

# 三洋貿易 | 3176

## 東証 1 部

### ニッチトップの事業ポートフォリオで商社随一の収益性を誇る

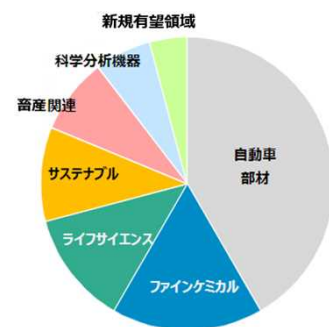
中堅技術系商社の中では海外調達品を主な商材として扱い、ニッチトップを目指す特異な存在である。同社の前身は戦前の三井物産であり、財閥解体の後多くの関連会社が再統合されたが同社は独立を維持し現在に至っている。専門商社としては高い営業利益率（前期7%）を誇る同社は、時代の変化の中で新たな商材へも挑戦しながらスクラップ&ビルドを繰り返し事業ポートフォリオを構築している。同社が開示しているセグメントは、化成品、機械資材、海外の3つであり、事業部はゴム、化学品、機械・環境、産業資材、科学機器の5つがある。

| (単位：百万円)    | FY16/9 | FY17/9 | FY18/9 | 2FY19/9 | FY20/9 *CE |
|-------------|--------|--------|--------|---------|------------|
| 売上高合計       | 59,909 | 67,738 | 78,450 | 83,230  | 75,500     |
| EBITDA      | 4,313  | 5,288  | 5,618  | 6,387   |            |
| EBITDA マージン | 7.20%  | 7.80%  | 7.20%  | 7.70%   |            |
| 営業利益        | 4,053  | 4,938  | 5,263  | 5,872   | 4,700      |
| 営業利益率       | 6.80%  | 7.30%  | 6.70%  | 7.10%   | 6.20%      |
| 経常利益        | 4,274  | 5,271  | 5,576  | 6,076   | 4,800      |
| 経常利益率       | 7.10%  | 7.80%  | 7.10%  | 7.30%   | 6.40%      |
| 当期純利益       | 2,758  | 3,351  | 3,635  | 4,019   | 3,300      |
| 当期純利益率      | 4.60%  | 4.90%  | 4.60%  | 4.80%   | 4.40%      |
| 資産合計        | 32,455 | 38,988 | 41,719 | 43,731  | -          |
| 株主資本等合計     | 20,398 | 23,871 | 26,490 | 29,050  | -          |
| 株主資本比率      | 62.85% | 61.23% | 63.50% | 66.43%  | -          |
| 有利子負債       | 861    | 1,667  | 1,930  | 1,326   | -          |
| ROE         | 14.06% | 15.14% | 14.44% | 14.47%  | -          |
| ROA         | 8.79%  | 9.38%  | 9.01%  | 9.41%   | -          |
| 営業活動によるCF   | 2,997  | 178    | 1,584  | 5,088   | -          |
| 投資活動によるCF   | -1,202 | -1,359 | -409   | -1,057  | -          |
| 財務活動によるCF   | -1,221 | -16    | -1,297 | -1,958  | -          |

出所：SPEEDAよりSESSAパートナーズ作成、\*CE:会社予想

化成品：サウジアラムコの子会社であるアランセオの合成ゴム製品を主に扱っており、一般産業、自動車向けに幅広い用途がある。同社は技術系商社として高い技術力と専門知識を有し、顧客への技術的営業を得意としている。三洋貿易は1952年にカナダのポリサー社から日本で初めて合成ゴムを輸入販売した。ポリサー社は独バイエルに買収され、バイエル社から同事業がランクセス社としてスピアウトし、その後同事業はサウジアラムコ参加となった。海外企業の代理店としてのビジネスモデルは代理店契約の永続性がリスクとなるが、同社の場合は上記のように事業のオーナーシップが変わっても一貫して日本での代理店であり続けている。これは先述した同社の技術的知見がアランセオの対日ビジネスでは不可欠であり代替のきかないポジションを築いているからである。化学品では多くの商材を扱っているが、代表的なものではUVインキ添加剤（紫外線で乾く特殊インキ）がある。UVインキの用途は多岐にわたるが、例えば交通機関のチケット等で使われているもので、刷り出し直後でも手にインキが付かない特徴がある。機械資材：主な取り扱い商品はペレットミルや木質バイオマスにおける熱電併給装置等の機器である。

### 同社が目指す事業領域と比重



出所：FY20/9 Q2決算説明資料

### 主要指標

|                     |         |
|---------------------|---------|
| Share price (8/14)  | 986     |
| YH (20/1/24)        | 1,446.5 |
| YL (20/3/19)        | 698     |
| 10YH (17/11/2)      | 1,505   |
| 10YL (12/10/23)     | 213.5   |
| Shrs out. (mn shrs) | 29.00   |
| Mkt cap (¥ bn)      | 28.5    |
| EV (¥ bn)           | 25.88   |
| Equity ratio (3/31) | 61.2%   |
| 20.3 P/E (act)      | 7.0x    |
| 21.3 DY (CE)        | 3.79%   |
| 20.3 OPM (act)      | 6.7%    |
| 20.3 ROE (act)      | 14.47%  |
| 20.3 P/B (act)      | 0.97x   |

### 株価チャート (52週)



出所：SPEEDA

### ブル：

技術力を基盤にした営業力。高い収益性とそれを支える規律あるM&A戦略。

### ベア：

自動車産業への依存度が高く、新型コロナウイルスを含めた想定外のサプライチェーン混乱の影響を受けやすい。

SESSA リサーチチーム

[research@sessapartners.co.jp](mailto:research@sessapartners.co.jp)

Quick Lookはスポットでの銘柄の紹介を目的としており継続的なフォローアップは予定していません

木質ペレットガス化  
熱電併給装置



出所：同社製品カタログ

自動車向け皮革シート



出所：同社ウェブサイト

経営指標比較

| (%)            | OPM | ROE  | ROIC |
|----------------|-----|------|------|
| 三洋貿易           | 7.1 | 14.5 | 13.0 |
| 産業系商社<br>13社平均 | 2.4 | 7.2  | 4.5  |
| 総合商社<br>5社平均   | 2.9 | 11.0 | 2.3  |

出所：SPEEDAよりSESSAパートナーズ作成  
注：各社前期決算に基づくが、赤字企業は前々期を使用

ペレットミルは家畜飼料を焼き固めて粒状にする機械で、飼料の質を改善し扱いやすくする利点がある。ペレットミルはCPM社（独）のものを扱っているが、日本では65年間の実績がありシェアは80%以上を占めている。比較的新しい事業である木質バイオマス事業では、ペレットミルを地元の間伐材に用い、バイオマス発電で燃焼の効率化につなげている。また、熱電併給装置は電力と熱を供給することにより高いエネルギー効率を実現する装置であり、独ブルクハルト社のものを導入している。第一号案件として群馬県上野村で稼働しているが、地産地消モデルとして成功しているという。また、FITを利用した商用稼働を目的にした三井物産と北海道電力の合弁プロジェクトが北海道下川町で2019年に稼働している。同社にとっては、ブルクハルト社の熱電併給装置を11機販売したほか、ペレットミル、樹皮剥き粉碎機等、周辺機械も一括で設計、納入し、メンテナンスも行う大型のプロジェクトとなった。現在は複数あるバイオマス発電の中でも同社が用いる未利用木材のFIT価格は40円/KWと最も高く設定されており、今後も拡大が期待されている。産業資材事業の主な稼ぎ頭は自動関連で主要な商材はシート素材などの高級内装材でレクサスに採用されたことで事業が広がった。日系企業の海外生産向けにも営業権を有している。その他にシート周りの空調部材や、ランバーサポート、センサー、モーター、なども扱っており裾野が広い事業である。同社は取り扱い商品の技術的知識が豊富で、メーカーの開発段階から試作、量産まで関わっている点が強みである。また、ユニークな事業として100%子会社のコスモス商事がある。同社は海洋掘削機器や海中ドローンの輸入販売をしており、日本での海洋資源開発で活躍している。小笠原諸島・沖鳥島沖のレアアース資源が注目されているが、同プロジェクトにも深海用掘機材を納入している。

VISION2023

同社は2018年に2023年を目標とした中期計画VISION2023を策定した。経常利益で75億円、ROE15%、海外売上高成長10%を目標としている。前期の経常利益は60億円、ROEは14.5%なので新型コロナで足踏みしそうではあるが射程距離にある数字である。

同社の経営戦略は事業領域が広範なだけに具体的な施策は沢山あるが、あえて短い言葉で特徴をハイライトすると「ニッチトップを目指し厚い利益を確保」することである。前述した事業分野は一見バラバラに見えるが、共通している点は海外からの商材であり、技術的知見が必要で、決して市場規模は大きくないが同社が大きなシェアを取っている事業である。

同社はM&Aを巧みに繰り出し事業ポートフォリオを強化することを怠らない。毎期平均すると2社程度の買収をしているが、その条件は、のれん代が適正価格以下で、グローバル展開が見込まれ、既存事業とシナジーがあり伸ばせる事業が対象という。一方、失敗案件には素早く対処し撤退する。過去には水産物、中古電子部品、汎用樹脂なども手掛けたが、価格競争に巻き込まれたり、自分たちでコントロールできないと判断すれば撤退の判断も躊躇しなかった。

SESSAで選定した産業系専門商社13社の経営指標と比べてみるとその戦略の正当性がより鮮明になる。同社の前期営業利益率は7.1%に対して13社平均は2.4%。ROEは同社が14.5%で平均が7.2%、ROICに至っては同社は13.0%と平均4.5%の三倍の水準である。総合大手商社を含めてもどこよりも財務指標は優秀である。

2020年9月期第3四半期決算

新型コロナウイルスによる緊急事態宣言期間を含む3Q（4-6月期）は最も経済活動が停滞した時期であったため同社も影響を免れなかった。今期3Q累計の伸び率（前年同期比）は売上高が-10.5%、営業利益で-22%、経常利益が-17.5%となった。

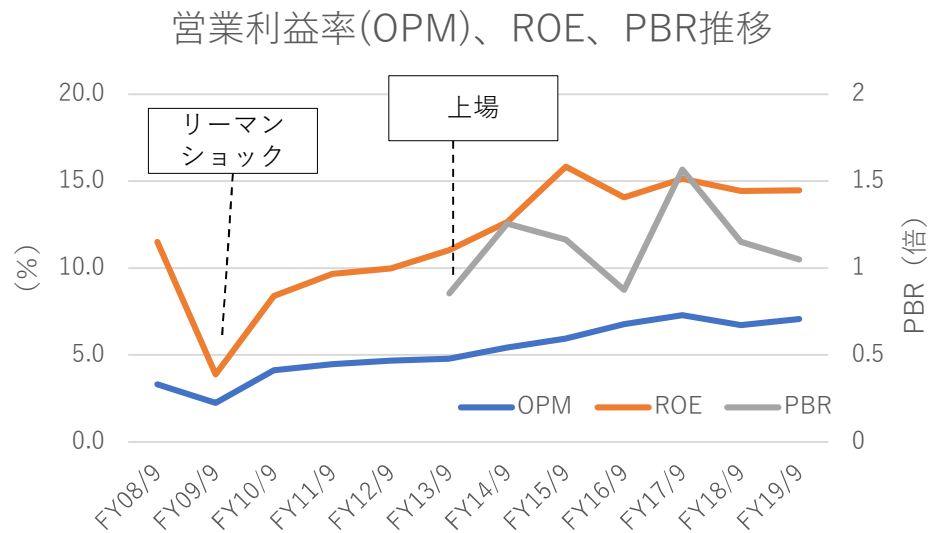
セグメントでは自動車資材を含む機械資材の売上高が-20.3%と最もダメージが大きい。同社は3Q決算発表に先立つ5月13日に通期業績見通し（伸び率前年比）を下方修正し、売上高 -9.3%、営業利益-20%、経常利益 -21%としたが、ほぼ3Q累計の減少率と一致している。

**魅力的な株価水準**

リーマンショック以来、営業利益率は改善の一途を辿り、その結果、ROEの水準が高い同業の中でも特に高いROEを得ている。

PBRは2016年からの安値近辺であり、ネットキャッシュに2019年9月本決算末で33億円の投資有価証券を考慮した実質EVは時価総額のさらに30%下でやはり2016年来最安である。株価は短期的にも長期的にも出遅れ感が強く、コロナ渦で収益モメンタムが低下している今の位置は魅力的である。

加えて4%弱のDOEは10%強のROEスプレッドを残しており、短期投資家にも長期の投資家（まずまずのリターンで配当を得た上で継続保有により株主資本10%強の成長を享受できる）にも配慮した配当水準と言え、バランスの取れた信頼できる財務方針の一環と言えよう。



出所：SPEEDAよりSESSAパートナーズ作成

同社は1株当たりの配当増額を配当政策として掲げており、5月に業績下方修正を行った際にも2020年9月期配当予想を据え置いている。

また、2020年6月末の自己資本比率は67.6%、3Q累計のネットキャッシュは4,305百万円と実質無借金となっており、財務体質も強固である。

## LEGAL DISCLAIMER／ディスクレイマー

### 免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



**SESSAパートナーズ株式会社**

東京都渋谷区広尾5-3-18

[info@sessapartners.co.jp](mailto:info@sessapartners.co.jp)