

『5423東京製鐵ふたたび』

2007年12月15日

板倉雄一郎事務所

パートナー

今回のテーマ

過去のバリュエーション結果の検証と、
より明確となった2件の大規模設備投資の
経過を考察する。

今回の対象企業

東京製鐵株式会社 (5423)



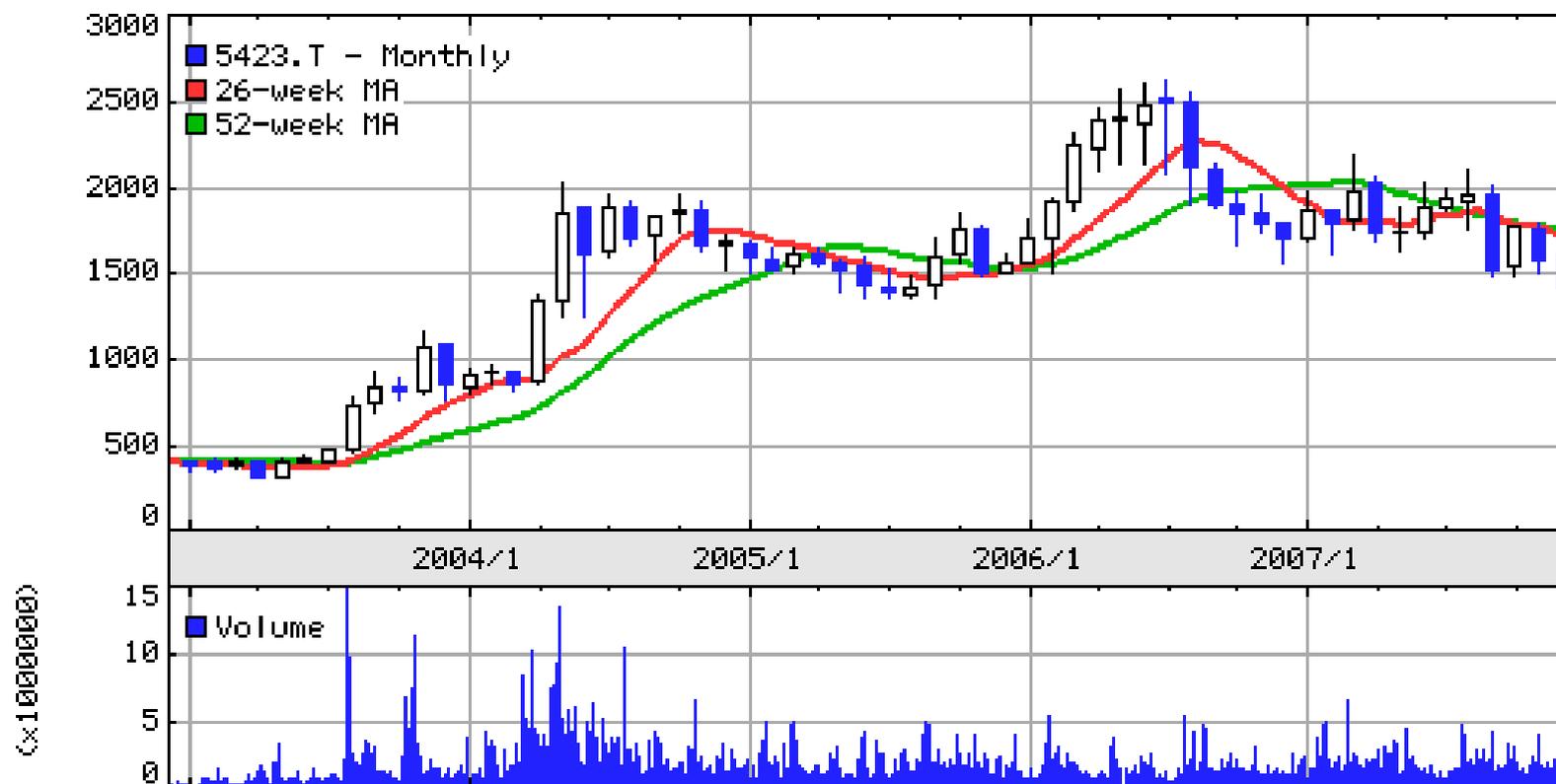
東京製鐵の会社概要

会社名	東京製鐵株式会社
設立	1934年11月23日
事業概要	鋼塊、各種鋼材、特殊鋼、鐵鋼製品の製造及び販売 (いわゆる「電炉」メーカー)
マネジメント	取締役社長 西本 利一
大株主	池谷とし子 14.85% (2007年3月31日現在)
従業員	1000人 (2007/9末)
売上規模	2085億61百万円 (2007/3期)
時価総額	約1,977億円(2007/12/14前場終了時点)

東京製鐵の株価推移

< 過去5年間 >

TOKYO STEEL MANUFACTURING CO. LTD.
2007/12/10



Copyright (C) 2007 Yahoo Japan Corporation.

過去の議論ポイント

付加価値が高く、市場の伸びも期待できる自動車向け薄板を作れる「唯一」の電炉メーカーとして注目されていた。

「買い」の意見が多勢を占めていた。

九州厚板工場、田原工場の大規模設備投資が議論されながら、皆さんのバリューストにはあまり反映されていなかった。

原価率が企業価値に及ぼすインパクトについて認識されていた。

今回のポイント

過去のバリュエーションにおける将来業績予想と実際の比較

競合他社である大和工業との簡単な比較

より明確になった、大規模な設備投資をバリュシートに反映

現時点での企業価値評価例とシミュレーション

過去の評価結果

評価者(敬称略)	WACC	理論株価	バリュ日付
5期	5.1%(CAPM使用?)	8917円	2005/6/19
5期	10.0%(自分勝手使用)	1591円	2005/6/19
5期	10.0%(自分勝手使用)	2926円	2005/6/19
3期	7.0%(俺様勝手割引率)	2300円	2005/6/19
3期	8.5%(CAPM使用)	3042円	2005/6/19
事務所	8.45%(CAPM使用)	3267円	2005/7/17

(source 2005/06/19バリュ会資料他)

業績予想の比較

売上高】(百万円)	前回バリュ予想(事務所)	実績
06年3月期	232,108	209,163
07年3月期	234,986	208,561
08年3月期	243,615	* 243,000

営業利益】(百万円)	前回バリュ予想(事務所)	実績
06年3月期	65,999	57,543
07年3月期	59,787	34,195
08年3月期	54,732	* 21,500

(*)08年3月期の実績については、最新の会社予想値を暫定的に使用

コメント

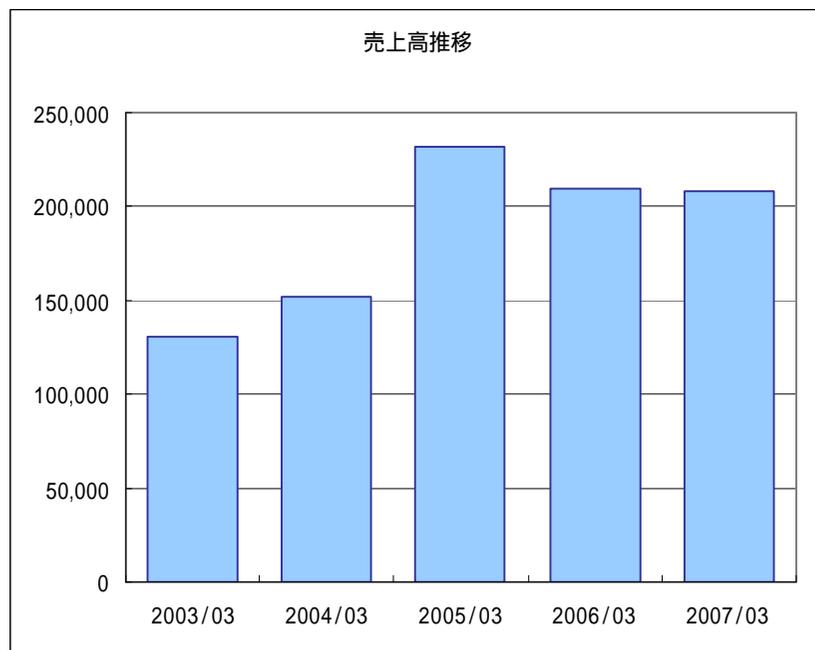
売上高、営業利益とも過去の予想より低調に推移している。

特に営業利益の落ち込みは急となっている。

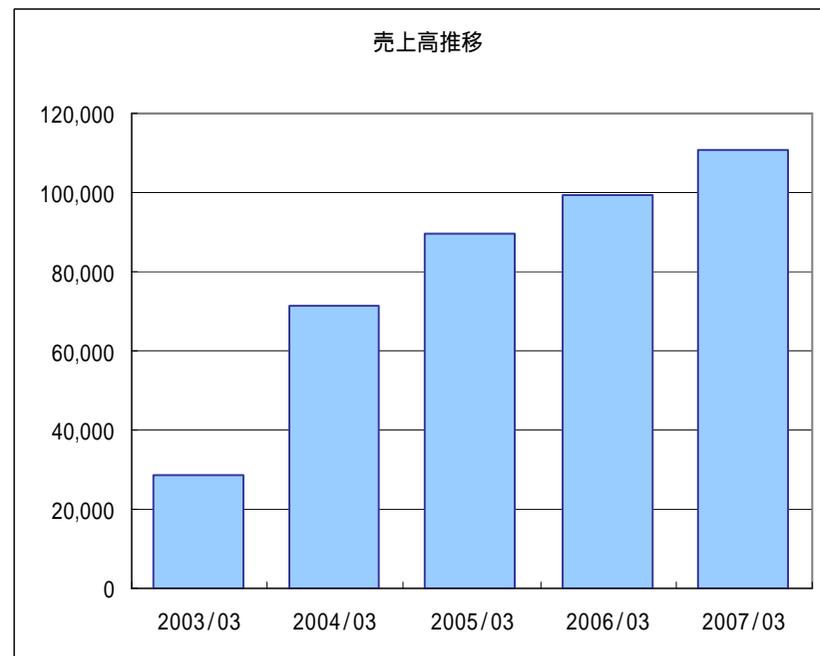
当初から原価率が徐々に上昇すると見込んでいたが、世界的な資源価格の高騰の影響により、鉄スクラップ価格の高騰が予想外に急激だった上、製品への価格転嫁ができていないため。

大和工業との比較 (1) 売上

東京製鐵



大和工業



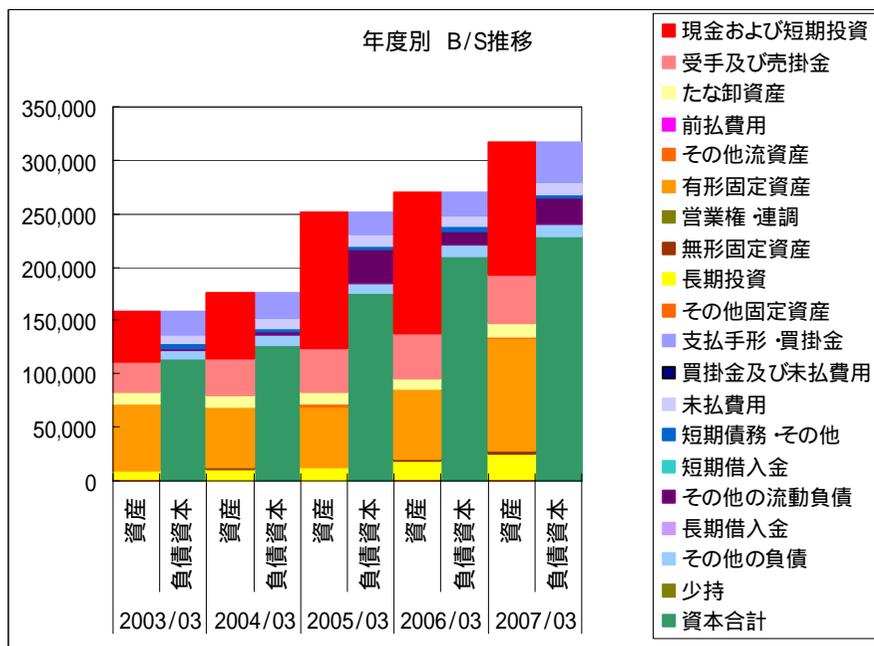
コメント

売上げ規模では、約2倍の開きがある(Y軸目盛の違いに注意)

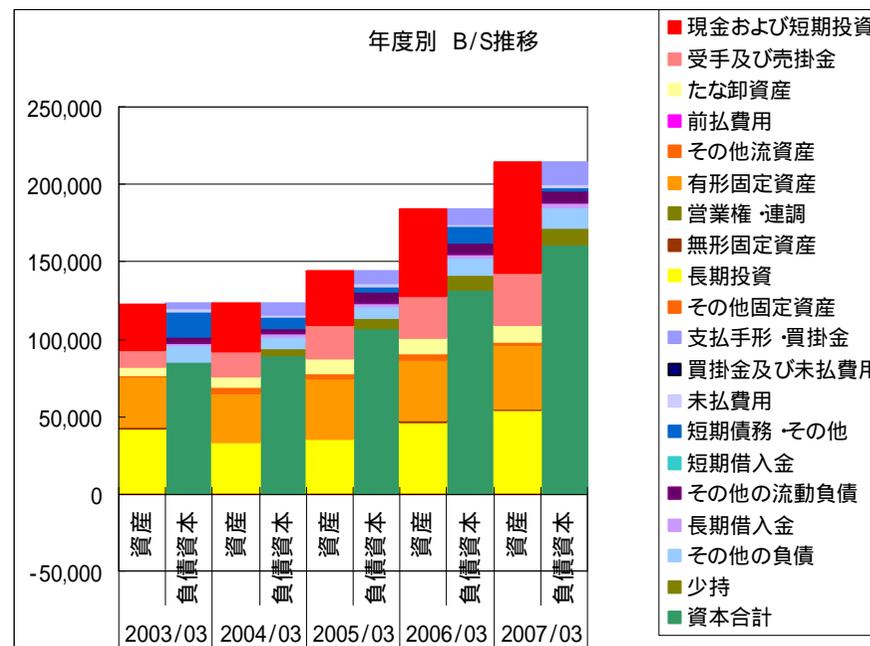
大和工業は順調に売上げを伸ばしているが、東京製鐵は足元伸び悩んでいる

大和工業との比較 (2)BS

東京製鐵



大和工業



コメント

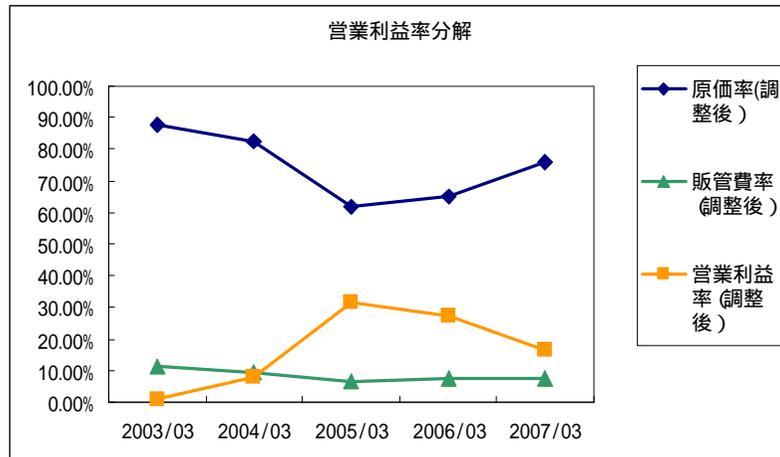
東京製鐵は資産規模で、約1.5倍

自己資本はともに厚く、一見似たようなBSに見える

資産に占める、「有形固定資産」(オレンジ色)と「長期投資」(黄色)の差異に注目

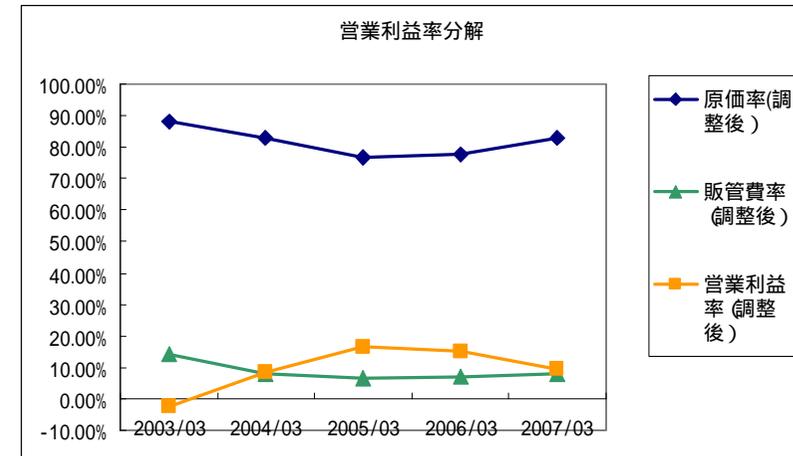
大和工業との比較 (3) 収益力

東京製鐵



決算年月	2003/03	2004/03	2005/03	2006/03	2007/03
ROIC(資産ベース)	0.9%	8.1%	43.2%	29.7%	13.3%
ROIC(負債ベース)	0.7%	5.8%	24.5%	16.2%	8.8%

大和工業



決算年月	2003/03	2004/03	2005/03	2006/03	2007/03
ROIC(資産ベース)	-0.8%	4.5%	9.0%	7.9%	4.9%
ROIC(負債ベース)	-0.7%	3.5%	7.4%	5.8%	3.5%

コメント

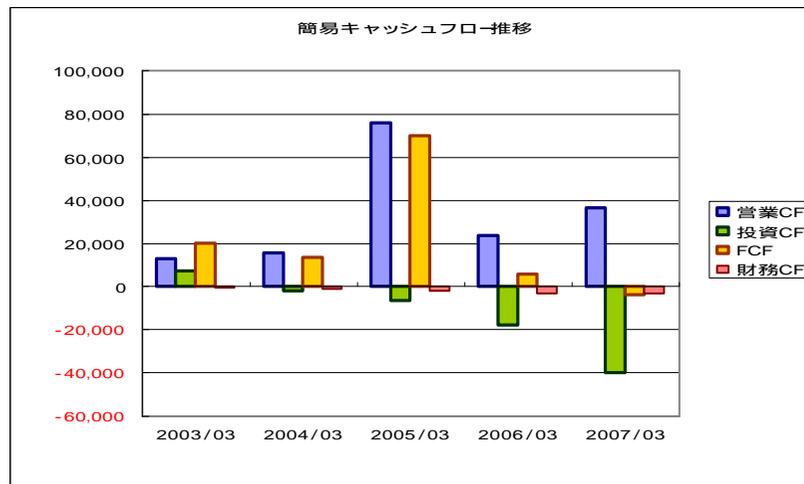
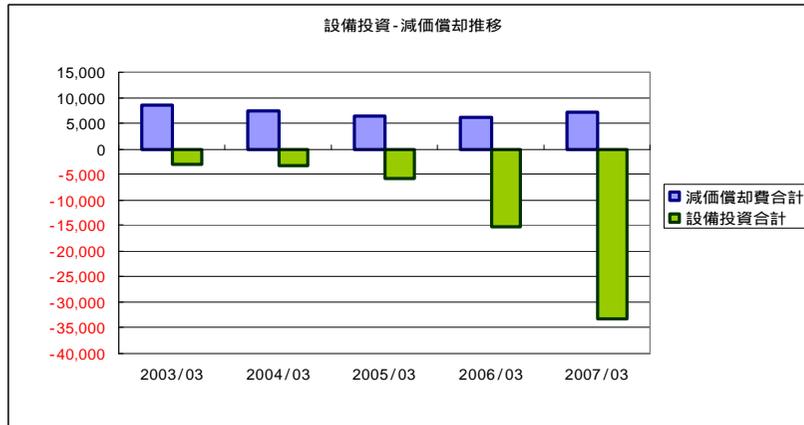
営業利益率、ROICとも東京製鐵の方が高い

グラフ上での原価率、営業利益率のカーブに注目

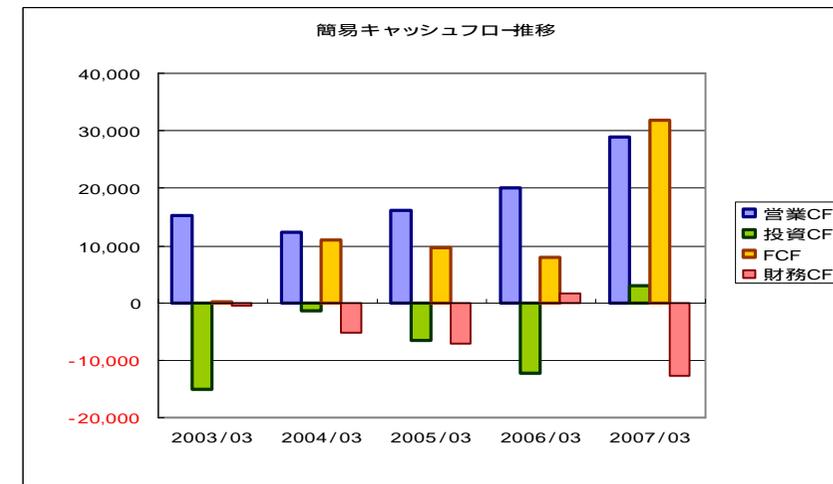
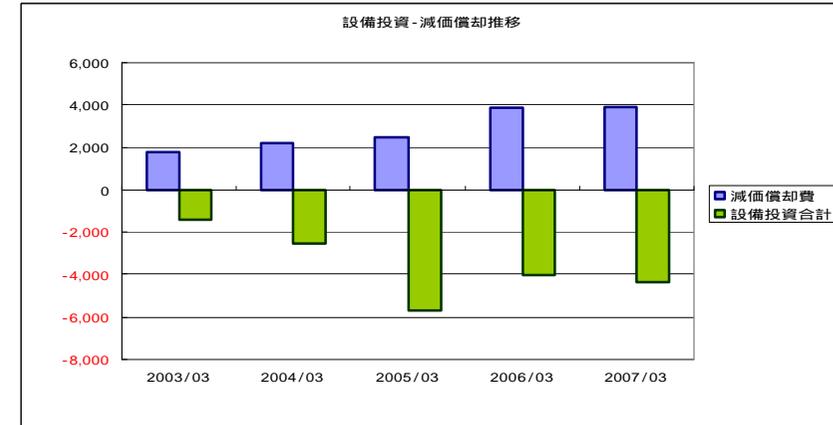
本業の「収益力」は、東京製鐵の方が高い。

大和工業との比較 (4) 設備投資と減価償却、キャッシュフロー

東京製鐵



大和工業



コメント

東京製鐵は大規模な設備投資を行っている。

営業CF、FCFは大和工業の方が安定して、かつ伸びている。

大和工業との比較 (5) 株価推移

東京製鐵

TOKYO STEEL MANUFACTURING CO. LTD.
2007/12/10



Copyright (C) 2007 Yahoo Japan Corporation.

大和工業

YAMATO KOGYO CO.LTD.
2007/12/10



Copyright (C) 2007 Yahoo Japan Corporation.

コメント

直近の株価推移は対照的

時価総額は完全に逆転(約2500億 : 約1500億 約1970億 : 約3410億)

事業構造の違いに対する評価が影響か？

大和工業との比較 (6) 重点投資先

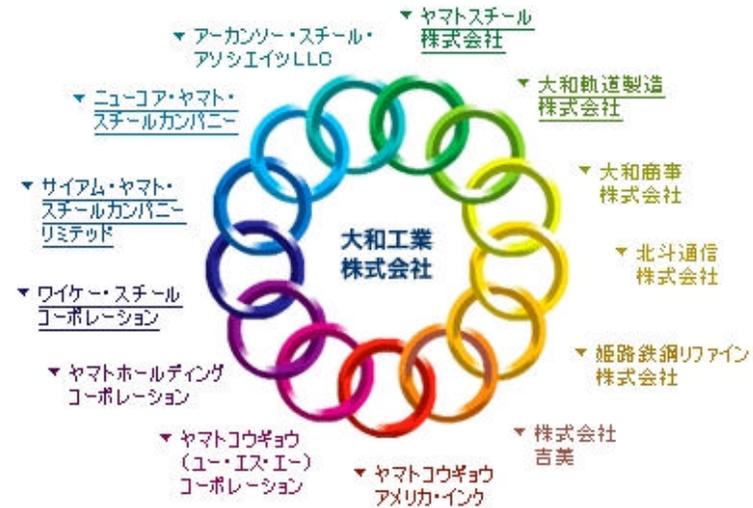
東京製鐵



投資先

過去 国内中心(赤字低迷期は**たこつぼ戦略**)
 現状と今後 九州工場厚板新設備、田原工場
 BS構成 投資その他の資産 <<< 有形固定資産

大和工業



投資先

過去 :1987年頃から米国、タイ、韓国等に積極投資
 現状と今後 最近中東地域への進出も決定
 BS構成 投資その他の資産 > 有形固定資産

鉄スクラップ価格との比較

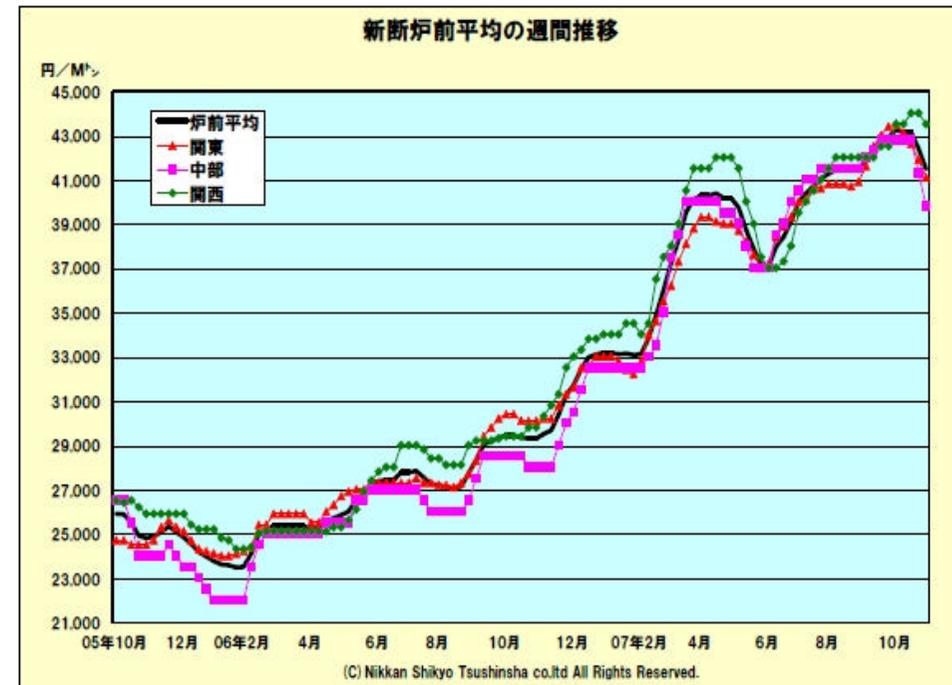
東京製鐵

TOKYO STEEL MANUFACTURING CO. LTD.
2007/12/10



Copyright (C) 2007 Yahoo Japan Corporation.

鉄クランプ炉前価格平均



(source :日刊市況通信社ホームページ)

コメント

鉄スクラップ価格との、ある程度の逆相関がみられる

参考情報(CSによる投資評価)

現在値 / 1,466 +118 (+8.75%)

🔄 現物買 現物売 信用買 信用売

ホットストック: 東京製鉄 5423.T 堅調、CSが「アウトパフォーム」に引き上げ

07/11/30 09:32

【東京 30日 ロイター】 東京製鉄 <[5423.T](#)> が堅調。クレディ・スイス(CS)が29日付で、同社の投資評価をこれまでの「ニュートラル」から「アウトパフォーム」に引き上げたことが好感されている。目標株価は1670円から1830円に引き上げられた。 クレディ・スイスでは、スクラップ価格の下落で来期はスプレッド改善から大幅な増益が期待できるとみている。 ※記事中の企業の関連情報は、各コードをダブルクリックしてご覧ください。

powered by **REUTERS** 

コメント

鉄スクラップ価格の予想を投資評価の根拠としている

またクレディ・スイス証券は今期の営業利益を98%増と予想している(会社予想215億 680億?)

<http://blog.livedoor.jp/wadaikabu/archives/51038537.html>

東京製鐵 バリュエーション

東京製鐵 バリュエーション事例

バリュエーションの結果

理論株価 2,567円
株主価値 398,041百万円

(参考) '07/12/14株価 1,275円(前場引け)

想定したベースシナリオ

	項目	考え方
存続期間 (10年間)	売上	<p>既存国内、既存輸出、厚板新設備分、田原工場分と4本立てに分けて考えた。 従来の設備を使った既存売上げ分については、儲からない国内から、(現時点では) 価格転嫁の余地がある輸出へとシフトしていくシナリオと仮定した。 2つの新規設備分については、立上げ(主に営業サイド)にかかる時間を考慮した。 (詳細はシート参照)</p> <p>また工場設備の稼働率を70%と仮設定、さらに稼働率によるシミュレーションを可能なシートとした。</p>
	売上原価	<p>原価率は上記売上4セグメントに対して個別に設定した(国内90%、その他75%)。 最も重要なパラメーターであるため、後から他の数値でもシミュレーションした。</p>
	販売費・ 一般管理費	<p>変動費を85%とし、売上げの変化と連動させた。 固定費はインフレを考慮し、年率3%の伸びと仮定した。</p>
	設備投資と 減価償却費	<p>2つの大規模設備投資をシートに反映した。 減価償却、設備投資は従来の設備にかかるものと、新規2つの大規模投資にかかるものを、それぞれ分けて2本立てで計算した。 今回判明している大規模投資の後は、大きな投資はないとの前提を置いた。</p>
期継続	長期FCF成長率他	<p>長期成長率は1.0%と仮定した。 Keは自分勝手割引率10%を適用した。</p>

2件の大規模設備投資について(1)

九州工場 厚板設備

場所 福岡県北九州市

敷地面積(参考) 327,141㎡(32.71ヘクタール)

設備工事期間 :平成16年9月 ~ 平成18年12月

操業開始予定 :平成19年1月 完工、稼動開始済み

投資額 :工場設備280億円

事業内容 厚板の製造 (加熱炉設備、圧延設備)

年間生産能力 60万トン



2件の大規模設備投資について(2)

愛知県 田原工場

場所 愛知県田原市のトヨタ自動車工場近接地

敷地面積 :1,044,599.7㎡(104.46ヘクタール)

工場延床面積 204,314.9㎡

建設予定期間 :平成19年4月 ~ 平成21年9月

操業開始予定 :平成21年10月

投資(予定)額 :工場1200億円(第一期)、土地222億円

事業内容 :自動車用鋼板の製造
(製鋼設備、熱間圧延設備、酸洗設備)

年間生産能力 250万トン

田原工場 (愛知県田原市) - (1979年創業)

- 第一製造部 :[レクサス GX](#)、[ランドクルーザープラド](#)
4Runner (対米向け[ハイラックスサーフ](#))、[ランドクルーザー](#)
(2007年~)
- 第二製造部 :[RAV4](#)、[ヴァンガード](#)
- 第三製造部 :[レクサス LS](#)、[レクサス GS](#)、[レクサス IS](#)
- PDIセンター :[アベンシス](#) (TMUKから輸入後の検査のみ)



(参考)

トヨタの国内製造台数383万台

うち輸出台数が253万台

(2006年の値;トヨタの概況2007より)

まとめ

東京製鐵への投資判断のポイント

最大のポイントは、やはり「原価率」が企業価値に及ぼすインパクト。

市況商品である鉄スクラップ価格と「販売価格」のスプレッド

これまでの国内建設向けから、造船・自動車向けにいかにシフトできるか
今後ともトヨタ他自動車メーカーは躍進するのか。自動車メーカー向けは
儲かるのか。高炉や海外との競合は？

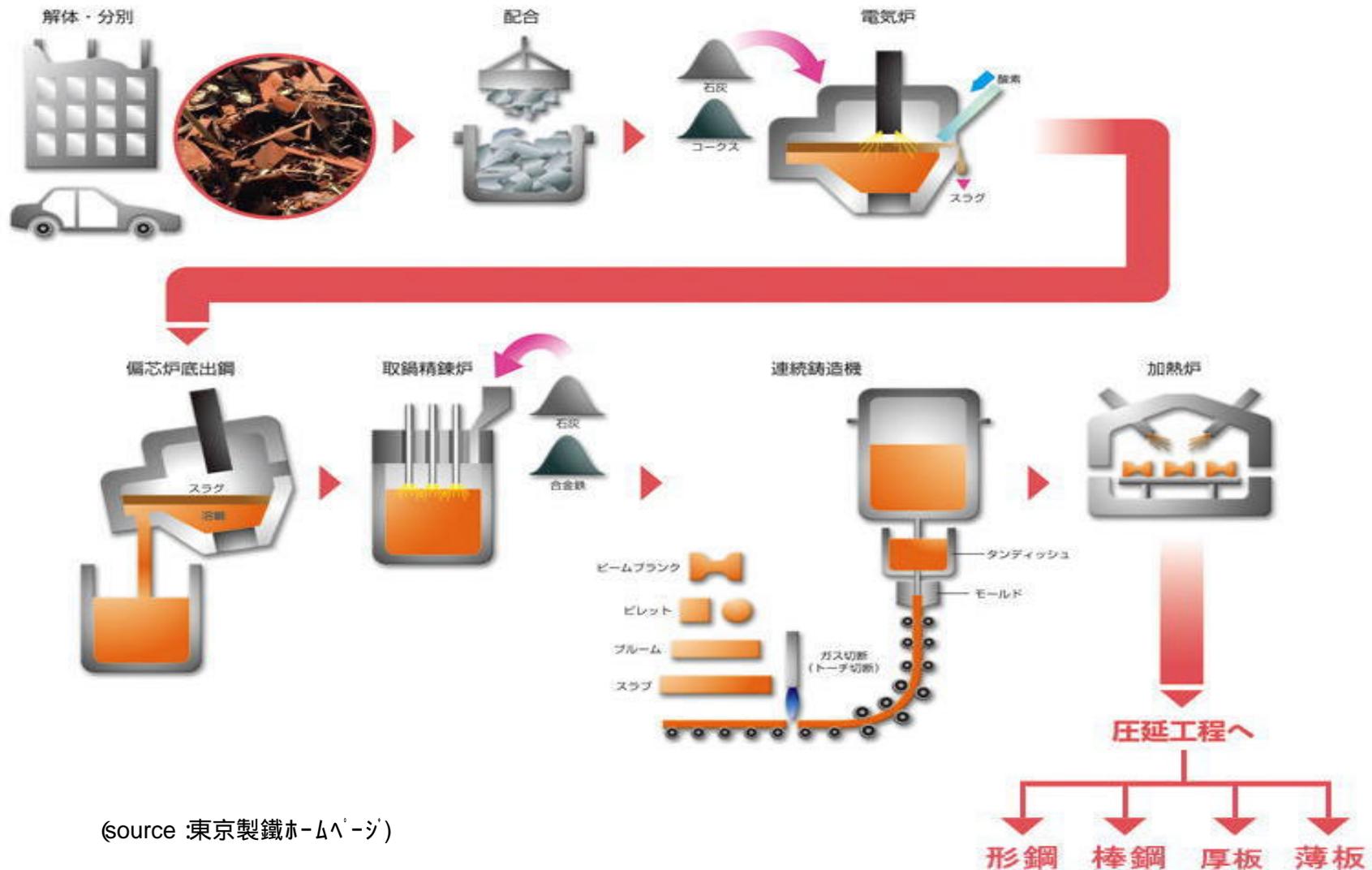
田原工場の1200億円投資(生産能力250万t)は、あくまで「第1期」

株主価値の約30%以上を事業価値以外に担保されているという特徴を持つ。

資源価格高騰が長期に渡るなら、リサイクル産業である当社の価値は、
長期的に見れば高まるのではないか(個人的考えとして)。

参考情報(1)

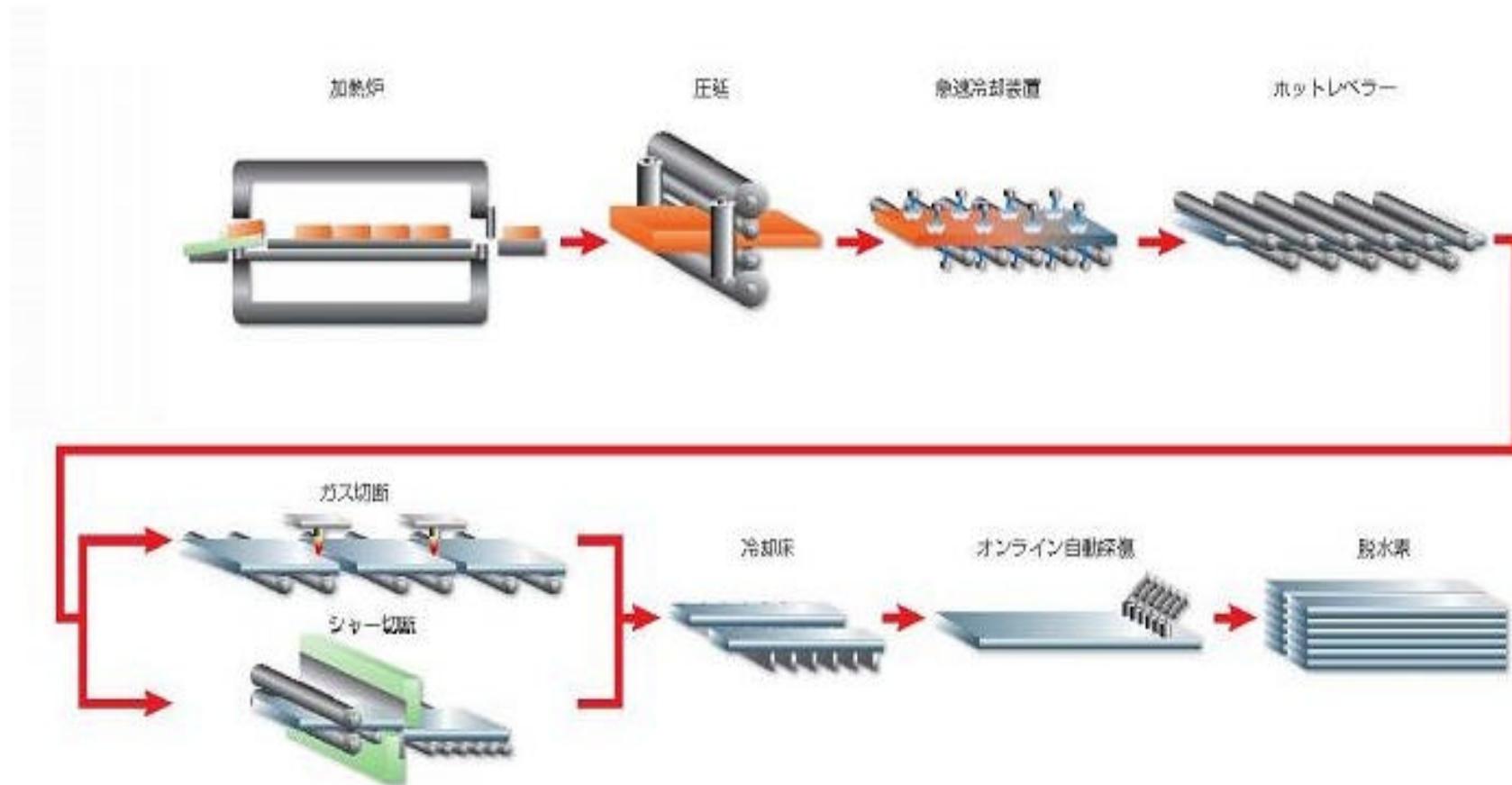
製鋼工程(厚板、薄板、H鋼など共通)



(source :東京製鐵ホームページ)

参考情報(2)

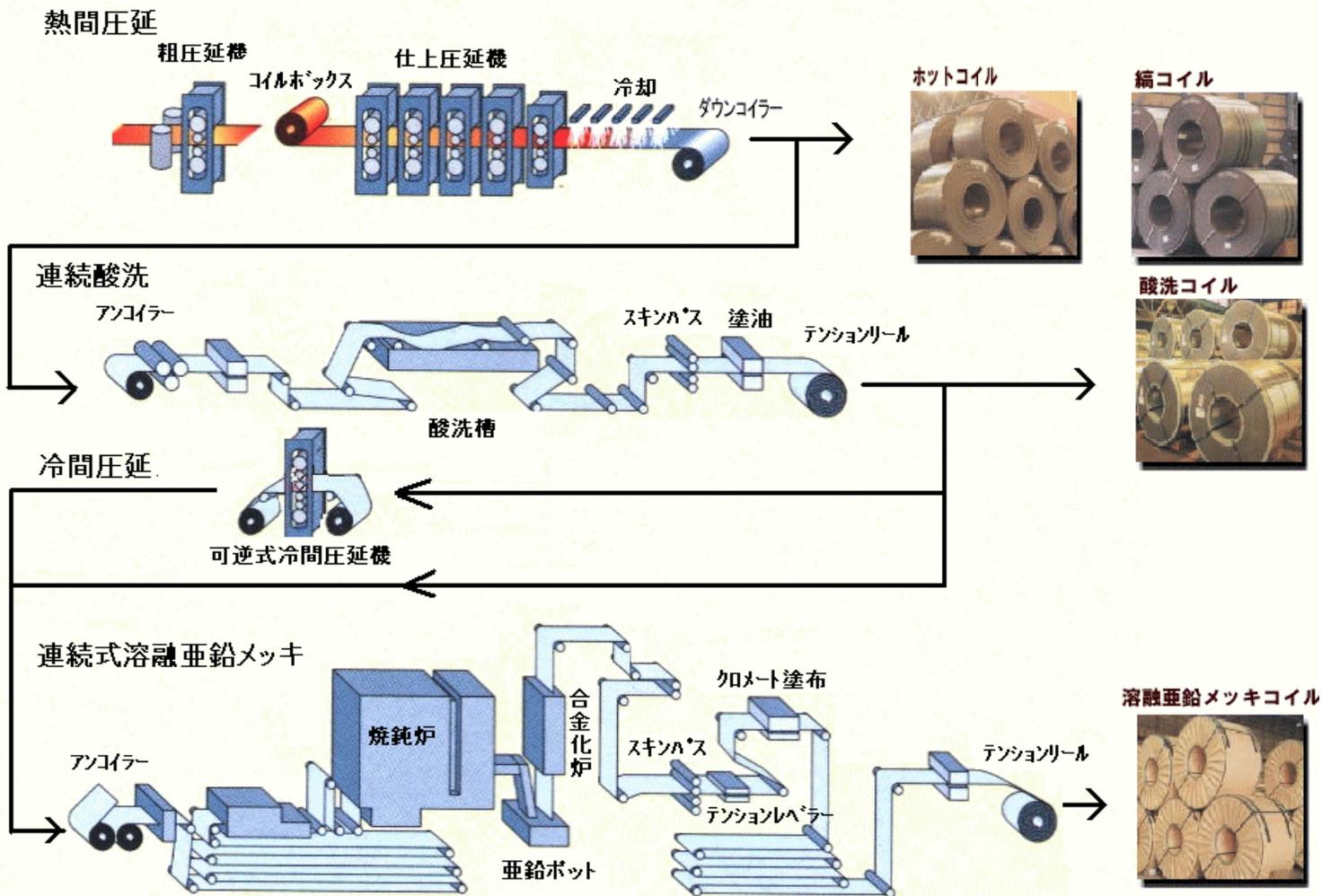
厚板圧延工程(造船、建築、建設機械など)



(source: 東京製鐵ホムパージ)

参考情報(3)

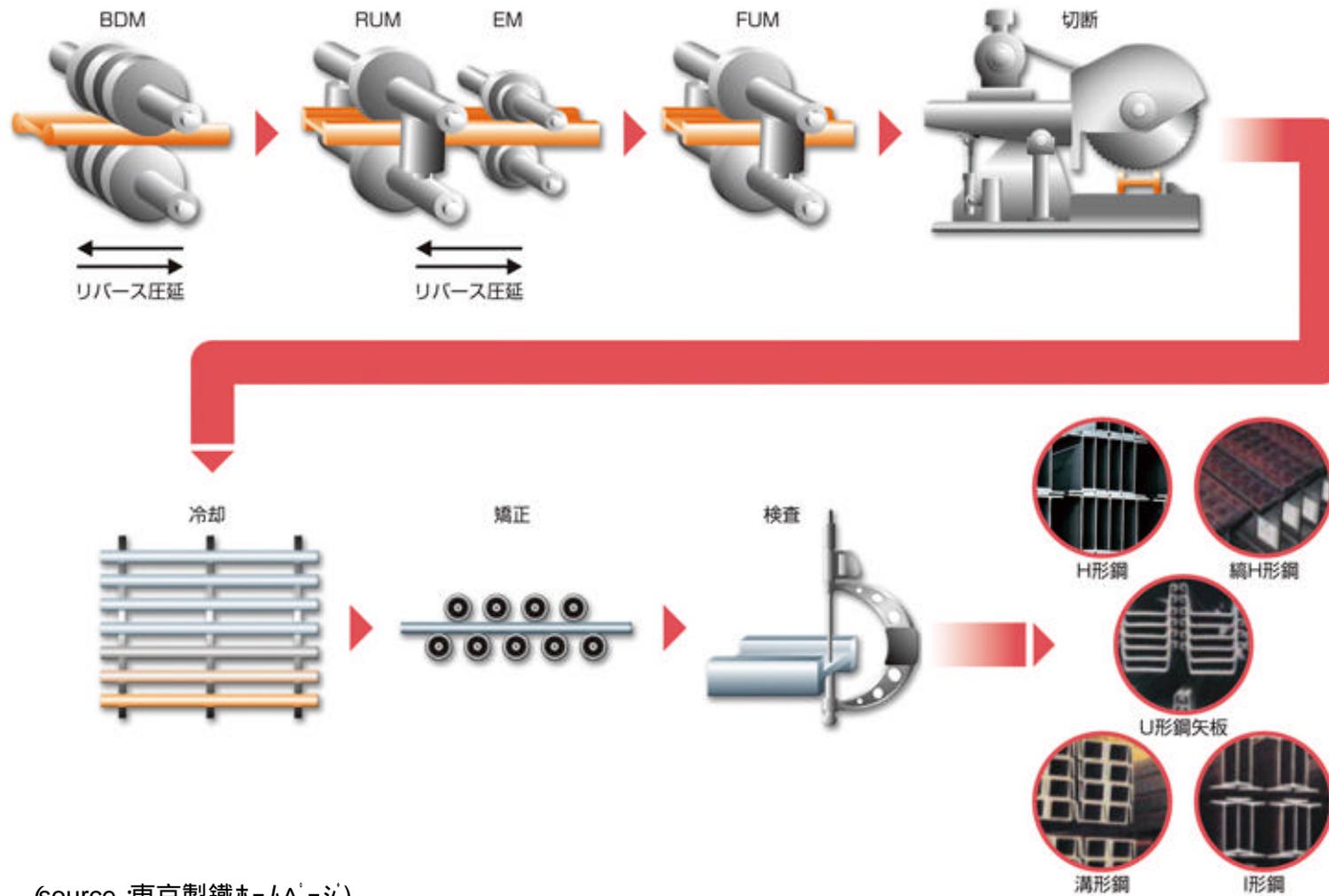
熱間圧延、酸洗工程(自動車用などの薄板)



(source :東京製鐵ホ-ムペ-ジ)

参考情報(4)

形鋼の圧延(H鋼など)



(source :東京製鐵ホムペ-ジ)