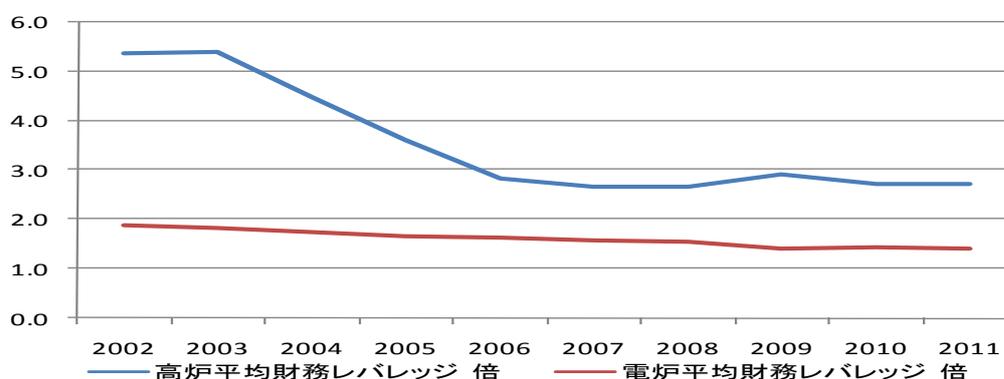
高炉平均回転率	0.76
電炉平均回転率	0.73

(出所) 日経 Needs FQ より作成

・財務レバレッジ

デュポン分解における高炉・電炉の比較で大きな違いを見せたのが財務レバレッジであった。02年には3倍の差、最近では、差は縮まっているものの未だとして2倍の差が確認できる。これがROEでは高炉の方が高いものの、利益率では電炉の方が高いという逆転が起こる原因と考えられる。ではなぜこんなにも、高炉・電炉の財務レバレッジが違うのか、分析を進める。

図 3.7 高炉・電炉財務レバレッジ比較 (単位：倍)

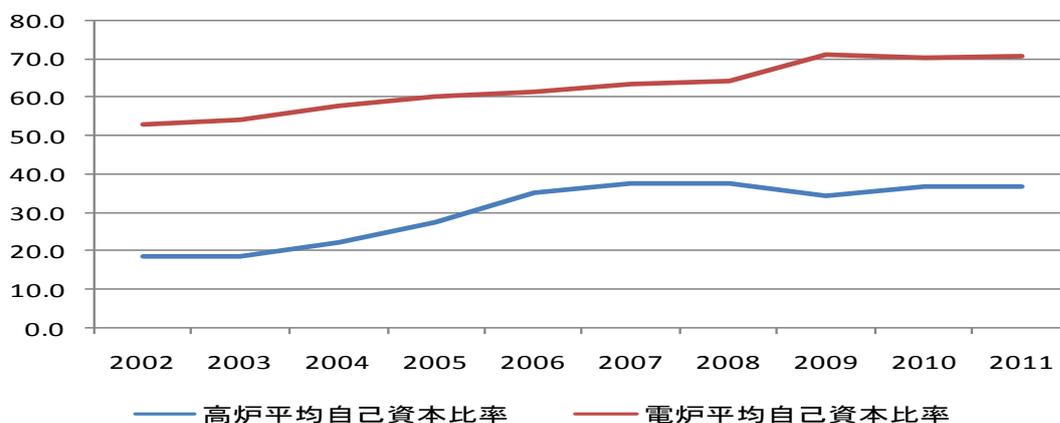


(出所) 日経 Needs FQ より作成

・自己資本比率

先の財務レバレッジの違いの原因を究明すべく、自己資本比率を調べた。高炉・電炉共に自己資本比率は毎年上昇しているが、高炉は02年に18.5%と低い値から発し11年には37.0%まで上昇、一方電炉は02年に53.2%、11年には70.4%と常に高い値を示し、高炉と電炉の自己資本比率は常に30%程度の乖離が見受けられる。つまり、電炉の方が株式発行による資金調達が多く、一方高炉は銀行借り入れによる負債調達がが多いということを示す。

図 3.8 高炉・電炉自己資本比率比較 (単位：%)



(出所) 日経 Needs FQ より作成

↑るゼミ用教材を目的に作成したものです。本資料には事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

第4節 高炉・電炉の自己資本比率の違い

第3節の資本収益性分析によって高炉と電炉の自己資本比率が大きく違うということが分かった。このことによって自己資本比率の逆数である、財務レバレッジも違いが生まれ、それによって、電炉は利益率の面では高炉に勝る値を示しているにもかかわらず、ROEの面では高炉が高い値を示す、という現状である。その問題について調査を進めるためにこの節では、これらの原因となる自己資本比率の違いについて分析を進める。

自己資本比率の違いを探るために、我々は次の3つの仮説を立てた。

●設備投資額の違い

第2章の高炉と電炉の違いでも述べた通り、高炉の方が電炉よりも事業体質的に大規模であるがために、多額の設備投資に資金が必要であるから。ここから売上高設備投資比率に注目した。

●銀行からの融資の受けにくさ

PBR、PER、ROEからもわかる通り、それぞれの財務指標は高炉業界より電炉業界の方を低く評価しており、つまり高炉よりは電炉の方が不安定であるそのため、銀行からすれば、安定した企業に資金を貸したいという思いから、電炉に対する貸し渋り、または高い利息をかけているのではないかと考えた。ここから有利子負債利率に注目した。

●事業規模・投資先の違い

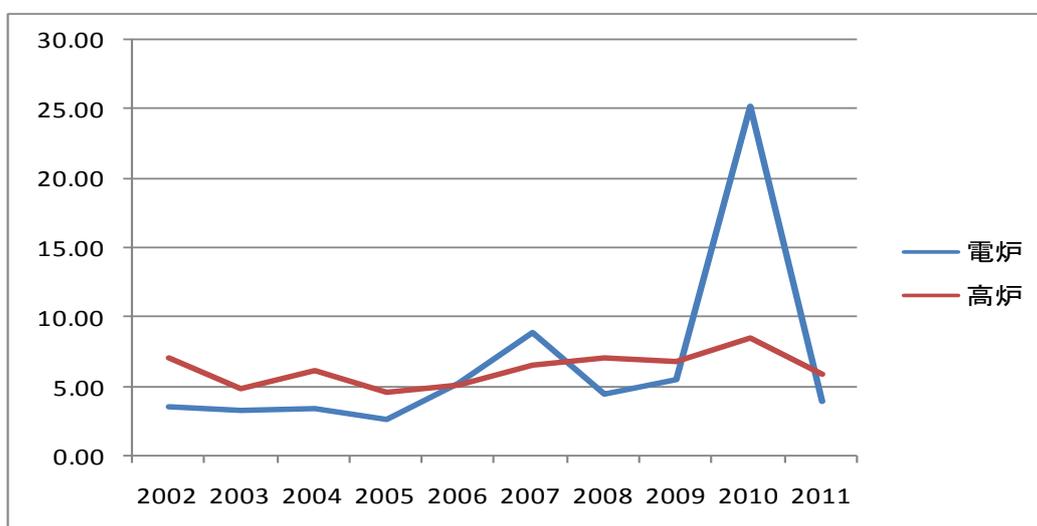
電炉は高炉よりも事業が小さく、事業の投資先が少なく、わざわざ銀行から借入れをする必要がないのではないかと考えた。ここからCF計算書に注目した。

●売上高設備投資比率分析

電炉と高炉の売上高設備投資比率を比較すると、平均して電炉が 4.64%、高炉が 6.24%と高炉の方が 1.6%高い。(ただし、東京製鐵は 2007、2010 年に大幅に比率が上がっているため除外した。)

また、高炉の売上高は平均約 20146 億円、電炉の平均売上高は平均約 937 億円と、高炉の売上高は電炉の売上高に比べ約 20 倍の売上高を誇る。つまりは、高炉の設備投資額は約 1250 億円となり、一方電炉は約 50 億円となる。つまり高炉・電炉の設備投資額の差は約 1200 億円もの差があるということになる。この多額な設備投資額を補うために高炉は電炉よりも銀行からの負債調達が多いと考えられる。

図 3.9 高炉・電炉売上高設備投資比率 (単位：%)

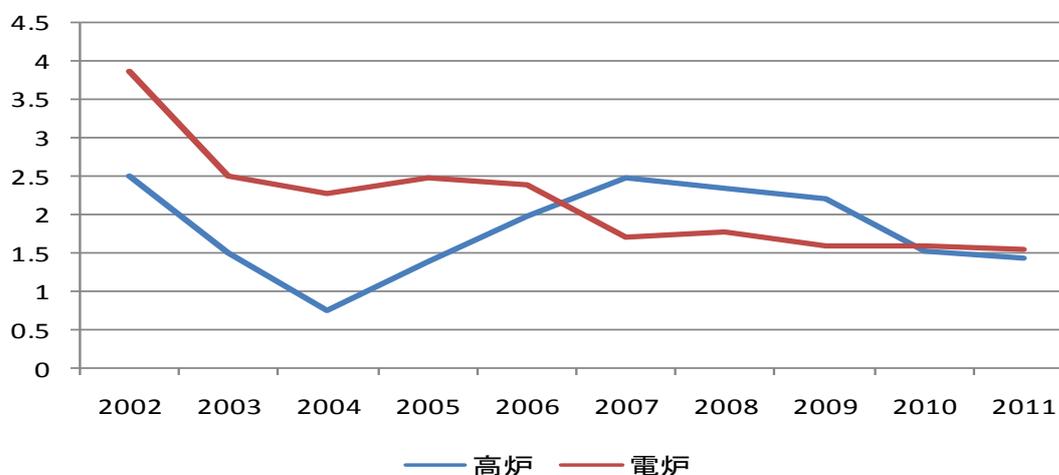


(出所) 日経 Needs FQ より作成

●有利子負債利率分析

02 年から 05 年までこそは電炉の有利子負債利率が高かったが、06 年を境に高炉の有利子負債利率が電炉より高くなる。現在では高炉・電炉ともに 1.5%程度に収まる。図 3.10 からわかるように、05 年までこそは、電炉に対する銀行の高い利息がうかがえるが、最近では、どちらも同じ程度の有利子負債利率となっているようである。ということは、電炉は銀行からの高い利息を敬遠して借り入れを拒んでいるわけではないようである。

図 3.10 高炉・電炉有利子負債利率比較 (単位：%)



(出所) 日経 Needs FQ より作成

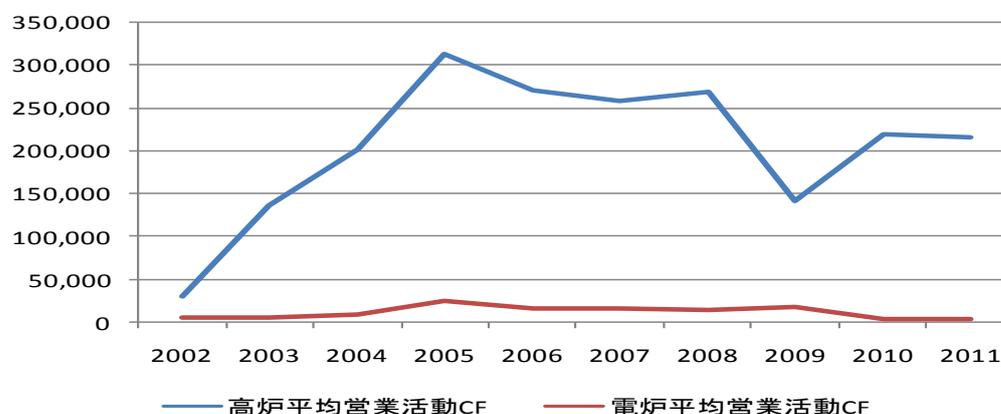
●CF計算書分析

CF計算書は、営業活動CF・投資活動CF・財務活動CFの3つに分かれている。まずは営業活動CFを見てみる。(なお、CF計算書の各データで、02年の高炉の各値が小さいのはJFEHDの未設立による。)

・営業活動CF

次頁の図 3.11 は営業活動CFの平均を高炉・電炉別にグラフ化したものである。営業活動CFとは本業による収入と支出の差額を表す。図 3.11 をみての通り、高炉と電炉の営業活動CFには歴然たる差があり、いかに高炉と電炉の事業規模が違うかということを示している。

図 3.11 高炉・電炉営業活動CF比較 (単位：百万円)



本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。本資料には事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

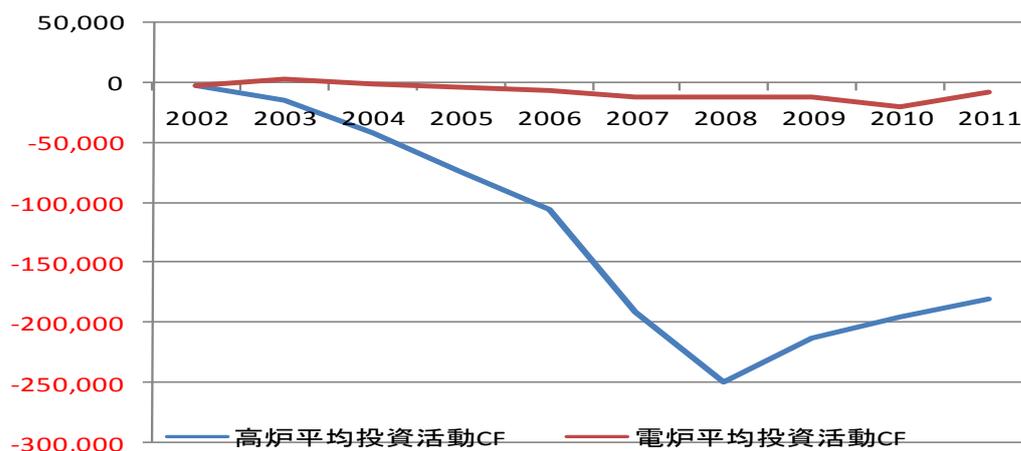
(出所) 決算短信より作成

・投資活動CF

図 3.12 は投資活動CFの平均を高炉・電炉別にグラフ化したものである。

投資CFとは、固定資産や株、債券などの取得や売却をした時の現金の流れを表す。通常、営業活動を行っていくためには、設備投資などの固定資産への投資が必要なため、事業拡大などに積極的な企業ほど、この項目はマイナスであることが多い。逆にプラスの場合は、会社が持っている設備や、株、債券などを売った金額が投資分を上回っていることを示している。高炉は電炉よりも圧倒的に投資活動にける金額が大きいことがわかる。先の売上高設備投資費率でも高炉の方が設備投資にける金額が大きかったことにも通じる部分である。また高炉は積極的に社債発行している一方で電炉は発行してない企業もある。このこともグラフに反映されているようである。

図 3.12 高炉・電炉投資活動CF比較 (単位：百万円)



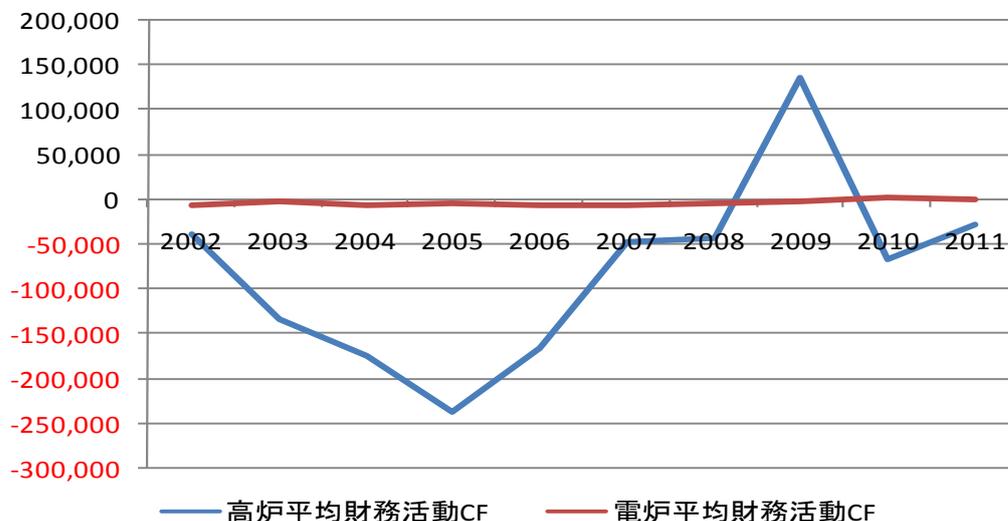
(出所) 決算短信より作成

・財務活動CF

図 3.13 は財務活動CFの平均を高炉・電炉別にグラフ化したものである。

財務CFとは、キャッシュの不足分をどう補ったのかを表す。株主に配当を支払ったり、自社株買いをしたり、借金を返済した場合はマイナスとなる。逆に借入金や社債などで資金調達すればプラスとなる。次頁図をみてもわかる通り、高炉のグラフ推移は激しく、一方電炉はほぼ0を基準として緩やかな推移を示す。高炉は自己資本比率が高いことから借金返済・社債の償還などで、財務活動CFが大きく動くが、電炉にはそれらの要因がないため、このような緩やかな動きを示す。

図 3.13 高炉・電炉財務活動CF比較（単位：百万円）



（出所）決算短信より作成

以上のCF計算書から、高炉は電炉よりも事業規模が格段に大きく、設備投資などにも多額な資金が必要となり、そのために銀行調達・社債発行しなければならない。逆に電炉は、高炉に比べ事業規模が小さく、投資にかかる金額も少額であり、そのため、銀行借入れや社債発行をしなくてよい。

自己資本比率の違いの原因に対する結論

これらの3つの仮説を立てたうえで調べた結果、自己資本比率比較において、電炉の自己資本比率が高炉の自己資本比率に比べはるかに高い理由は、電炉が銀行からの低い評価を受け高い利息を敬遠しているわけではなく、設備投資に多額の資金がかからず、投資先の不足から投資活動が盛んではないため、銀行からの借入れや社債発行を行うまでもないということである。設備投資にも多額の資金が必要となり、事業規模の大きさから投資先を多く持ち、銀行借入れや社債発行を行わなければならなくなる。そのために高炉・電炉の財務レバレッジは大きく異なり、そのために利益率においては電炉の方が高い一方で、ROEにおいては高炉の方が高くなるという、高炉・電炉の逆転という現象が起こる。今後、電炉業界の課題としては、いかに事業投資先を見つけ、精力的に借入れを行い、投資活動を行い、高い利益率を活かして、レバレッジもあわせて、高いROEにつなげる経営が求められる。

次章より共英製鋼の財務分析を行う。

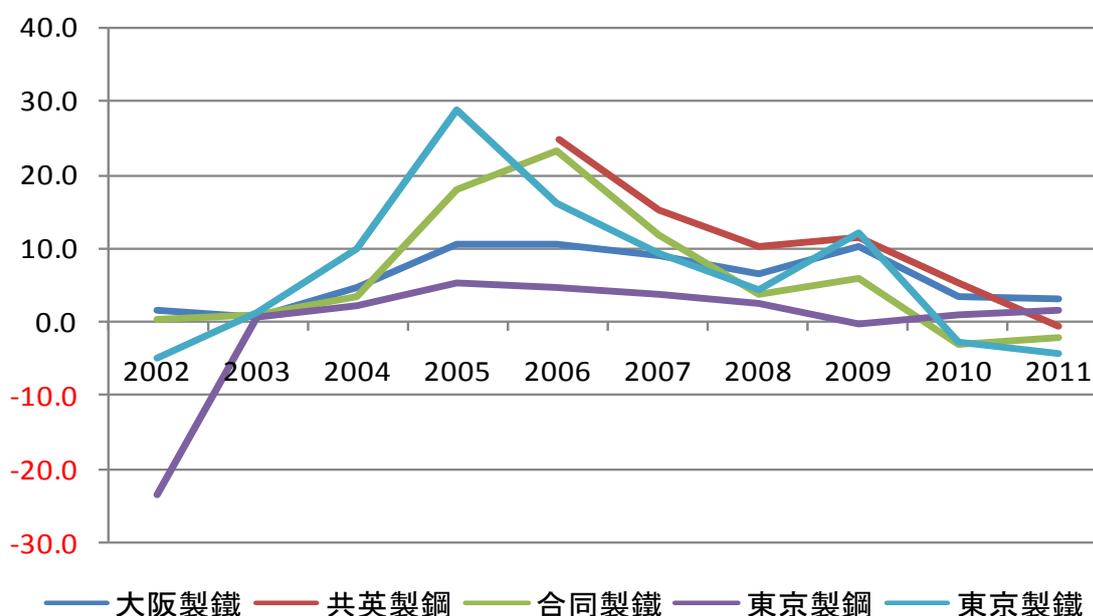
第4章 共英製鋼財務分析

第1節 ROE分析

共英製鋼は上場した2006年以来、年々ROEの推移は下降しているものの、競合他社に劣らない数値であるといえる。

ただし、2011年度は初の当期純損失を計上してしまったため、ROEはマイナスの数値になってしまう。今後は、いかに損失から利益に持ち直すかが、課題となる。詳しく分析するためにROEを利益率・回転率・財務レバレッジの3つにデュポン分解をする。

図4.1 電炉5社ROE比較（単位：％）

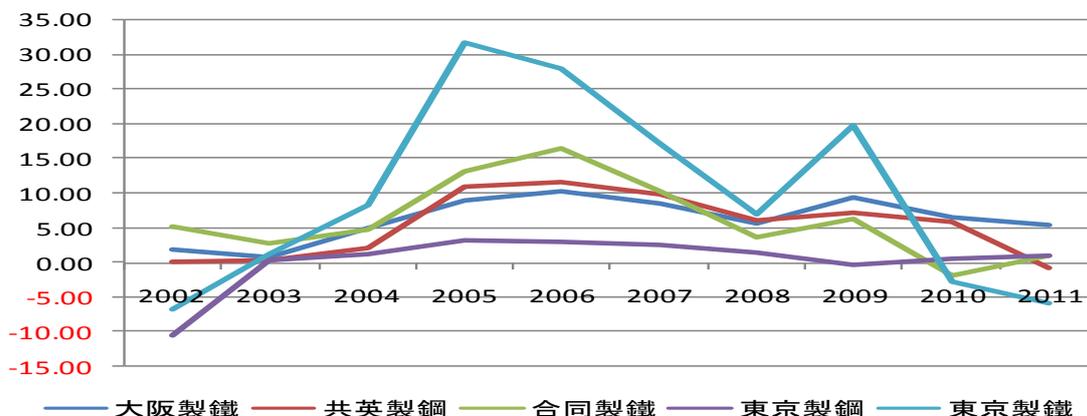


（出所）日経 Needs FQ より作成

・利益率

共英製鋼は06年の上場後、順調な推移を見せたものの、09年利益率7.21%を機に10年6.00%、11年は-0.68%と下降傾向にある。11年は共英製鋼が上場して以来の初の当期順損失を計上した年であり、そのために、利益率もマイナスとなっている。

図 4.2 電炉 5 社利益率比較 (単位：%)



(出所) 日経 Needs FQ より作成

そこで、共英製鋼の売上高と当期純利益の関係を下のグラフに表した。02 年より、ほとんどの年で売上高があがれば、当期純利益もあがるという関係がみられるが、06 年から 08 年、10 年から 11 年にかけては、売上高が増えているにもかかわらず、当期純利益は減っている。注目すべき点は 10 年と 11 年の当期純利益である。売上高は 111485 百万円から 116828 百万円と、増えているにもかかわらず、当期純利益は 6691 百万円から -794 百万円と大幅に減少している。そのために利益率も大幅に下がってしまっている。

図 4.3 02 年～11 年共英製鋼当期純利益・売上高 (単位：百万円) (出所) 日経 Needs FQ より作成

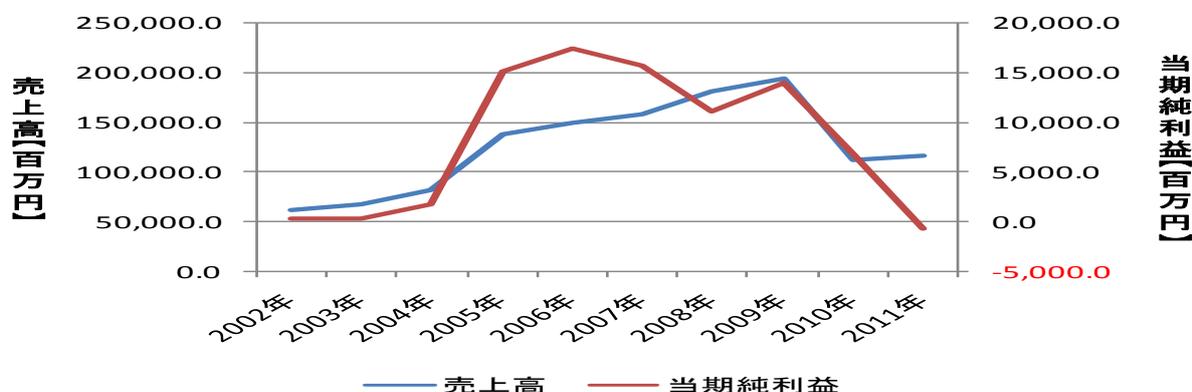


図 4.4 09 年～11 年共英製鋼当期純利益・売上高

(単位：百万円) (出所) 日経 Needs FQ より作成

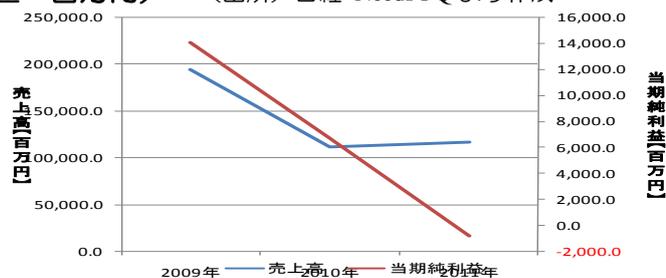


表 4.1 利益率 (単位：%)

(出所) 日経 Needs FQ より作成

	09年	10年	11年
当期純利益	14,009.0	6,691.0	-794.0
売上高	194,345.0	111,485.0	116,828.0
利益率	7.2	6.0	-0.7

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。本資料には事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

売上高は微増しているにもかかわらず、当期純利益が大幅に減少しているのはなぜなのか。われわれは、電炉の原材料でもある鉄スクラップ価格に注目した。

図 4.5 は鉄スクラップ価格と電炉会社の EPS の比較を表したグラフである。電炉業界内で比較すると、多くの会社が鉄スクラップ価格の影響を受けている。その中でも最も反応しているのが共英製鋼である。

また、原材料の鉄スクラップの価格が上昇することにより、買取価格が上昇、売買取価格差(メタルスプレッド)を確保することが難しくなり、利益を圧迫していることがわかる。どのように当期純利益を黒字にするかは、今よりも安い鉄スクラップのチャネル開拓か、鉄スクラップ価格の下落を待つかということになる。

共英、電炉他 4 社 EPS と鉄スクラップ価格

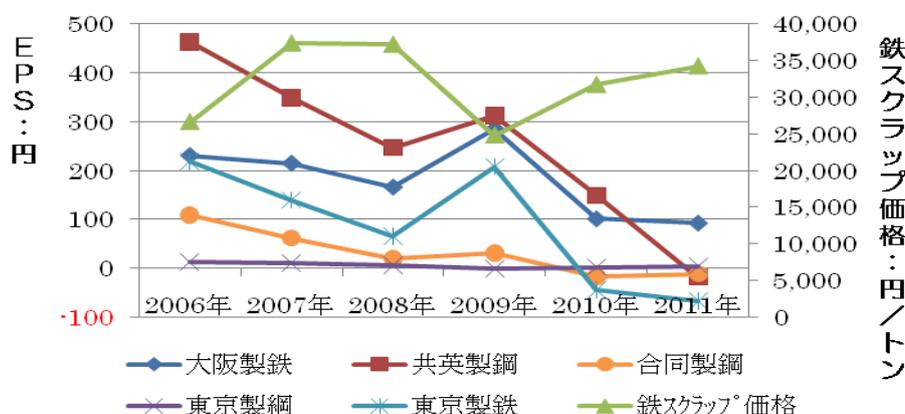


図 4.5 (出所) 日本鉄リサイクル工業会資料、日経 Needs FQ より作成

・回転率

共英製鋼は 05 年から現在にかけて電炉業界において高い回転率を示しており、投下した資本の売上への貢献度が他社と比較して高い。

10年平均回転率	
大阪製鉄	0.7
共英製鋼	0.9
合同製鋼	0.7
東京製鋼	0.7
東京製鐵	0.7

表 4.2 電炉 5 社 10 年平均回転率 (単位: %)

(出所) 日経 Needs FQ より作成

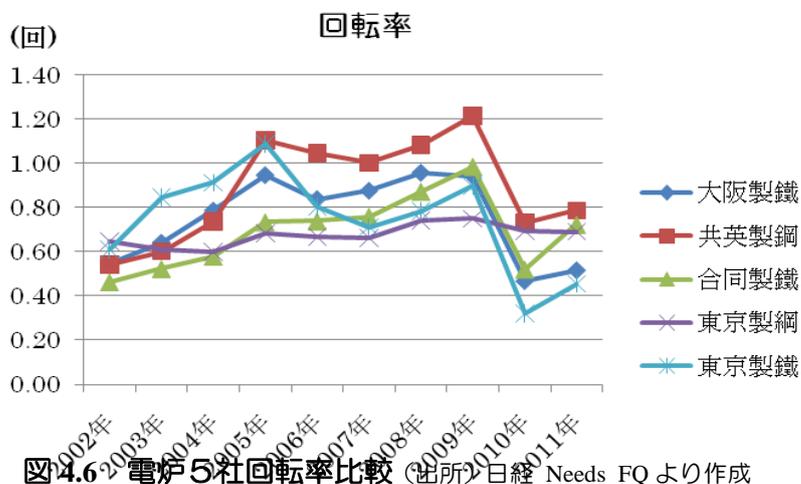


図 4.6 電炉 5 社 10 年平均回転率比較 (出所) 日経 Needs FQ より作成

その要因を考察するために、売上高に対する現預金、受取勘定、棚卸資産、固定資産等の資産の比率を同業他社と比較した。

共英製鋼の資産は固定資産、受取資産、棚卸資産、現金・預金の順に多い。図 4.9、図 4.10 より、売上高受取勘定比率、売上高固定資産比率が比較的lowめである。売上高に対して、資産にしめる割合が大きい固定資産、受取勘定の比率が他社より少ない。つまり、他社より回転率が高いのは、固定資産と受取勘定が少なく、資産を抑えている、つまりは効率がよいことが要因である。

表 4.3 共英製鋼の資産科目（単位：百万円）

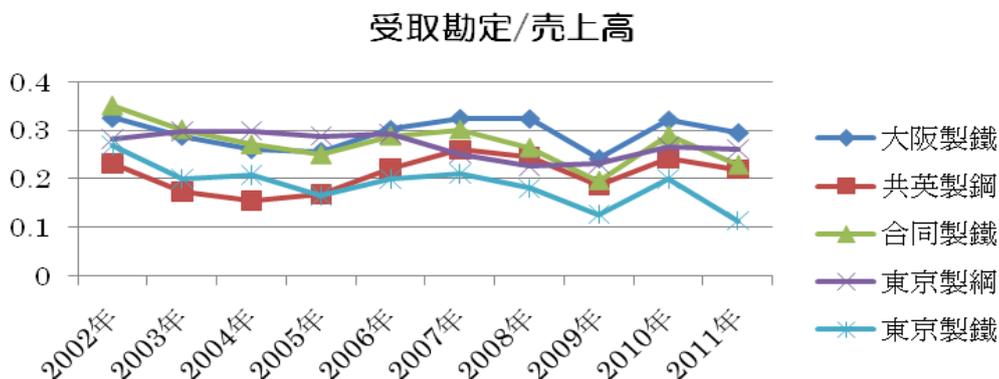
（出所）日経 Needs FQ より作成

	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
現金・預金	8,960	8,193	3,478	8,475	9,961	9,083	14,395	20,120	15,889	11,459
受取勘定（受取手形・売掛金）	14,186	8,969	16,235	30,135	35,777	46,703	42,218	29,789	23,938	27,272
棚卸資産	8,982	10,335	10,257	13,776	13,136	14,984	18,505	16,483	17,380	19,438
固定資産	73,818	74,076	73,274	83,270	86,766	89,418	88,104	83,422	82,442	75,889

図 4.7 電炉 5 社現金/売上高比較（単位：割）



図 4.8 電炉 5 社受取勘定/売上高比較 (単位：割)



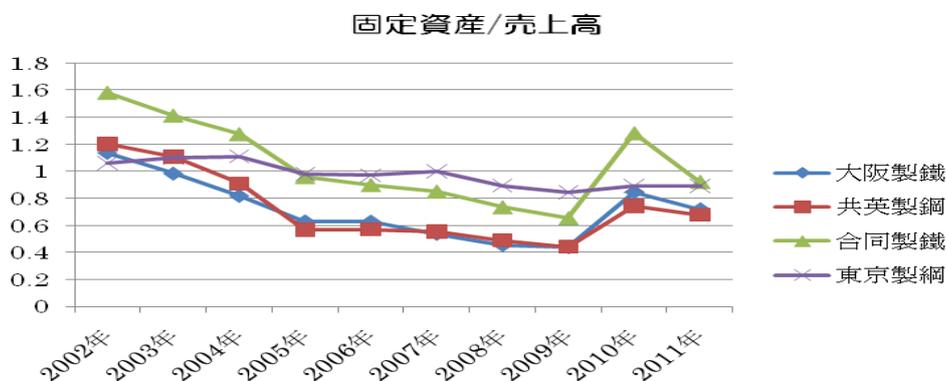
(出所) 日経 Needs FQ より作成

図 4.9 電炉 5 社棚卸資産/売上高比較 (単位：割)



(出所) 日経 Needs FQ より作成

図 4.10 電炉 5 社固定資産/売上高比較 (単位：割)



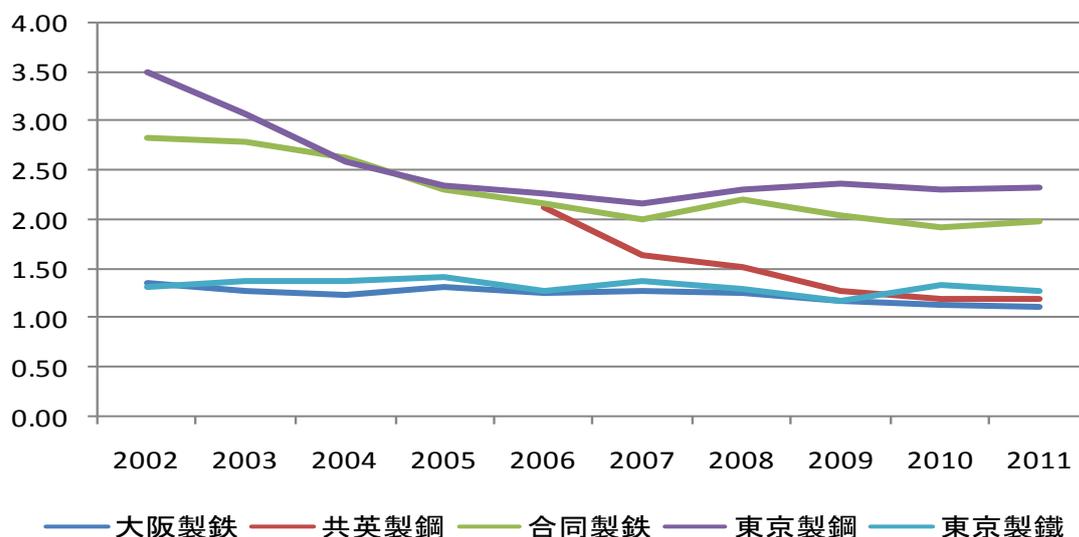
(出所) 日経 Needs FQ より作成

・ 財務レバレッジ

財務レバレッジは使用総資本を自己資本で割った値であり、銀行からの借り入れによって使用総資本を増やせ、財務レバレッジを恣意的に高くすることが可能であり、それぞれの企業の財務戦略が見受けられる指標のひとつである。

02 年度、東京製鋼・合同製鉄はそれぞれ、3.5、2.87 と高いレバレッジを効かせていたが、年々レバレッジを低くしている。共英製鋼も例外ではなく、06 年共英製鋼のレバレッジは 2.13 と、中々にして高いものであったが、11 年度には 1.19 とレバレッジは半分近い値になっている。昨今の不況により、先行き不透明なことから、消極的になり、レバレッジを低く保っていると考えられる。このレバレッジは妥当な値であるかについて、次節、ROA 分析をする。

図 4.11 電炉 5 社財務レバレッジ比較 (単位：倍)

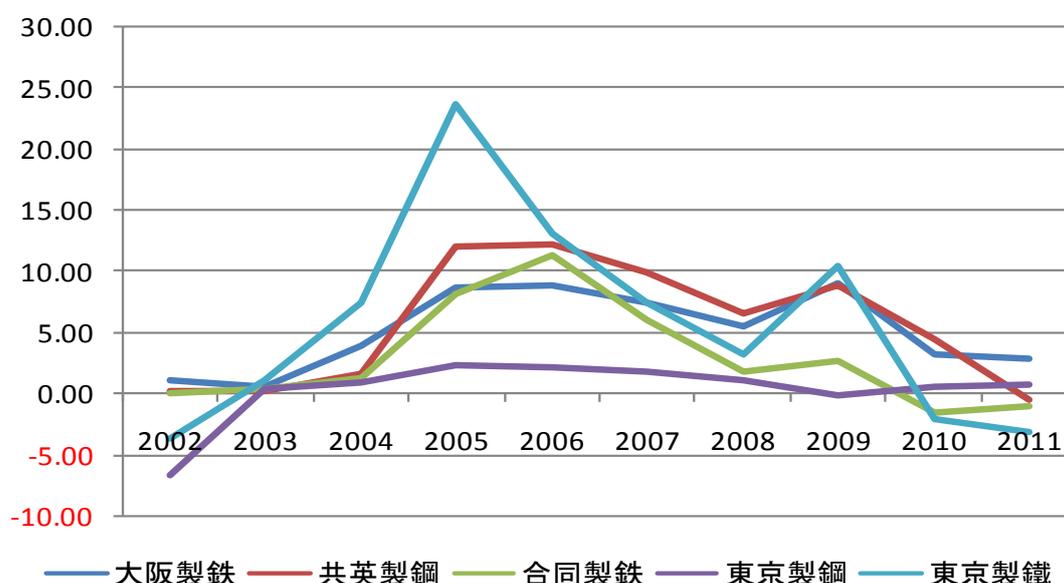


(出所) 日経 Needs FQ より作成

第2節 共英製鋼 ROA 分析

11 年度においては、共英製鋼は財務レバレッジが低かったために、ROA のマイナスをさらに押し広げることにはならなかったが、合同製鐵は ROA-1.1、ROE-2.1 と財務レバレッジを高くとっていたことが仇となった一方で、東京製鋼は ROA0.7、ROE1.7 と財務レバレッジをうまく活かすことができ、明暗が分かれたともいえる。

図 4.12 電炉 5 社 ROA 比較 (単位：%)

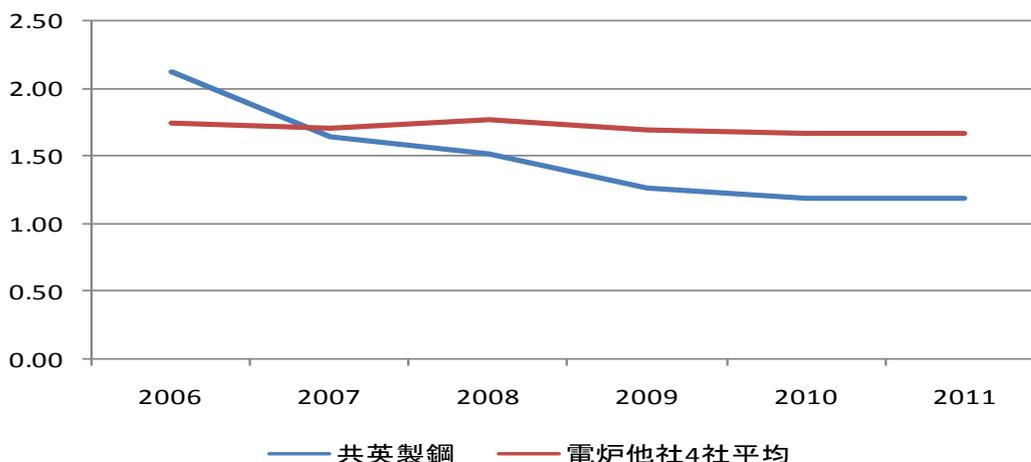


(出所) 日経 Needs FQ より作成

・ROA と財務レバレッジ

共英製鋼の ROA は年々下降傾向にあるが、それにあわせて財務レバレッジも下がっている。このことによって、ROE の減少幅を抑えようとしている意向が見受けられる。では果たして、共英製鋼の財務レバレッジの数値は妥当なのであろうか。そこで、共英製鋼と電炉他社 4 社平均の財務レバレッジの推移を表した。06 年・07 年は平均財務レバレッジよりも高い値をとっているが、09 年を境に他社 4 社よりも低い値となっている。

図 4.13 共英製鋼と電炉他社 4 社財務レバレッジ比較 (単位:倍)

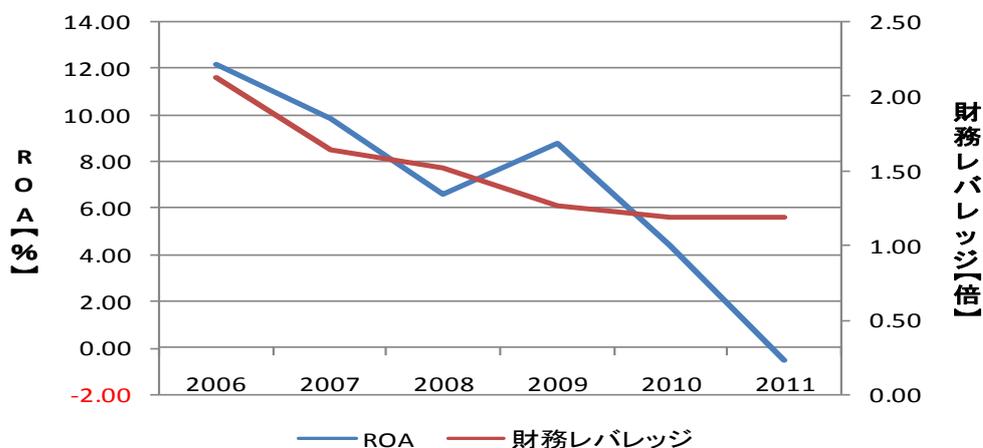


(出所)日経 Feeds FQ より作成

ではなぜ、最近では共英製鋼は財務レバレッジを低く保っているのかを分析するために、ROA と財務レバレッジの比較に移る。

共英製鋼の ROA は先の ROA 分析でも述べたとおり、上場した時こそ高い値を示していたものの、昨今下降傾向にある。そのために財務レバレッジも恣意的に低い値をとっていると考えられる。しかし、11 年度こそ、ROA はマイナス値となってしまったものの、それまでは、電炉の中では高い ROA を維持していた優良企業である。財務レバレッジを低く維持するのは、よく言えば安定的な経営ともいえるが、悪く言えば、臆病な経営である。ここで言う臆病な経営とは、投資機会に消極的であるという意味である。今後はまず、ROA を高い値にもどし、さらには、高い財務レバレッジをとり、ひいては高い ROE を維持する経営といったものが求められる。

図 4.14 共英製鋼の ROA ・レバレッジ比較

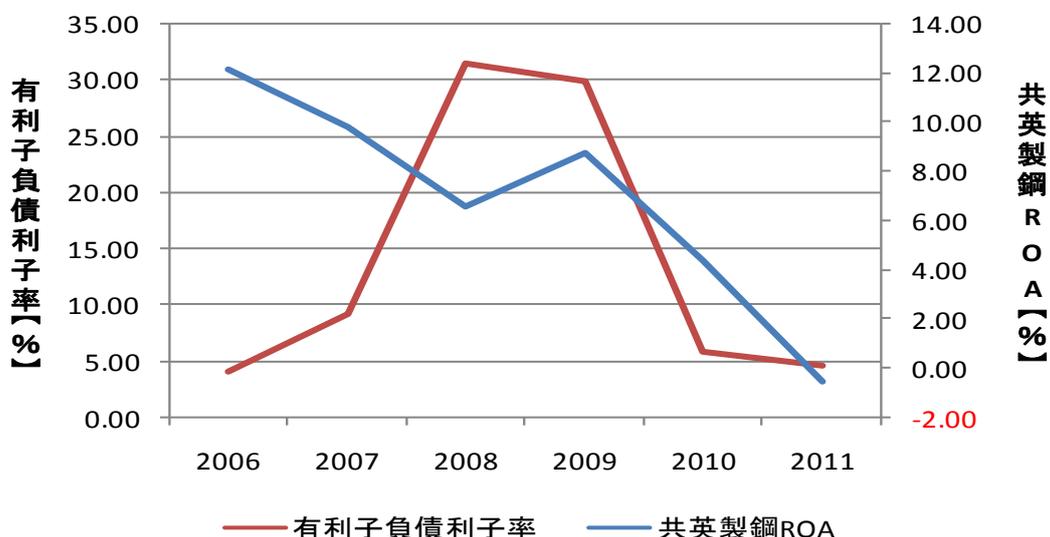


(出所) 日経 Needs FQ より作成

・ ROA と有利子負債利率の関係

06年07年10年11年は4%前後と有利子負債利率としては高い値を示すが、さらには08年09年は30%前後と異常値ともとれる値が続く。その原因としては、借金体質脱却のために借入れを年々へらしていくものの、金融費用がそれにおいつかず、分母が減っているにもかかわらず、分子が大きいままという状況から、このような高い有利子負債利率が生まれたと考えられる。このような高い有利子負債利率では、なかなか銀行からの借入れに頼るという経営は難しい。

図 4.15 共英製鋼 ROA と有利子負債利率 (単位：%)



(出所) 決算短信、日経 Needs FQ より作成

図 4.16 共英製鋼有利子負債利率内訳 (単位：百万円)

共英製鋼	2006	2007	2008	2009	2010	2011
金融費用	1289	937	606	458	101	76
借入金+社債+割引手形	31069	10058	1926	1536	1706	1647
有利子負債利率	4.15	9.32	31.46	29.82	5.92	4.61

(出所) 決算短信より作成

分析指標一覧（バックデータ）

共英製鋼（5440）損益計算書（単位：百万円、％）

決算年(年度)	07/3	08/3	09/3	10/3	11/3
売上高	3,260,447	3,539,802	3,908,282	2,844,356	3,195,560
前年比	5.2%	8.6%	10.4%	-27.2%	12.3%
売上原価	2,449,824	2,721,330	3,199,268	2,505,746	2,765,721
前年比	7.2%	11.1%	17.6%	-21.7%	10.4%
売上総利益	810,623	818,471	709,013	338,610	429,838
前年比	-0.4%	1.0%	-13.4%	-52.2%	26.9%
販売費及び一般管理費	306,685	307,952	301,207	249,835	247,028
前年比	3.5%	0.4%	-2.2%	-17.1%	-1.1%
営業利益	503,938	510,518	407,806	88,775	182,810
前年比	-2.6%	1.3%	-20.1%	-78.2%	105.9%
売上比	15.5%	14.4%	10.4%	3.1%	5.7%
受取利息・配当金	8,431	9,334	10,236	7,318	6,770
営業外収益	62,536	64,133	61,889	40,069	46,869
支払利息・割引料	15,398	18,022	22,506	19,463	16,463
営業外費用	52,954	71,678	69,133	59,555	63,874
その他営業外収益	27,541	12,245	8,737	15,030	16,903
経常利益	513,520	502,974	400,562	69,289	165,805
前年比	-0.7%	-2.1%	-20.4%	-82.7%	139.3%
売上比	15.7%	14.2%	10.2%	2.4%	5.2%
特別利益	5,981	6,873	17,044	8,559	3,755
特別損失	10,861	62,646	86,568	6,895	54,293
税金等調整前当期利益	508,640	447,201	331,038	70,952	115,267
法人税等	206,830	182,050	136,609	21,419	53,410
少数株主損益	2,127	3,305	199	3,873	3,247
当期純利益	299,683	261,845	194,229	45,659	58,608
前年比	-8.1%	-12.6%	-25.8%	-76.5%	28.4%
売上比	9.2%	7.4%	5.0%	1.6%	1.8%
減価償却費	176,794	220,459	247,774	248,374	246,666
売上比	5.4%	6.2%	6.3%	8.7%	7.7%
設備投資額	193,596	223,644	289,582	225,268	180,400
売上比	5.9%	6.3%	7.4%	7.9%	5.6%
研究開発費	38,149	39,483	41,938	36,082	-
売上比	1.2%	1.1%	1.1%	1.3%	-
EPS(円)	348.1	246.6	312.0	149.0	-17.7
DPS(円)	30.0	30.0	40.0	40.0	20.0
BPS(円)	2,283.6	2,437.3	2,693.4	2,822.8	2,736.8

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。本資料には事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

共英製鋼（5440）貸借対照表（単位：百万円）

決算年(年度)	07/3	08/3	09/3	10/3	11/3
【資産の部】					
流動資産	79,479	78,468	70,288	68,683	70,564
現金及び預金	9,083	14,395	20,120	15,889	11,459
受取手形及び売掛金	46,703	42,218	29,789	23,938	27,272
有価証券	3,638	615	500	9,030	8,500
棚卸資産	14,984	18,505	16,483	17,380	19,438
固定資産	89,418	88,104	83,422	82,442	75,889
有形固定資産	65,401	65,821	65,405	64,249	61,528
無形固定資産	1,204	1,178	1,240	1,284	1,332
投資その他の資産	22,814	21,105	16,778	16,909	13,029
繰延資産	-	-	-	-	-
資産合計	168,897	166,572	153,711	151,125	146,453
【負債の部】					
流動負債	58,548	51,018	28,051	18,793	19,770
支払手形及び買掛金	39,545	39,752	11,707	12,269	13,629
短期借入金	7,354	866	882	444	471
社債等	-	-	-	-	-
その他	1,481	7,055	7,807	5,156	4,881
固定負債	11,450	7,708	6,506	7,427	6,710
社債等	-	-	-	-	-
長期借入金	2,704	1,060	654	1,262	1,176
負債合計	69,998	58,727	34,557	26,220	26,480
純資産合計	98,899	107,846	119,154	124,905	119,973
負債及び資本合計	168,897	166,573	153,711	151,125	146,453

共英製鋼（5440）キャッシュフロー計算書（単位：百万円）

決算年(年度)	07/3	08/3	09/3	10/3	11/3
営業活動によるCF	13,341	17,601	12,615	9,996	71
税引純利益	23,611	17,195	23,388	11,121	-386
減価償却費	4,643	4,738	4,869	4,992	4,806
その他	-14,913	-4,332	-15,642	-6,117	-4,349
投資活動によるCF	-5,304	-10,059	-4,126	-14,927	3,729
設備投資	6,699	5,550	5,173	4,815	2,706
投融資	1,606	-3,063	604	-7,483	5,374
その他	-242	-49	-139	-354	-853
財務活動によるCF	-5,217	-7,089	-1,794	-1,626	-2,069
配当金	-429	-1,951	-1,318	-1,758	-1,317
借入金増減	-22,301	-10,084	-1,991	-1,579	-1,360
その他	-169	-64	-50	-6	-6
合計キャッシュフロー	2,820	453	6,695	-6,557	1,731

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。本資料には事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

共英製鋼（5440）財務・株価関連指標

		連	連	連	連	連
		07.03	08.03	09.03	10.03	11.03
損益計算書						
売上高	百万円	158,873	181,576	194,345	111,485	116,828
売上総利益	百万円	31,688	27,456	36,672	19,999	8,124
販売費	百万円	10,225	10,267	10,402	8,546	8,329
営業利益	百万円	21,463	17,189	26,270	11,454	-206
経常利益	百万円	21,815	17,642	25,388	12,715	-85
当期純利益	百万円	15,630	11,070	14,009	6,691	-792
売上総利益率	%	19.9	15.1	18.9	17.9	7.0
売上販売費比率	%	6.4	5.7	5.4	7.7	7.1
売上営業利益率	%	13.5	9.5	13.5	10.3	-0.2
売上経常利益率	%	13.7	9.7	13.1	11.4	-0.1
売上純利益率	%	9.8	6.1	7.2	6.0	-0.7
貸借対照表						
総資産	百万円	168,897	166,572	153,711	151,125	146,453
自己資本	百万円	98,899	107,846	119,154	124,905	119,973
グロス有利子負債	百万円	10,418	2,175	1,936	2,036	1,947
ネット有利子負債	百万円	-2,303	-12,835	-18,684	-22,883	-18,012
資本的支出	百万円	5,862	7,150	4,473	5,331	3,350
減価償却費	百万円	4,643	4,738	4,869	4,992	4,806
主要指標						
ROE	%	15.2	10.1	11.6	5.3	-0.6
ROA	%	9.8	6.6	8.7	4.4	-0.5
EPS	円	348.1	246.6	312.0	149.0	-17.7
CFPS	円	451.5	352.1	420.5	260.2	89.4
DPS	円	30.0	30.0	40.0	40.0	20.0
BPS	円	2,283.6	2,437.3	2,693.4	2,822.8	2,736.8
発行済株式数	百万株	45	45	45	45	45
総資産回転率	回/年	1.0	1.1	1.2	0.7	0.8
売上債権回転日数	日	96.3	90.0	68.2	89.2	81.0
棚卸資産回転日数	日	32.3	33.7	32.9	55.4	57.5
買入債務回転日数	日	76.1	79.7	48.3	39.3	40.5
株価関連指標						
修正株価	高円	3,410	3,750	2,590	2,805	2,082
	安円	2,605	1,532	911	1,544	876
PER	高倍	9.8	15.2	8.3	18.8	-117.7
	安倍	7.5	6.2	2.9	10.4	-49.5
PCFR	高倍	7.6	10.7	6.2	10.8	23.3
	安倍	5.8	4.4	2.2	5.9	9.8
PBR	高倍	1.5	1.5	1.0	1.0	0.8
	安倍	1.1	0.6	0.3	0.5	0.3
配当利回り	高%	0.9	0.8	1.5	1.4	1.0
	低%	1.2	2.0	4.4	2.6	2.3

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。本資料には事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。