


「会社訪問メモ」


個別取材（2010年7月26日）

継続的な会社訪問


弊社ウォールデンリサーチジャパンでは、相対的に時価総額の小さい上場事業会社を対象として継続的な会社訪問を行い、IR担当者・役員・トップマネジメントから当該事業会社のビジネスモデル並びに業績動向等のIR情報の聞き取りを行っている。ここでは、過去2週間（7月12日～7月23日）に行った会社訪問から下記の6社を選択し、その主要ポイントに関して報告する：

CHINTAI (2420) 


[株価（日本語）](#)、[IR情報（日本語）](#)

焼津水産化学工業 (2812)  焼津水産化学工業 髯


[株価（日本語）](#)、[IR情報（日本語）](#)、[会社情報（英語）](#)

千代田インテグレ (6915)  千代田インテグレ株式会社


[株価（日本語）](#)、[IR情報（日本語）](#)

コーセル (6905) 

[株価（日本語）](#)、[IR情報（日本語）](#)、[会社情報（英語）](#)

明光ネットワークジャパン (4668) 

[株価（日本語）](#)、[IR情報（日本語）](#)

ビックカメラ (3048) 

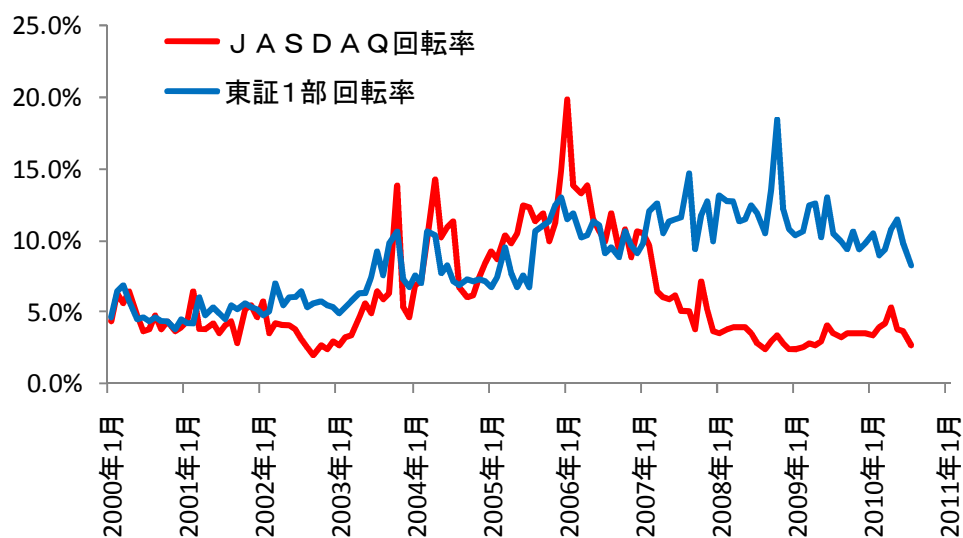
[株価（日本語）](#)、[IR情報（日本語）](#)、[IR情報（英語）](#)

小型株に対する環境変化

大型株のベンチマークを東証1部市場、小型株のベンチマークをJASDAQ市場とした場合、投資家による小型株忌避の動向は2010年に入ってから継続されていると考えられる。根拠とするところは、回転率（売買代金÷時価総額）の推移である。2000年～2006年においては、大型株並びに小型株の回転率の月次ベースでの推移は一定水準内の乖離はあるものの大きなトレンドとしての両者の絶対値推移には類似性が認められる。ただし、2007年以降においては様相が一変しており、小型株の回転率は大型株に対して常に下方に大きく乖離している状態が継続してきている。大型株の過去平均回転率（月次ベース）は8.6%であるのに対して現状では8.3%であり、ファンダメンタルズが株価に反映されるに十分な売買代金が保たれているように推定される。これに対して

小型株の過去平均は6.1%だが現状では2.7%であり、過去最低水準である2.0%の近傍にあるといえる。現状の低水準での推移が続く限りにおいては、小型株のファンダメンタルズが株価に適正に反映されることは困難であろう。仮に小型株のファンダメンタルズが株価に適正に反映されるための条件が大型株の過去平均回転率である8.6%前後を安定的に維持することとした場合、ここで挙げている6銘柄はいずれもそれを達成できていない。また、これは国内株式市場で時価総額トップ500銘柄以外（時価総額880億円以下）の約3,000銘柄の多くに当てはまる傾向である。一方、ここで挙げている6事業会社を含めた時価総額トップ500以外の約3,000の事業会社の多くは、継続的に自社のIRに対して一定のリソースを配分して、投資家における自社の認知度向上並びに自社株式の売買代金拡大については適正株価の形成に努めている。ただし、2007年以降においては小型株に対する環境が変化しており、従来のIR活動並びに従来のIRサービスの利用を継続しても、従来の効果が期待できなくなっている可能性が指摘できよう。

東証1部市場・JASDAQ市場の月次回転率（売買代金÷時価総額）の推移



出所：東京証券取引所ホームページ、大阪証券取引所ホームページ、日本経済新聞

CHINTAI (2420)

各種メディアで不動産賃貸情報サービスを展開

6月14日に発表された2010年10月期第2四半期実績においては、不動産賃貸情報サービスを行う「メディア事業」が連結営業利益23億円の90%弱を占めた。「メディア事業」では、文字通りポータルサイト、紙媒体、携帯サイトといった各種のメディアを総合的に利用して、同社は不動産賃貸情報（空室広告）を最終ユーザーに提供しており、営業利益率43.6%（「消去又は全社」前）に及ぶ高採算を実現している。ポータルサイトにおいては60万～80万（季節によって変動）に及ぶ同社の取り扱う賃貸物件全体を掲載すると同時に紙媒体「CHINTAI」では、全国を26エリアに分割して各エリアごとに特選物件情報を最終ユーザーに提供している。同社の総取扱物件数のうちおよそ三分の一が賃貸仲介大手であるエイブル（8872）の物件であり、残りは全国展開を行う大手～規模の小さい地域的な賃貸仲介業者の物件である。首都圏エリアで発行されている紙媒体「CHINTAI」においては、同エリアにエイブルの直営店が多く存在することから掲載物件のほとんどがエイブルの物件となっている。一方、エイブルの直営店が少ない首都圏以外のエリアではエイブルの掲載物件数も少なくなっている。2010年10月期会社予想では、売上高158億円（前年比5.5%増）、営業利益35億円（9.5%増）、営業利益率21.8%を同社が達成することが見込まれている。

エイブルCHINTAIホールディングス

同社は、エイブルと共同持株会社を設立してエイブルとの経営統合を行い、新会社を11月1日に大阪証券取引

所新 JASDAQ 市場に上場させる予定である。また、新会社の中長期目標としては、2013 年 10 月期に売上高 600 億円、営業利益 80 億円、営業利益率 13.3%を達成することが挙げられている。ビジネスモデルの異なるエイブルの事業との経営統合によって新会社の利益率は現状の CHINTAI との比較においては低下せざるを得ないものの、経営統合のメリットも大きい。エイブルは 3,000 名を超える自社の人員をもって全国で 471 店舗を直営（加えて FC339 店舗）しているが、自社管理物件を中心に取扱うことによって賃貸物件オーナーとの関係を直接構築している度合いが大きい。新会社の設立によって、自社管理物件に関してはオーナーから最終ユーザーまでの間を単一の会社が直結することとなり、両者間における情報の非対称性を最小限に抑えることになる見込みである。また、エイブルは自社管理物件を中心に営業を展開をしてきたことから、この分野で直接競合する大手ハウスメーカーが供給する物件に関しては取扱いを躊躇してきた。ただし、新会社としての集客力強化並びにシェア拡大については利益の最大化に向けては、むしろ大手ハウスメーカーの供給する物件を取り込んで取扱い物件のラインアップ充実を図ることが望ましいとの判断がなされている。換言すれば、エイブルの業務は新会社の一部となることにより、トップライン追求がし易くなったことになる。大手ハウスメーカーの供給する物件に留まらず、新会社は掲載物件数の拡大に向けて積極的な戦略を講じていく見込みであり、新会社は国内不動産賃貸市場における存在感を次第に増していくこととなる。

焼津水産化学工業（2812）

天然からの創造

魚介類等の天然素材から天然調味料並びに健康・機能食品を製造する同社の利益が好調に推移している。2010 年 3 月期実績においては、売上高 219 億円（前年比 8.6%増）、営業利益 17 億円（66.9%増）が達成された。また、同社の中長期目標「Challenge & Growth」によれば、2013 年 3 月期は売上高 300 億円、営業利益 25 億円が達成される見込みである。同社が調達したカツオ、マグロ、蟹殻、ホタテ等の素材は、同社の抽出・精製・乾燥等の工程を経て同社の製品となり、同社の顧客である国内加工食品メーカー（トップ 100 社で売上高の 80% 前後を占める）並びに健康食品メーカー等に納入されている。前者に相当する「調味料事業」は、2010 年 3 月期営業利益の 67%を占め、後者に相当する「機能食品事業」は 31%を占めた。

「Challenge & Growth」

同社の中長期目標達成に向けては、「機能食品事業」の増収・増益が最大の貢献をすることが見込まれている。グルコサミン市場並びにコラーゲン市場は中長期的にも堅調な生産数量の増加が見込まれている。同社では、同社の強みの活かされた天然型 N-アセチルグルコサミン（NAG）の拡販を梃子に市場拡大のメリットを享受する計画である。NAG は体内でヒアルロン酸に変化する特性があり、これをもって美容サプリメントの主要素材として用いられている。また、同社は海洋性コラーゲンの生産も行っており、これもまた同様に市場拡大のメリットを享受する見込みである。「調味料事業」においては、日本人の味覚に対応した製品に特化した開発・生産をしているため国内市場の深耕を進める以外に成長戦略はないのだが、「機能食品事業」においては海外市場に大きな開拓余地がある。同社の海外売上高は、2010 年 3 月期実績で 4 億円だったが、2013 年 3 月期見込みでは 30 億円である。海外拠点としては、同社は中国の大連に製造・販売拠点を有しており、今後の生産・販売の拡大が見込まれている。

千代田インテグレ（6915）

機構部品大手

7 月 12 日に発表された 2010 年 8 月期第 3 四半期実績は、売上高 286 億円（前年比 8.7%増）、営業利益 10 億円（黒字転換）と好調な推移となった。ただし、営業利益の通期予想（14 億円）に対する進捗率は 68.9%とやや弱含んだ着地であったともいえる。同社は、大手の OA 機器メーカー、家電メーカー等を主要顧客として機構部品を供給しているが、一部の顧客での製品の生産が一時的に想定を下回る推移となったことが影響しているよう

である。同社が開発・生産している機構部品とは、フィルム等の柔らかい素材を特殊な技術（「ソフトプレス」）で精密加工したものであり、売上高の 48%を占める用途先であるOA機器においては、例えば複写機のトナーカートリッジの封止（液漏れ防止）等に用いられている。個別顧客、地域によって同社が競合する相手先（通常 4 社～5 社）は異なるが、同社の特色は機構部品の専門メーカーとして各顧客のそれぞれにおいて相対的に大きな供給シェアを有しているところである。同社の大手顧客 8 社合計の売上高は同社の売上高の 60%以上を占めているが、これらはいずれも日系メーカーである。

シェア拡大と新分野への展開

同社では、中長期的な経営戦略として、既存顧客における更なる供給シェアの引き上げ並びに日系メーカー以外へのエクスポージャーの拡大等を挙げている。同社の海外売上高比率は 60%を超える水準に至っているが、これは同社が、同社の顧客である日系メーカーの海外生産拠点に同社の海外拠点から製品を供給しているところに起因するものであり、海外のローカルメーカーへのエクスポージャー拡大はまだまだこれから大きな拡大余地がある。同社では、中国地域を中心として海外に自社の生産設備を保有しており、日本からの素材調達はあるものの、基本的には現地での需要に対して現地での生産で対応している。中国地域では人件費高騰等が問題になってきているが、同社では同地域における省力化・省人化のための設備投資を行うことによってこれに対応することを試みている。また、同社では同社の製品の新しい供給先として自動車業界へのエクスポージャーを高めるべく営業展開を進めてきたが、現状では売上高構成比で 11%前後にまで拡大してきている。ただし、この分野の成長余地は未だ大きい。同社では、以上のような成長シナリオを織り込んだ中長期計画の発表が検討されている。

コーセル（6905）

市場環境の好転

「産業機器」向け中心にスイッチング電源を開発・製造する同社の利益が急速に拡大する見込みである。2011 年 5 月期会社予想においては、売上高 240 億円（前年比 42.8%増）、営業利益 60 億円（98.1%増）が見込まれている。同社はスイッチング電源の標準品に特化して開発・製造を行っており、販売においては国内市場（売上高構成比 76.2%）でも海外市場（23.8%）でもそれぞれ 90%前後が特約店を経由したカタログ販売（稼働品目数 4,000～5,000）で占められている。同社の直販部隊においては、同社の製品の販売に加えて、これらの特約店に対する販売指導が主要な業務内容となっている。先に挙げた「産業機器」とは、製造業による設備投資の水準によって大きく需要が変動する制御機器（国内売上高構成比 40.5%）、携帯電話基地局等の通信インフラ設備並びに放送機器等（16.1%）、半導体製造装置（10.3%）等である。また、海外市場での最終製品別売上高構成比も国内市場における比率に類するものである。グローバル市場における同社のシェアは 8%前後で推移しており、第 2 位グループの一角を形成している。同社の経営戦略において同社が追求するのは高い利益率であり、市場シェアはその結果に過ぎないところがある。同社では、市場不良率並びに総仕損率の最小化を最大の眼目として挙げているが、これもひいては利益率の最大化を目指すための手段であると考えられる。結果として、同社の売上高並びに利益は市場動向並びに自社の市場シェアの水準によって決定される傾向が強い。同社の市場シェアには大きな変動がないため、市場動向が好転した現状においては、同社はそのメリットを享受する環境にあるといえるであろう。

2011 年 5 月期会社予想と中長期な目標

固定費 60 億円、限界利益率 50%、従って損益分岐点売上高 120 億円前後が、2011 年 5 月期会社予想の前提であると推定される。同社製品の生産とはすなわち調達部材を組み立てることであり、調達部材の調達費用並びに組立費用の合計が売上高のおよそ半分に相当することになる。組立工程においては、個々の作業員の技能に依るところが大きく機械設備等に対する依存度は限定的である。また、この組立工程は同社の本拠地がある富山県内で実質的に 100%行われている。同社のビジネスモデルにおいては有形固定資産に対する投資は低水準に抑えられている一方、売上高に対するマージンは相当に高い。このビジネスモデルを維持してきた同社の現預金並びに

それに類する流動性の高い資産の合算残高は総資産351億円の63%に相当する220億円にまで達している(2010年5月期実績)。現在のビジネスモデルを将来的においても維持した場合、実質的な現預金等は更に拡大することが見込まれる。また、同社は現在のビジネスモデルに対する中長期的な目標として売上高400億円、経常利益率30%を維持できる経営体質を構築することを挙げている。

明光ネットワークジャパン (4668)

更なる市場シェア拡大に向けて

7月8日に発表された2010年8月期第3四半期実績は、売上高90億円、営業利益18億円での着地となった。通期予想における売上高128億円、営業利益30億円は据え置かれた。同社は、小・中・高生対象の個別指導塾「明光義塾」を直営並びにFC方式にて全国展開している。第3四半期実績においては、直営が営業利益の約20%を占め、FCが約80%を占めた。同社の展開する「明光義塾」は、2010年2月末現在で1,863教室(直営:211、FC:1,652)、総在籍生徒数125,065人であり、学習塾業界においては公文、学研教室に次いで第3位の規模である。同社の現在の成長を支える最大のドライバーは、既存のFCオーナーによる新教室の開設であり、これが今後も同社の成長を担う見込みである。1997年の上場以来の13年間において、同社の運営する総教室数並びに総在籍生徒数は毎年例外なく前年比増を達成し、累計ではそれぞれ2.3倍、3.2倍の水準にまで増加している。同社が対峙する学習塾・予備校市場の規模は現状で年間9,000億円を超える水準にあるが、少子化を背景に毎年その市場規模は縮小してきており、今後に関しても緩やかな縮小が見込まれている。ただし、同社は継続的な総教室数並びに総在籍生徒数の増加を背景にその市場シェアを着実に上昇させており、直近値では同市場におけるシェアを4.7%にまで高めている。同社の経営戦略においては、ボリュームゾーンである成績中位層の生徒をターゲットとして生徒ひとりひとりに適応した個別指導を効率的に行い、業界平均的な費用負担で相対的に高い効果を提供しており、結果として市場シェアの継続的な上昇が実現されてきている。今後も更に市場シェアを上昇させて、売上高並びに利益を継続的に拡大させることが見込まれている。

最低限の固定費負担

同社では、固定費へのエクスポージャーを最低限に抑える方針が採られている。直営教室においては、正社員の配置を最低限に抑えて大学生等のアルバイト講師を多用していることに加えて、今後の成長ドライバーは固定費増との関連性が乏しいFC方式による展開である。同社の強みは、脱サラして新規にFC経営を始めるオーナーに対してFC経営の成功方程式を叩き込むノウハウを有しているところである。このノウハウによって多くのFCオーナーが継続的に成功に導かれており、そのなかから二教室目、三教室目の開設に踏み切るオーナーが続出している。2010年2月末現在においては、FC教室数1,652教室に対して総FCオーナー数は472人であり、その教室開設数は平均値で3.5教室にまで達している。また、総FCオーナーにおける複数教室開設比率は52.8%である。過去の実績に鑑みれば、同社の成功方程式の実践は同社の市場シェア拡大に直結している一方、現在の同社の市場シェアの絶対値は未だ拡大余地を暗示する水準に留まっている。同社においては、最低限の固定費負担で将来のキャッシュフローを着実に増加させることが可能であろう。

ビックカメラ (3048)

前提を上回る推移と営業外損益の改善

7月9日に発表された2010年8月期第3四半期累計決算においては、売上高4,548億円(前年比2.0%増)、営業利益108億円(55.1%増)と会社予想の前提を超える着地となった。粗利益率は前年比で0.8%ポイント改善の24.6%となったが、主な要因としては価格競争の激しいパソコン本体等のマージンの取りにくい製品の売上高が減少した一方、家庭電化製品(冷蔵庫や洗濯機等)を中心とする相対的にマージンが高い製品の売上高が順調に増加したことが挙げられる。ただし、営業外損益では持分法による投資損失46億円を計上したため、経常利益は68億円(5.4%減)に留まった。これは持分法適用会社(保有比率:15%)であるベスト電器(8175)が

一時的なリストラ損失等から 2010 年 2 月期に当期純損失 374 億円を被ったことに起因するものだが、そもそもこれは同社の会社予想に織り込まれていたものである。一方、同持分法適用会社の 2011 年 2 月期第 1 四半期は黒字での着地となり、通期でも黒字を維持する見込みであることから、同社の 2011 年 8 月期の営業外損益は 2010 年 8 月期との比較で大きく改善する見込みである。同社の会社予想によれば、同社の 2010 年 8 月期の売上高は 6,000 億円（1.8%増）となる見込みであり、これは同社資料による国内家電小売市場（年間約 8 兆円）の 7.5% に相当する。同社は、ヨドバシカメラ（8.8%シェア）と並ぶに国内最大級の都市型家電量販店である。

マージンの追求、フリーキャッシュフローの大幅黒字

政府のエコポイント制度の追い風によるテレビ、冷蔵庫、エアコンの好調な売上高推移は既に一巡・減速しつつあるとの見方もでてきている一方、国内家電小売市場自体の成長性は高いとはいえないのが現状である。現在までの同市場における同社を含めた家電量販店の躍進の背景には、旧来の地域の小規模家電小売店による家電販売を代替してきた側面がある。未だ代替余地はあるとは推定されるものの、今後の代替ペースは緩やかにならざるを得ない。このような環境の下、同社ではマージンが相対的に高い家庭電化製品に対するエクスポージャー拡大を計画している。ヤマダ電機（9831）に代表される郊外型家電量販店との比較においては、同社の家庭電化製品へのエクスポージャーは相対的に低い水準での推移となっている。同社では、2007 年にベスト電器に対して直接出資を行って以来、郊外型における家庭電化製品販売のノウハウを同社から習得することに努めてきている。一方、2011 年 8 月期の店舗展開に対しては、（2010 年 8 月末の 34 店舗に加えて）1 店舗の新規出店が決定しているに過ぎないのが現状である。ただし、同社では出店準備期間の短い居抜き物件による出店に対して従来以上に積極的に取り組んでおり、現在の都市部の賃料低下に伴い出店余地が拡大していることに鑑みれば、2011 年 8 月期における新店舗展開は現時点での計画以上に増加する可能性が高い。同社の現在並びに将来に向けての新店舗展開等においては、賃貸物件による展開が基本方針とされている。以上のような背景に加えて一時的な要因もあり、2010 年 8 月期第 3 四半期実績においては、同社のフリーキャッシュフロー（営業活動 CF+投資活動 CF）は 140 億円に及ぶ大幅な黒字となり、借入返済を主因として同社の財務活動によるキャッシュフローは 124 億円に及ぶ大幅なマイナスに転じている。見方によっては過度に積極ともとられかねない資金調達手法を実施してきた同社ではあるものの、現状は様変わりしているといえよう。また、中長期的にもこの傾向が継続される見込みである。

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から得た「IR 情報」に基づき中立的かつ専門的な立場から当該事業会社の分析を行った結果によるものである。なお、当該事業会社に係る①弊社との個別取材の内容、②機関投資家向け説明会の内容、③適時開示情報、④ホームページの内容が「IR 情報」に該当する。

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： 〒104-0032 東京都中央区八丁堀 4-12-4-1110 クイーンズパレス東京中央

URL: www.walden.co.jp

E-mail: info@walden.co.jp

電話番号： 03 (3553) 3769