



# A Better Sanken

---

6707 JT Equity: サンケン電気株式会社

2019年11月22日

# 留意事項

---

The information and opinions in this document are provided by Oasis Management Company Ltd. (“Oasis”) for informational purposes only and should not be construed as financial, legal, tax, investment, accounting, audit, or any other type of professional advice. This information and materials are confidential and are to be used only by the intended recipients, and should not be retransmitted in any form without the express written consent of Oasis. This document may contain forward-looking information that is not purely historical in nature. Such information may include, among other things, projections and forecasts. There is no guarantee that any projection or forecast made in this document will come to pass.

The information and opinions in this document are expressed as of the date presented and may be changed or updated without notice. The information and opinions contained in this document are derived from proprietary and nonproprietary sources deemed by Oasis to be reliable and are not necessarily all-inclusive or guaranteed as to accuracy. While Oasis believes that reasonable efforts have been made to ensure the accuracy of the information and opinions in this document, Oasis makes no representation or warranty, expressed or implied, as to the accuracy, completeness, or reliability of such information or opinions. Any reliance placed on the information or opinions in this document is at the reader’s own risk and Oasis makes no representation or warranty, expressed or implied, about the fitness or suitability for any particular purpose of such information or opinions. In no event will Oasis or any of its employees, directors, officers, or affiliated companies or investment funds managed or operated by Oasis be liable for any direct, indirect, punitive, incidental, special, or consequential damages or damages for loss of profits, revenue, or use arising out of or in any way connected with this document, whether based on contract, tort, negligence, strict liability or otherwise.

Oasis may have trademarks, copyrights, or other intellectual property rights in the information contained in this document. “Oasis” and the Oasis logo are trademarks of Oasis Management Company Ltd. All other company names, products, and logos are trademarks of their respective owners. The furnishing of this document does not confer any license to use of the trademarks, copyrights, or other intellectual property rights included in or related to this document.

Oasis is not in any way soliciting or requesting shareholders to jointly exercise their voting rights together with Oasis. Shareholders that have an agreement to jointly exercise their voting rights are regarded as “Joint Holders” under the Japanese large shareholding disclosure rules, and they must file notification of their aggregate share ownership with the relevant Japanese authority for public disclosure. Oasis disclaims its intention to be treated as a Joint Holder with other shareholders under the Japanese Financial Instruments and Exchange Act (“FIEA”) by virtue of its act to express its view or opinion or other activities to engage in dialogue with other shareholders in or through this website. These materials exclusively represents the opinions, interpretations, and estimates of Oasis. Oasis is expressing those opinions solely in its capacity as an investment advisor to the Oasis Funds.

# 投資ハイライト

---

1. サンケン電気株式会社(以下、「サンケン」)は今後成長が見込まれるパワー半導体領域に強みを有している
2. サンケンはその米国子会社Allegro Microsystems, Inc.(以下、「アレグロ」)の価値に比して割安で放置されており、アレグロの価値はサンケン全体の価値を41%上回る状態
3. サンケンの利益率は国内の半導体デバイス事業のオペレーション改善及び非中核のパワーシステム事業から撤退することにより改善可能
4. サンケンは足許価値向上プランを発表。弊社はこれをサンケンの価値向上実現に向けた素晴らしいスタートであると評価。今後はプランの迅速かつ着実な実行が重要

# サンケン電気株式会社の概要

出所：会社開示資料

## 会社概要

- 会社名: サンケン電気株式会社
- 証券コード: 6707 JT Equity
- 設立: October 1937
- 本社: 埼玉県新座市北野三丁目6番3号
- Website: <https://www.sanken-ele.co.jp/index.php>

## 取締役会メンバー

- 代表取締役社長
  - 和田 節
- 取締役
  - 星野 雅夫
  - 鈴木 善博
  - 鈴木 和則
  - 高荷 英雄
  - 伊藤 茂
- 社外取締役
  - リチャード R.ルーリー
  - 藤田 則春
  - 東 恵美子

## 事業概要

半導体デバイス事業

アレグロ

半導体デバイス(アレグロを除く)

電流センサ、スイッチ、ラッチ、リニア/角度  
ポジションセンサー、磁気速度センサー



ダイオード、トランジスタ、IC、LED等



パワーシステム事業

社会システム: UPS、インバータ、直流  
電源、ESS・パワコン、保守等



ユニット: SMPS、アダプタ、トランス等



# 数字で見るサンケン

出所： 会社開示資料、ブルームバーグ

注： 市場データは2019年11月21日時点。時価総額は自己株式を除く発行済み株式数を用いて計算。

時価総額

¥75bn

FY2 EV / EBITDA

6.0x

直近事業年度終了時点  
従業員数

9,481

直近事業年度  
売上高

¥174bn

直近事業年度  
営業利益

¥10.5bn

直近事業年度  
営業利益率

6.1%

# セグメント財務(FY19/3、百万円)

出所：会社開示資料

		売上高(対合計比%)		営業利益(対合計比%)		営業利益率
半導体 デバイス 事業	アレグロ (米国子会 社)	¥80,350	46%	¥11,010	81%	14%
	半導体デバ イス(アレグ ロを除く)	66,861	39%	2,015	15%	3%
パワーシステム		26,438	15%	549	4%	2%
消去		-		(3,044)	-	-
合計		¥173,650		¥10,531		6%

## 弊社の目的

---

- 2019年11月6日、サンケンは「主力事業の生産体制最適化並びに非主力事業の戦略的見直しに関するお知らせ (<https://www.sanken-ele.co.jp/fina/pdf/20191106.pdf>)」を発表した。弊社はこれをサンケンがその価値を顕在化するための素晴らしいスタートだと考えている
- 弊社の目的はサンケンによる本価値向上プランの迅速かつ着実な実行をモニタリングすることによって、サンケンの事業を強化し、会社、従業員、顧客、債権者、株主等すべてのステイク・ホルダーのためにその価値を顕在化することである

# 目次

---

1. パワー半導体市場概要
2. サンケンの課題
3. 弊社の過去に送付したサンケンへのご提案
4. サンケンのこれまでの進捗
5. プラン実行による価値向上
6. サンケン取締役会へのメッセージ



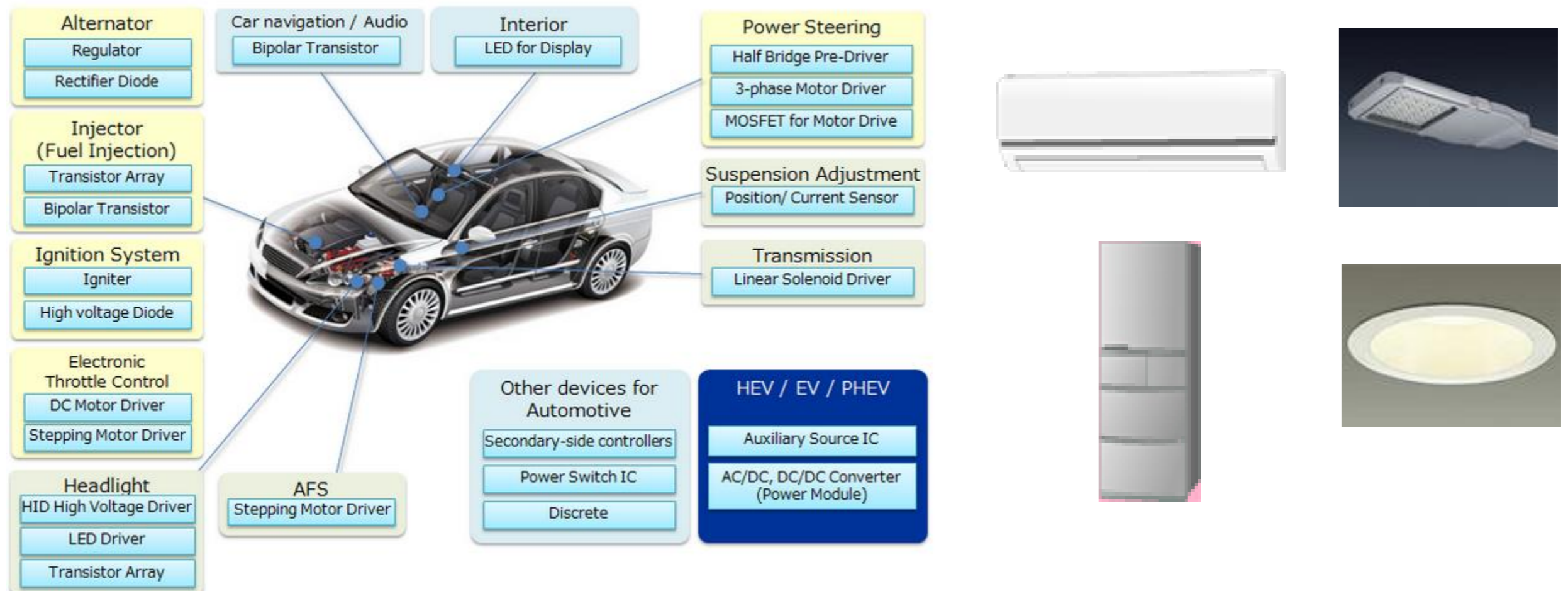
# 1. パワー半導体市場概要

# パワー半導体とは？

出所： 会社開示資料

- パワー半導体は、高い電圧、大きな電流を扱うことができる半導体。高い電圧、大きな電流に対しても壊れないよう通常の半導体とは違った構造を有す
- パワー半導体は主に電圧、周波数を変えたり、直流を交流、交流を直流に変えるなどの電力変換に使用される
- モーターを低速から高速まで精度良く回したり、太陽電池で発電した電気を無駄なく送電網に送ったり、様々な家電製品、電気器具に安定した電源を供給する場面でパワー半導体は欠かすことができない

## パワー半導体の用途例

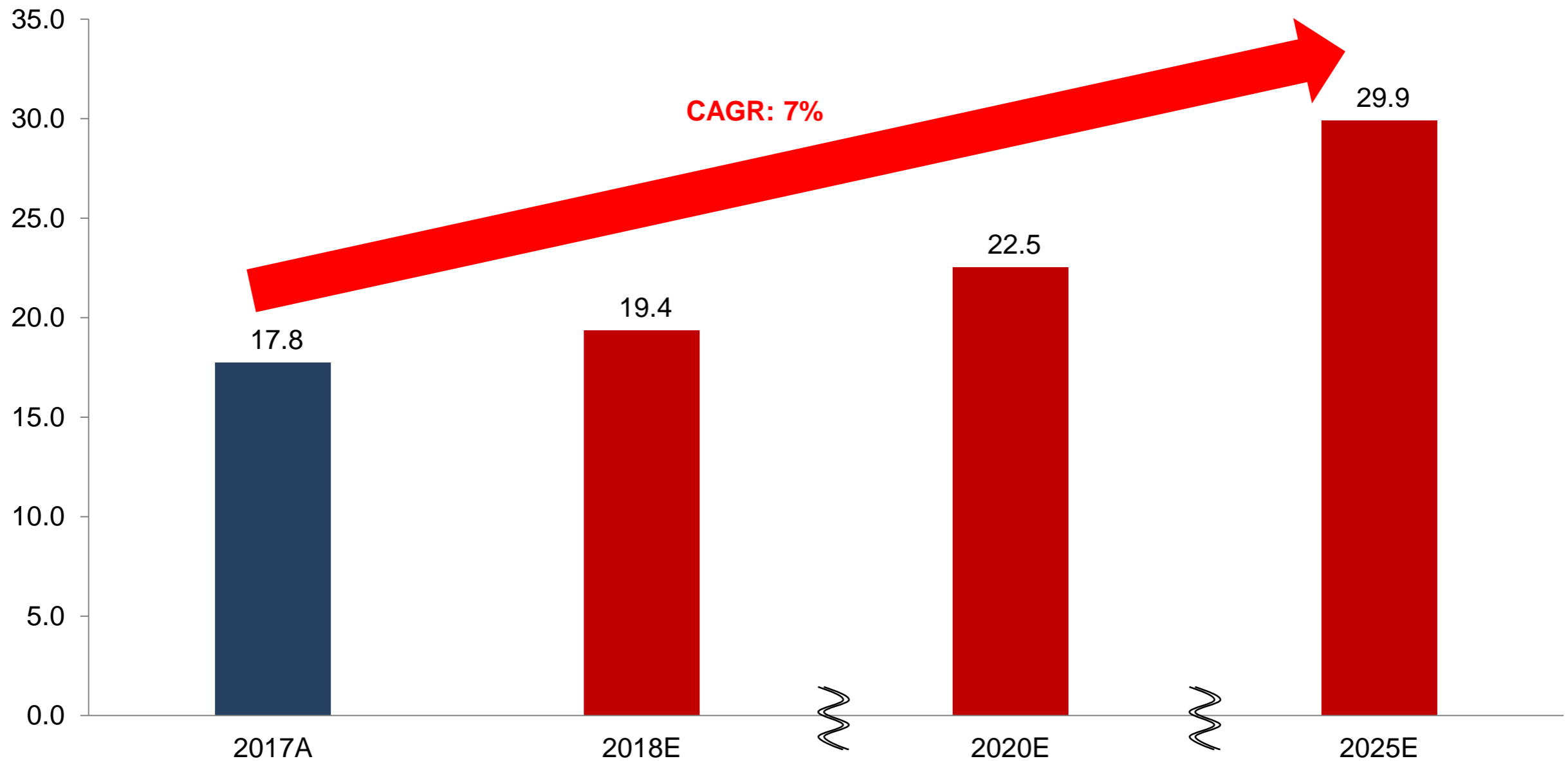


# パワー半導体市場の長期成長性

出所： 矢野経済研究所

- パワー半導体市場の将来は明るい
- 市場は2025年までに年平均成長率 7%で拡大する見通し

パワー半導体の世界市場規模予測(単位:10億ドル)













# 省エネのトレンドによりパワー半導体市場の成長は加速する

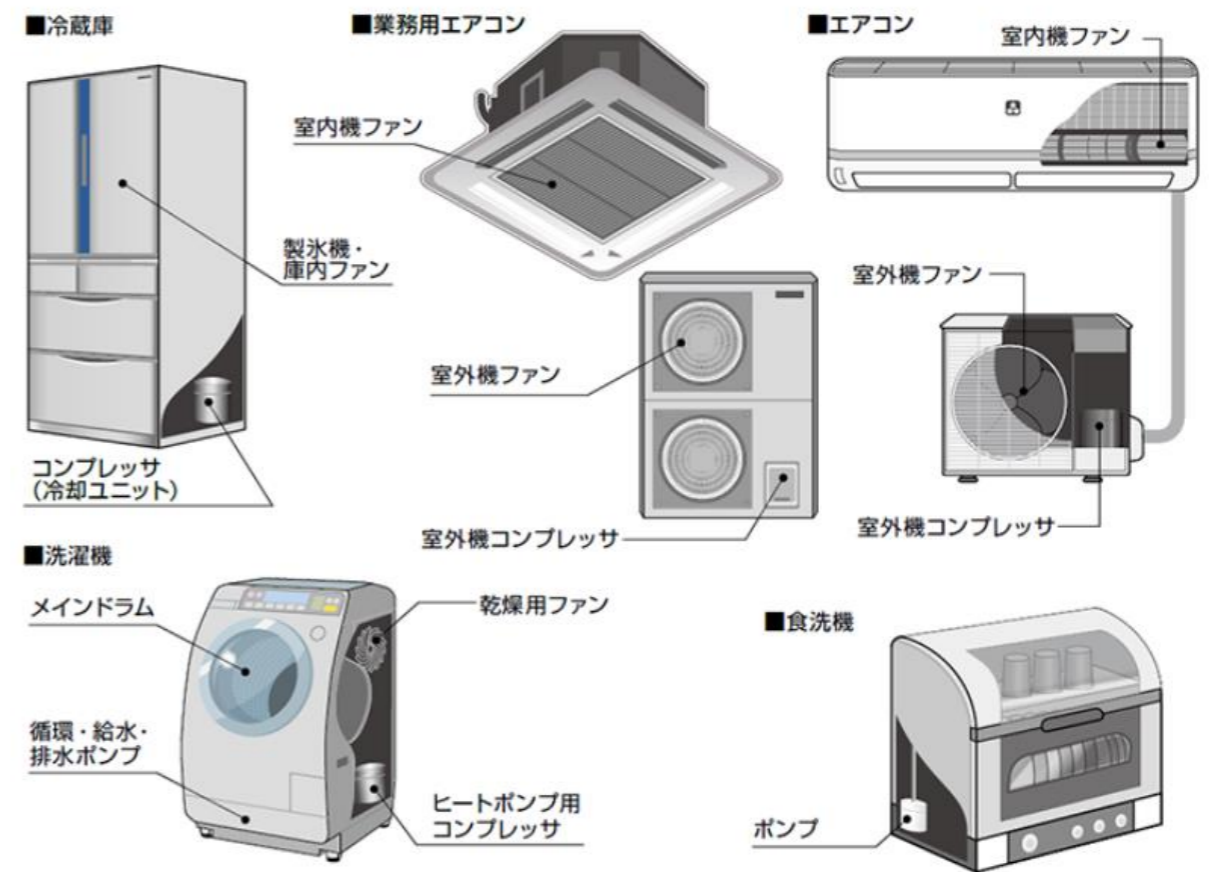
出所： 会社開示資料

- 近年、省エネと消費電力削減の必要性に対する認識が高まっており、その結果、電力損失を最小限に抑えるパワー半導体の必要性が高まっている
- 特に自動車領域では、各国政府がEVを推進している。家電分野では、消費者は費用対効果の高い省エネ製品を好む傾向がある

## 今後ガソリン／ディーゼル自動車の販売を禁止する国

国	タイミング	国	タイミング
 ノルウェー	2025	 アイルランド	2030
 スイス	2030	 イスラエル	2030
 オランダ	2025	 中国	2040
 ドイツ	2030	 インド	2030
 フランス	2040		
 イギリス	2040		
 スペイン	2040		

## 省エネ家電にはパワー半導体が必要



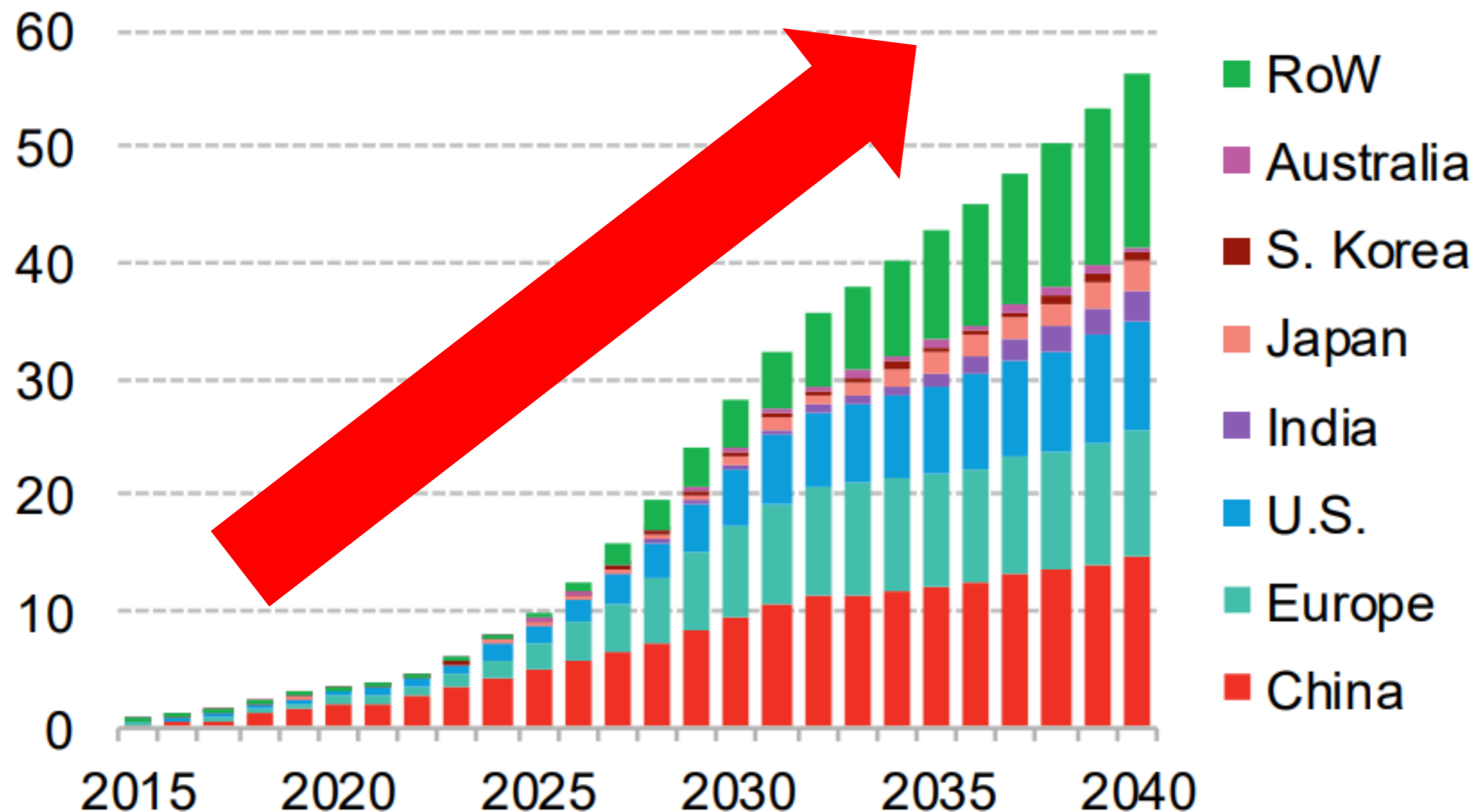
# 世界においてEV化が本格化する見通し

## 年間EV乗用車の販売予測

出所：ブルームバーグ

- 2025年までに、世界のEV販売台数は10倍に増加し、1,100万台になる見通し
- 2020年代半ばには、EVの価格はガソリン車の価格と一致すると予想される。これにより、自動車購入の「構造的変化」が起こり、2030年までに世界のEV販売台数が3,000万台に達する見通し

Million EVs

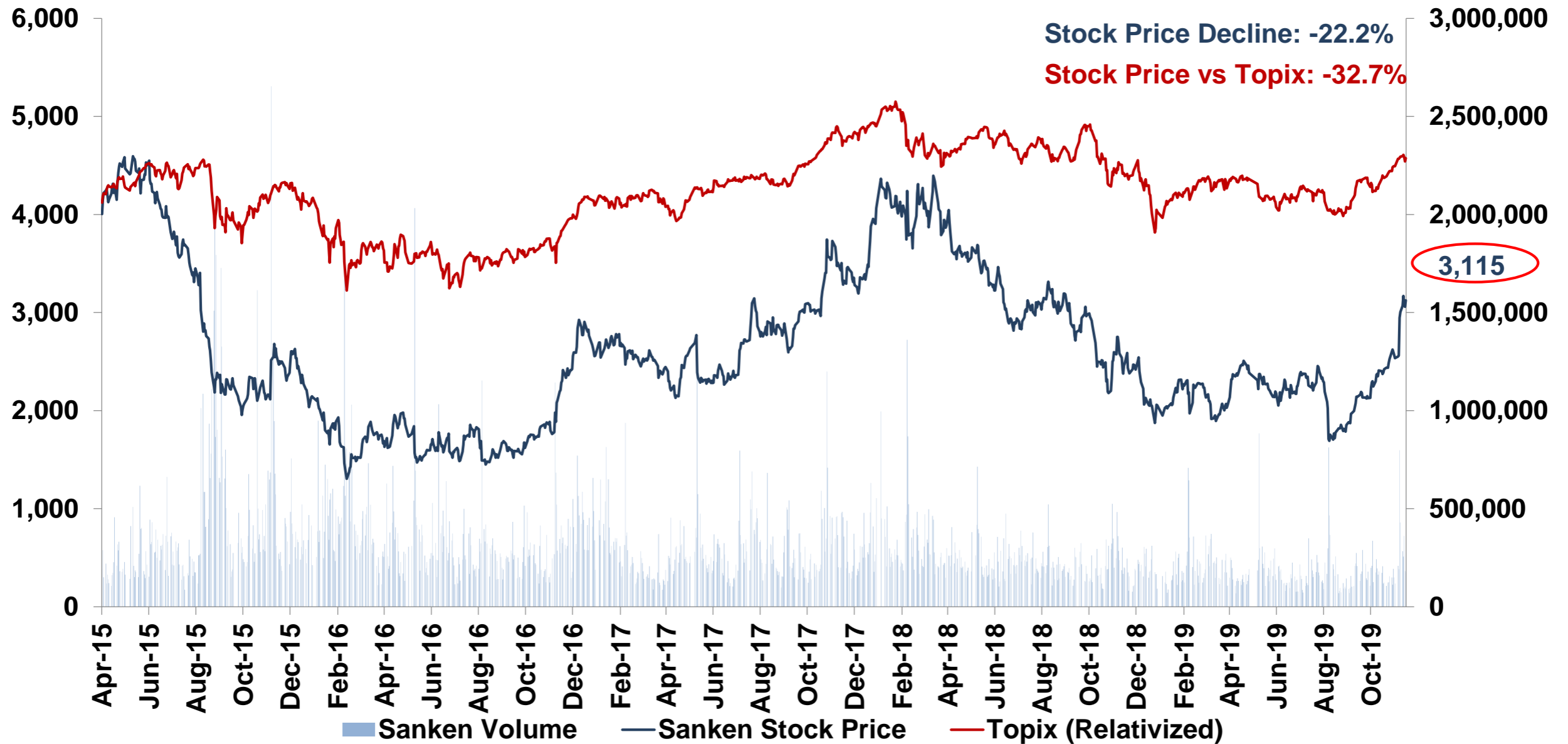


## 2. サンケンの課題

# サンケンの株価は和田節氏が代表取締役役に就任してからアンダーパフォーム

出所： 会社開示資料、ブルームバーグ

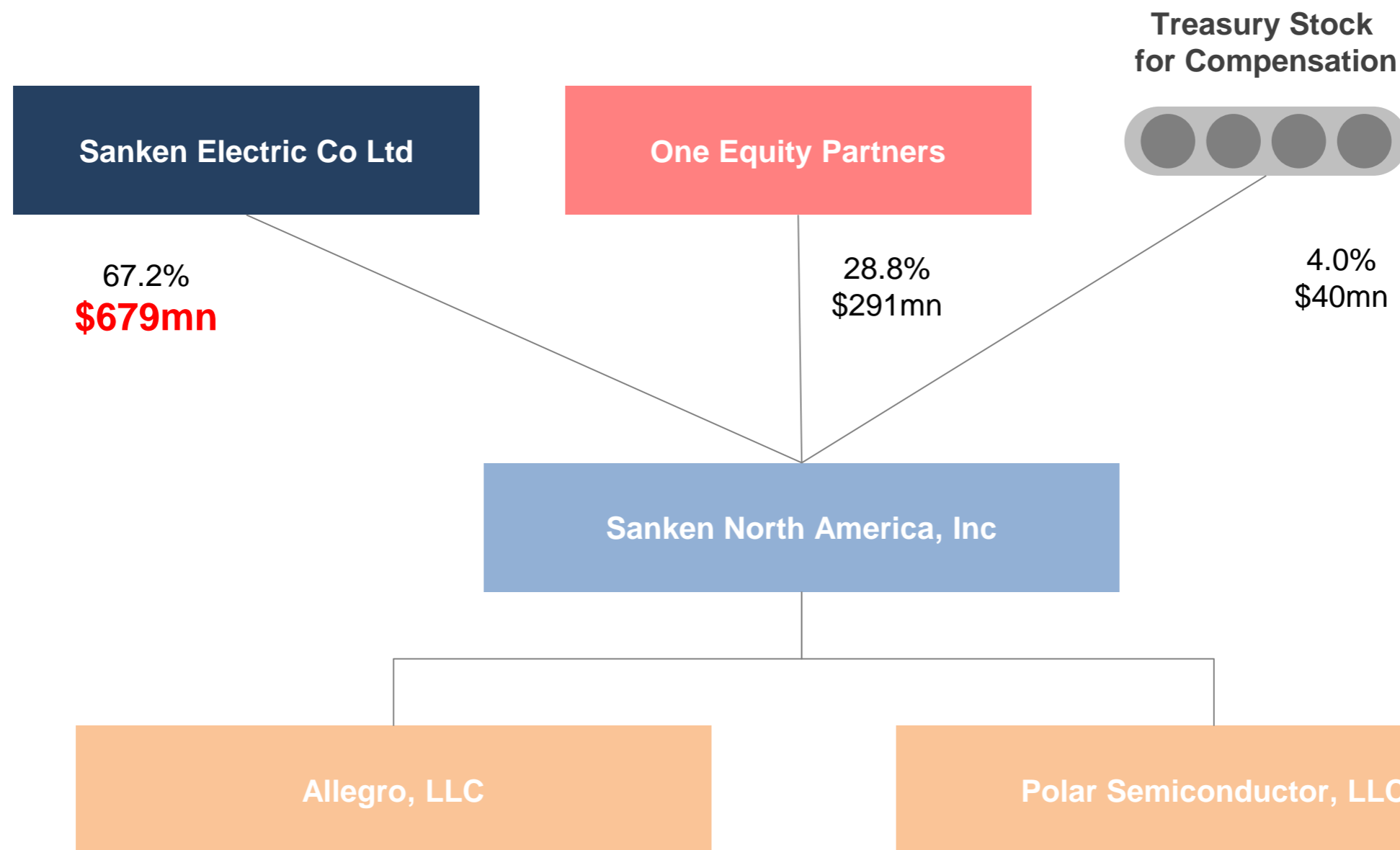
- サンケンの株価は和田節氏が代表取締役役に就任してから22.2%下落し、Topixを32.7%アンダーパフォーム



# サンケンの米国子会社アレグロは2017年にOne Equity Partnersに第三者割当増資を行った

出所： 会社開示資料

- Sanken North America Inc (現Allegro Microsystems, Inc. (以下、「アレグロ」という)) は2017年7月18日One Equity Partnersに対して第三者割当増資を行った
- その際のバリュエーションは株式28.8%に対して \$291mnであり、全社の価値\$1,010mn、サンケンの持ち分の価値**\$679mn**を意味する

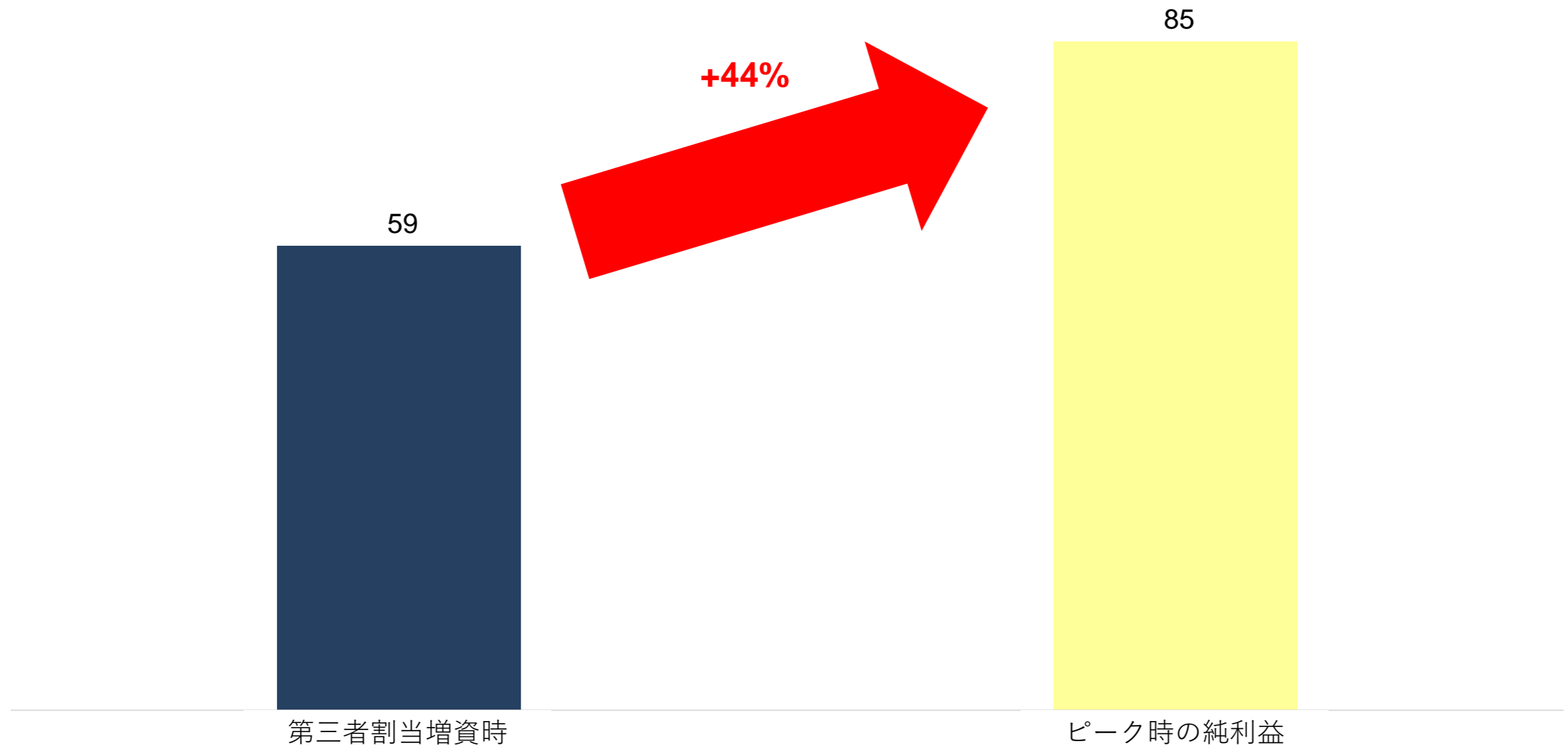




# アレグロは第三者割当増資後のピーク時には純利益が44%増加した(単位:百万ドル)

出所: 会社開示資料

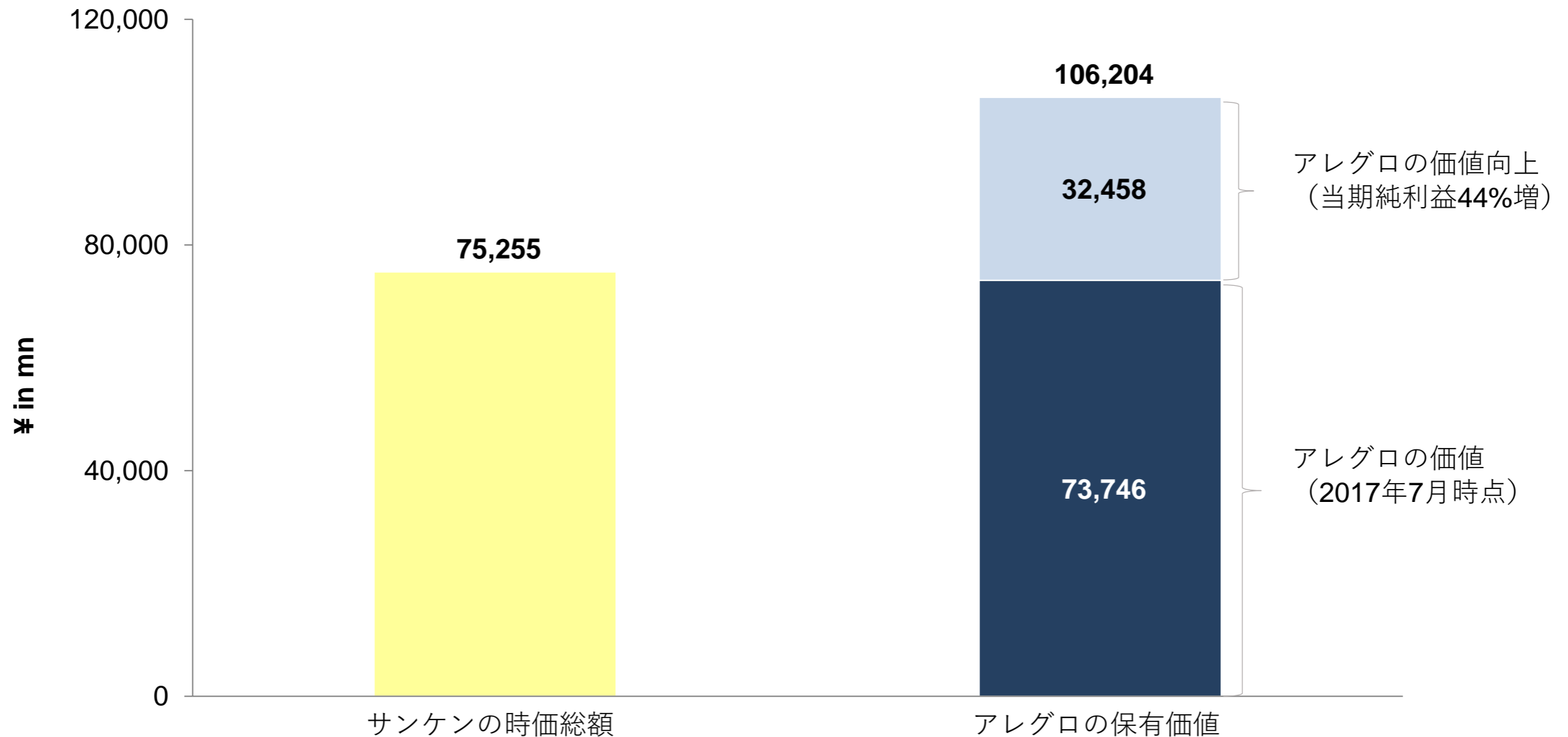
- アレグロの価値は、第三者割当増資後のピーク時に第三者割当増資当時よりも44%多くの純利益を生み出したという事実を考慮すると、増加していると考えられる



# サンケンの価値はアレグロの保有価値を下回っている

出所： 会社開示資料、ブルームバーグ

- アレグロの価値は、第三者割当増資後のピーク時に第三者割当増資当時よりも44%多くの純利益を生み出した
- サンケンの時価総額はアレグロの価値を下回っている。これはサンケンの利益を生んでいるが低利益率のアレグロ以外の事業に対して大きな負の価値が付されていることを意味する

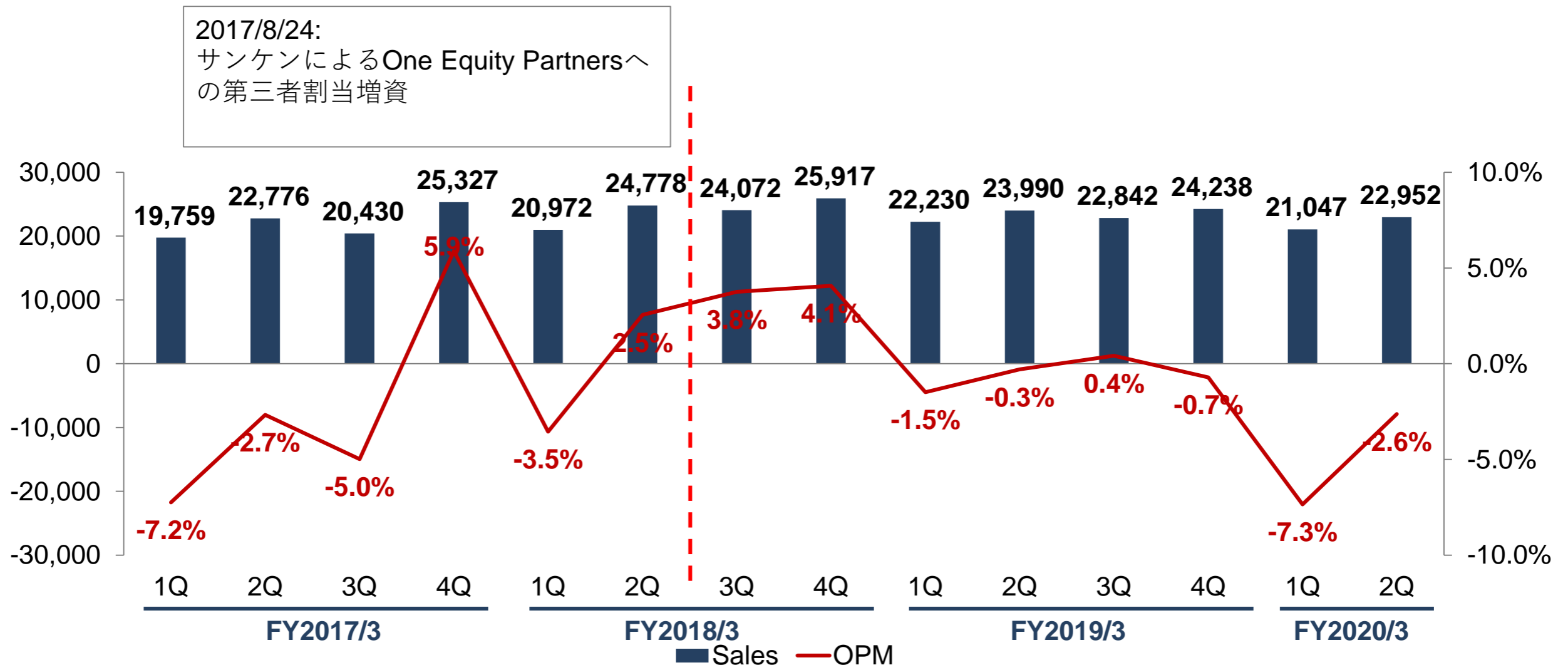


# アレグロを除くサンケンは非常に利益率が低い

Source: Company Disclosures

- アレグロを除くサンケンはあまり改善しておらず、より早く有意な改善をする余地が存在

## アレグロを除くサンケンの四半期財務(百万円)

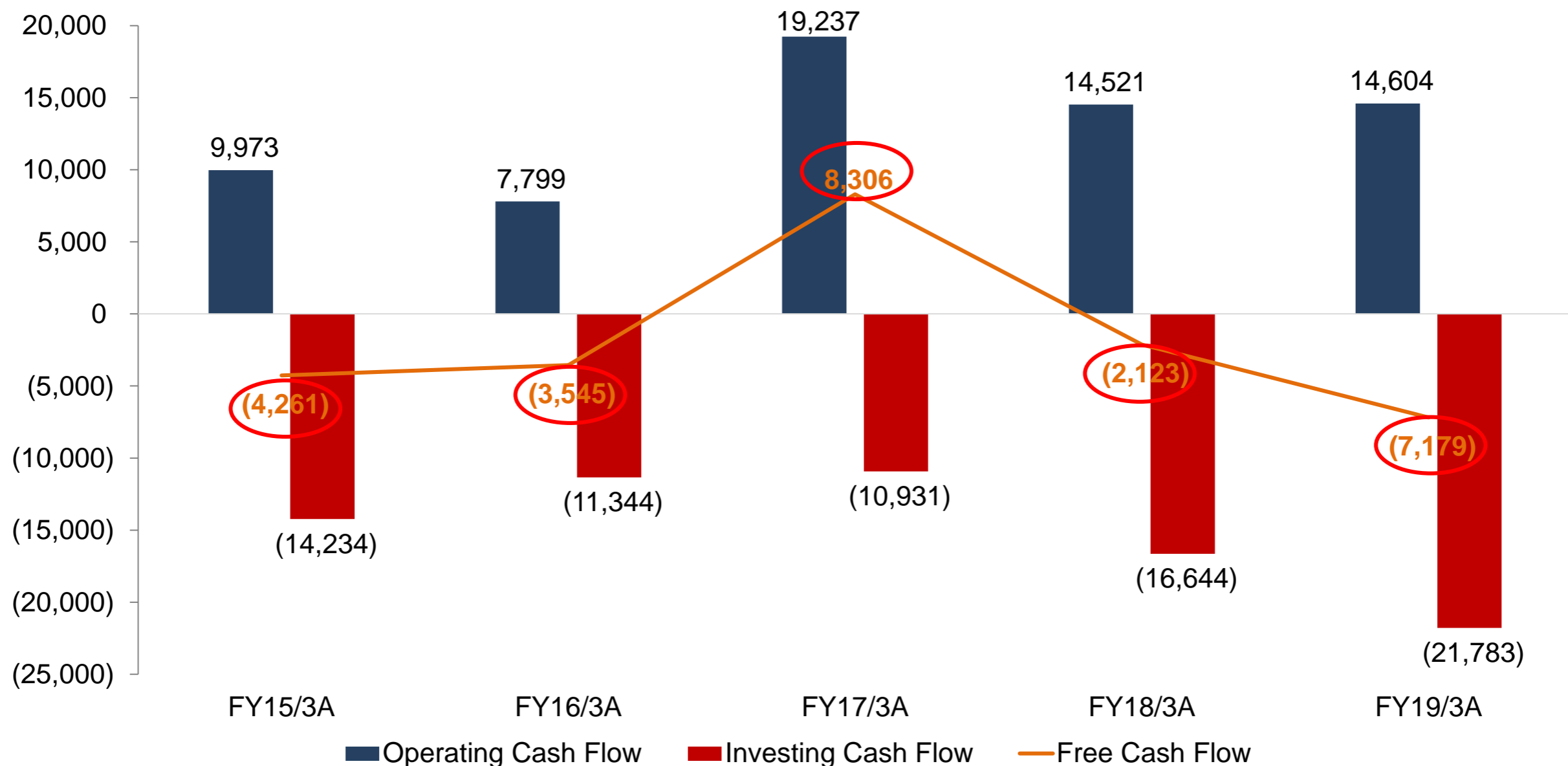


# 低い利益率はサンケン及びその従業員にとって 重大なリスク

Source: Company Disclosures

- 低い利益率をもたらす、オペレーションの非効率性はサンケンにとって重大なリスク
- 利益率が低いため、サンケンのフリー・キャッシュ・フローは過去5年間のうち4年間マイナスである

## サンケンの過去5年間のキャッシュフロー(百万円)



### **3. 弊社の過去に送付したサンケンへのご提案 (送付した弊社ご提案より抜粋)**

# 貴社の企業価値向上による各ステイクホルダーのメリット

---

- 貴社
  - 貴社事業の長期・安定的な継続
  - 自己株式を活用したM&Aの検討が可能に
  - 資金調達余力の向上
- 貴社の従業員
  - 長期・安定的な雇用の創出
  - 企業イメージ向上による優秀な人材の引付け
  - 賃金の向上
- 顧客
  - 長期的に信頼ができるパートナーの創出
- 債権者
  - 債権リスクの減少
  - 更なる貸付余地
- 株主
  - 株価の上昇
  - 株主還元の強化

# 弊社ご提案：総論

---

- 弊社は下記の4点につき貴社にご提案

## A. パワーシステム事業からの撤退

- 事業の廃止ないしは第三者への事業売却

## B. 半導体デバイス事業のオペレーションの改善

- 半導体デバイス事業に関連する施設の集約
- 赤字の海外オペレーションからの撤退

## C. ガバナンス体制の強化

- 「指名委員会等設置会社」の採用
- 事業ポートフォリオ転換／オペレーションの改善に知見を有する取締役の採用

## D. 業績連動報酬の導入

- 貴社のアレグロを除く事業に連動する業績連動報酬の導入

# A. パワーシステム事業からの撤退

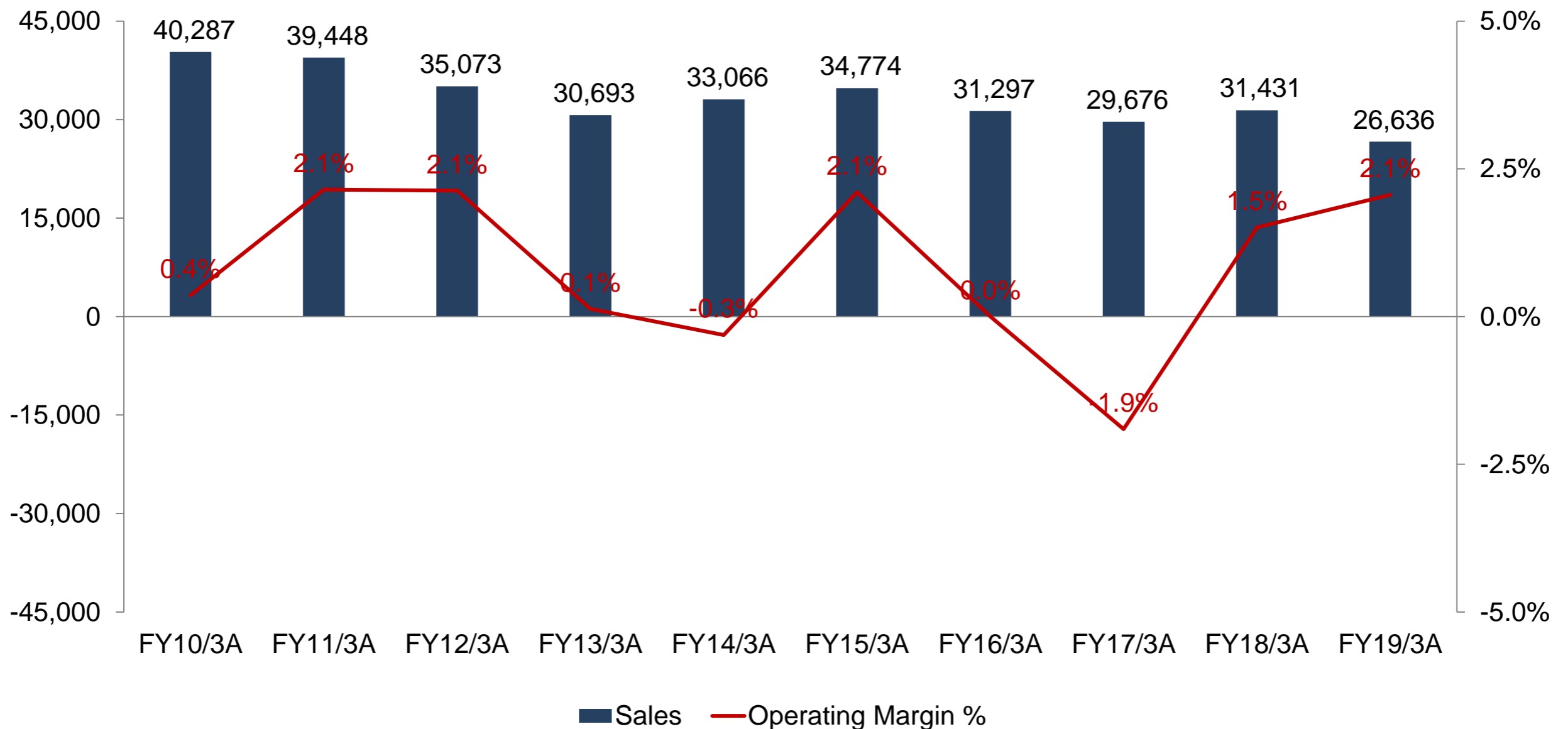


# パワーシステム事業は高い利益率を出したことがない

出所： 会社開示資料

- 過去10年間に於いてパワーシステム事業は高い利益率を出したことがなく、その利益率は貴社がFY21/3の目標としている10%の営業利益率をはるかに下回る
- 貴社はそのような事業から撤退し、より利益率の高い半導体デバイス事業に集中すべきである

## パワーシステム事業年間財務(百万円)



# 貴社は2017年に本事業のリストラクチャリングを発表したが改善が見られない

出所： 会社開示資料

- 貴社は2017年本事業のリストラクチャリングを発表
- 発表後の平均営業利益率は2%
- 発表より1.5年経っているが、本事業は高い利益率を実現していない

## 貴社 プレス・リリース (2017年7月18日)

### (2) 構造改革

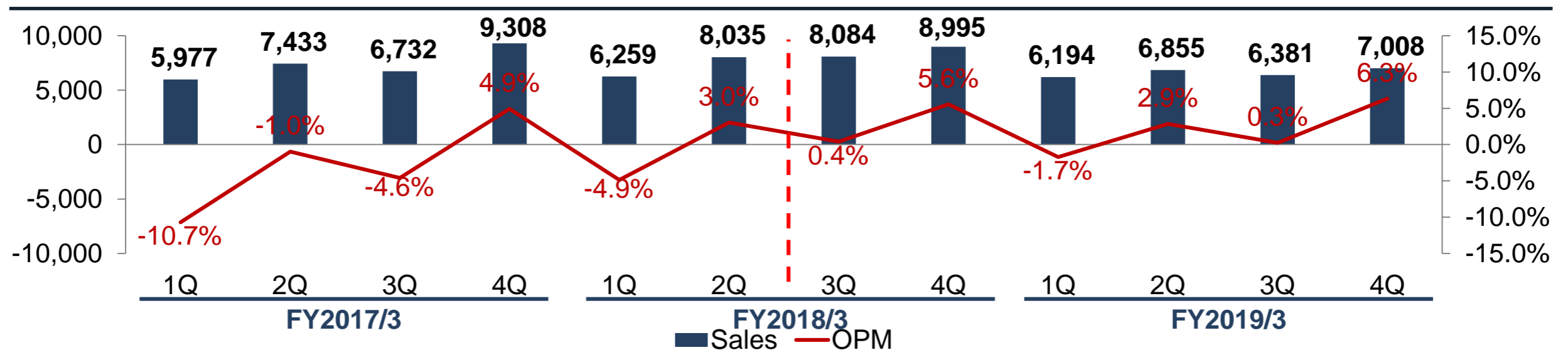
今般、実施する抜本的な構造改革の内容は以下の通りとなります。

#### ①非戦略市場からの撤退・縮小と戦略市場への注力

##### 【PM事業の撤退とPS事業との統合加速】

- PM事業につきましては撤退いたします。具体的には、平成30年3月末をもって生産を終了し、平成30年9月末をもって販売を終了する計画です。
- 従来、PM事業で取扱ってきた当社の戦略市場向け製品(車載・産機・通信)については、パワーシステム部門の製品として継続いたします。なお、当社は、平成29年4月からPM事業とPS事業との組織的統合を実施し、新生パワーシステム部門として、両事業の相乗効果を織り込んだ高付加価値製品の開発と販売にシフトしております。
- これに伴い、当事業の主力工場であるサンケン・インドネシアでは、生産品目の絞り込みと生産規模の大幅な縮小を行います。

## パワーシステム事業四半期財務(百万円)



## 貴社は事業の廃止か第三者への売却を検討すべき

---

- 貴社は直ちに貴社の価値を破壊しているパワーシステム事業から撤退すべきである
- 事業の廃止も一つの選択肢だが、弊社は貴社の製品を必要とする顧客がいることも理解
- もし貴社が直ちに事業を廃止できないのであれば、事業の売却を検討すべき
- 本事業の利益率は低いが、本事業は設備投資をそこまで必要としないため、中規模のプライベート・エクイティ等が関心を示す可能性があると思料
- 貴社は事業売却を通じて得られる現金を使用して、半導体デバイス事業の投資を加速するべきである

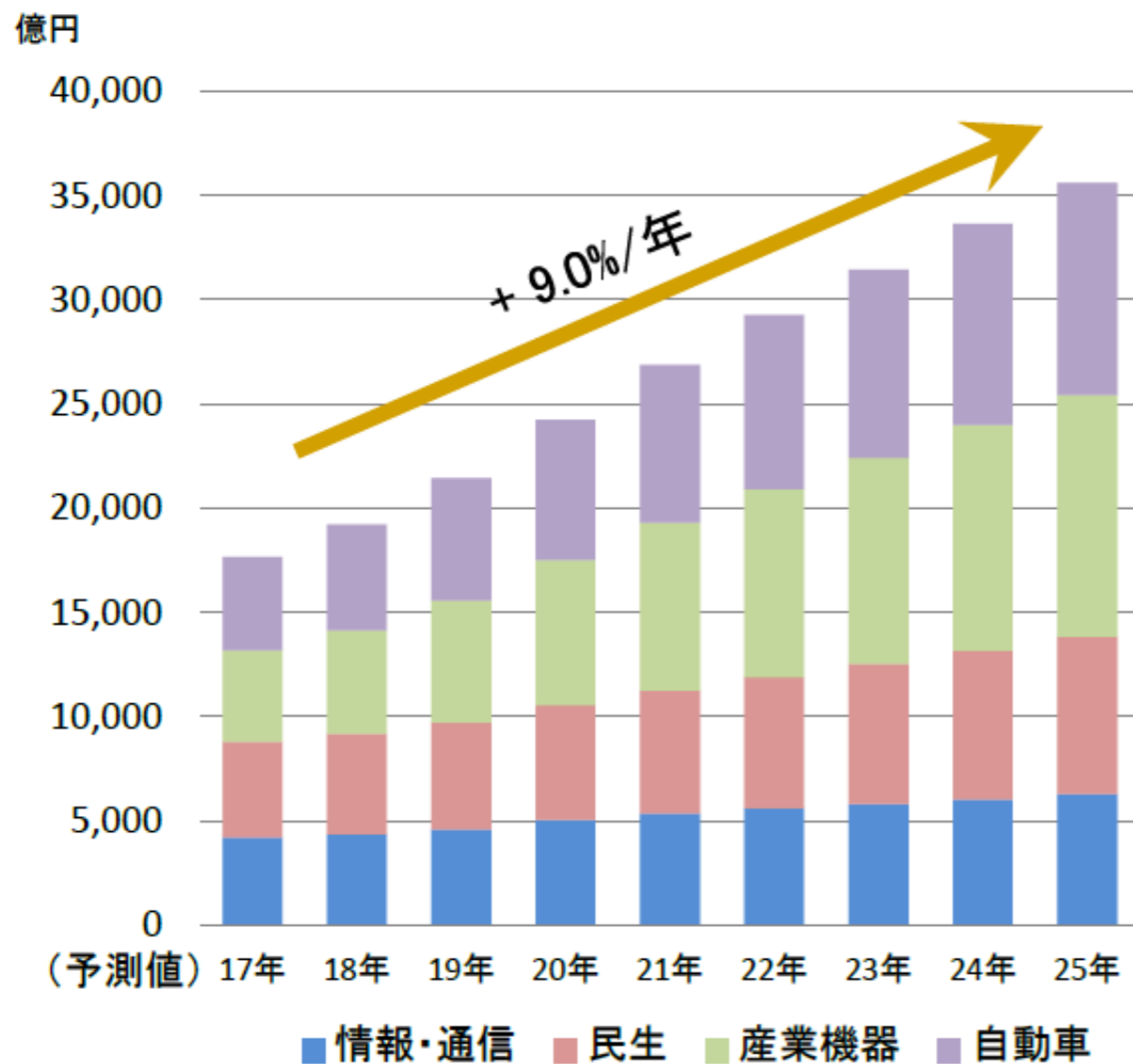
## B. 半導体デバイス事業のオペレーションの改善

# 貴社はパワー半導体業界における自動車領域及び家電領域に製品を提供

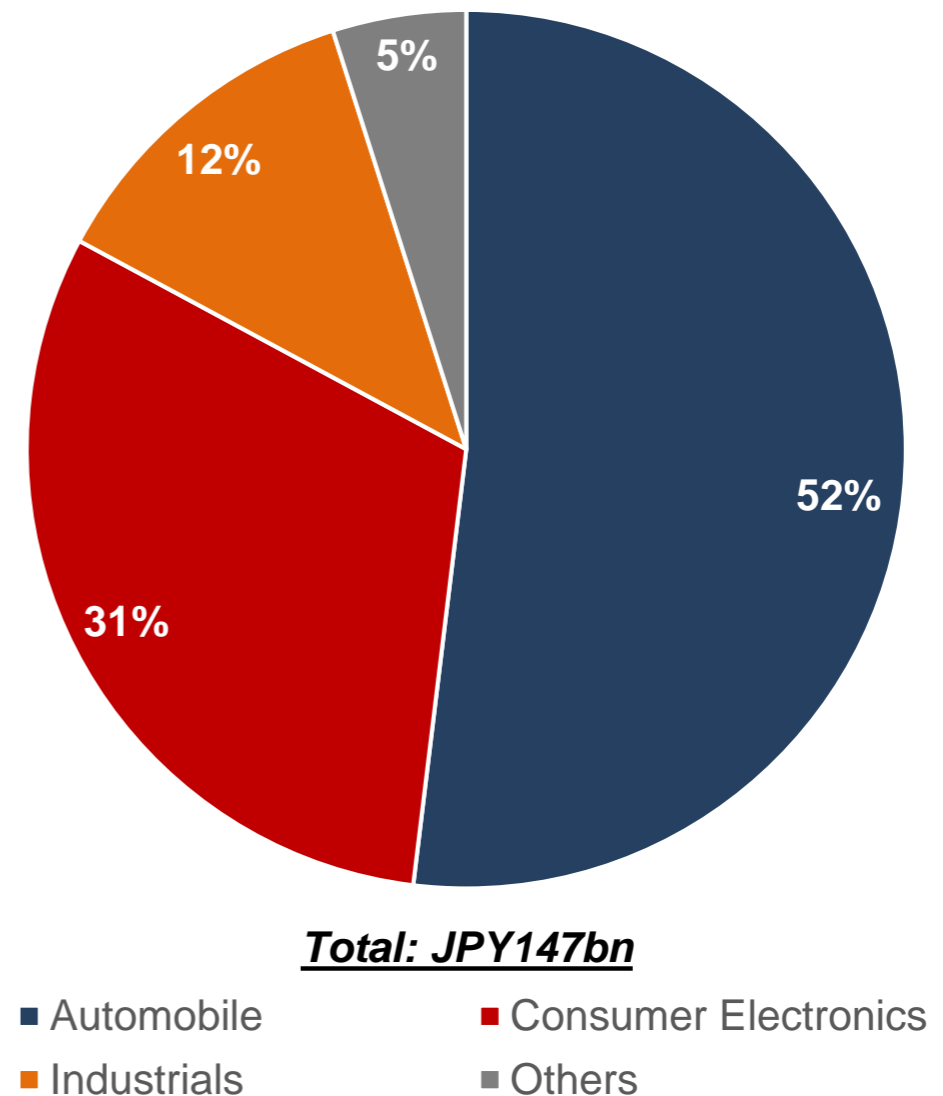
出所： 会社開示資料

- 貴社はパワー半導体業界における自動車領域及び家電領域に製品を提供しており、ユニークな地位を築いている
- パワー半導体市場は毎年安定して成長

## パワー半導体市場



## 貴社のアプリケーション別売上

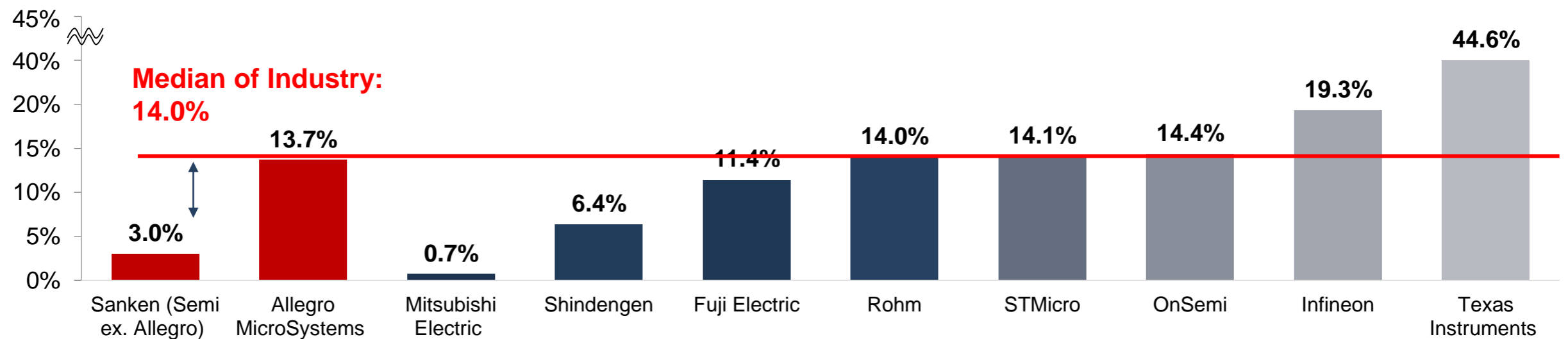


# 貴社のアレグロを除く半導体デバイス事業の利益率は競合他社に劣後

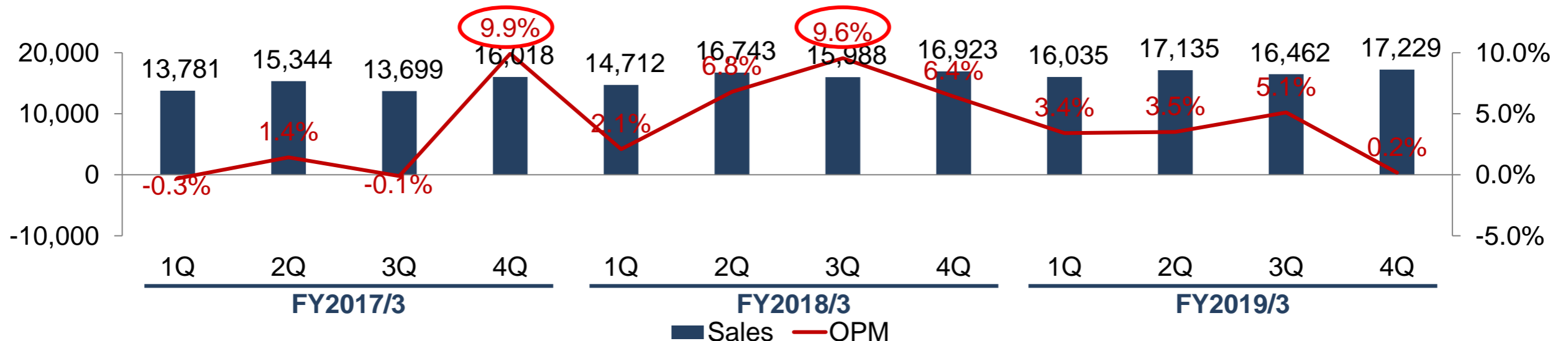
出所： 会社開示資料

- 業界の営業利益率中央値は14.0%である。貴社の子会社であるアレグロが13.7%の営業利益率を前事業年度に達成していることを考慮すると貴社のアレグロを除く半導体デバイス事業も業界の中央値は目指せるものと思料
- さらに、四半期ベースでは過去に10%近くの営業利益率を達成した実績を有す。仮にオペレーションが改善すれば貴社のアレグロを除く半導体デバイス事業は継続的に2桁の営業利益率を達成できるものと思料

## パワー半導体事業の利益率



## 貴社のアレグロを除く半導体デバイス事業の四半期財務(百万円)

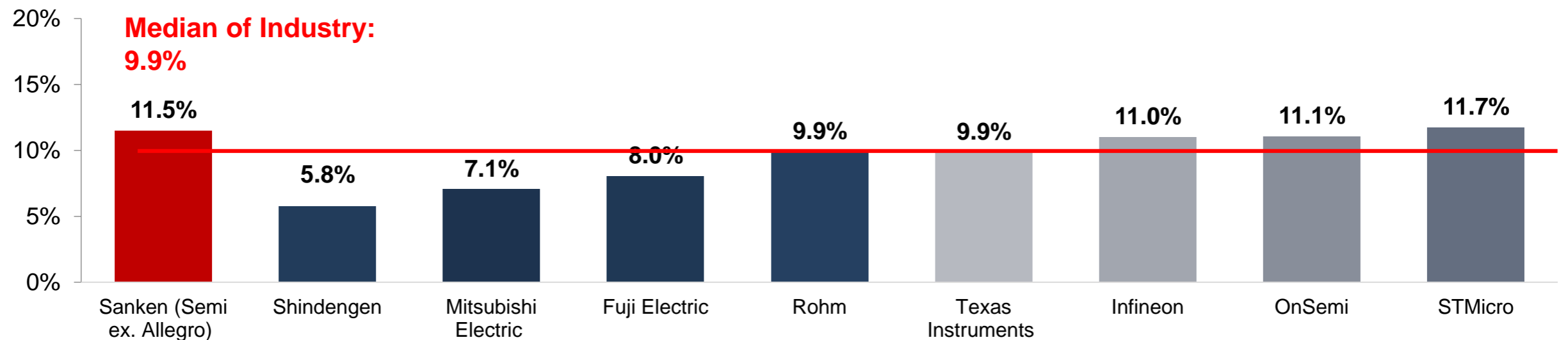


# 貴社のR&D及び設備投資は競合他社に比しても高い水準 にあり、製品の質は高い

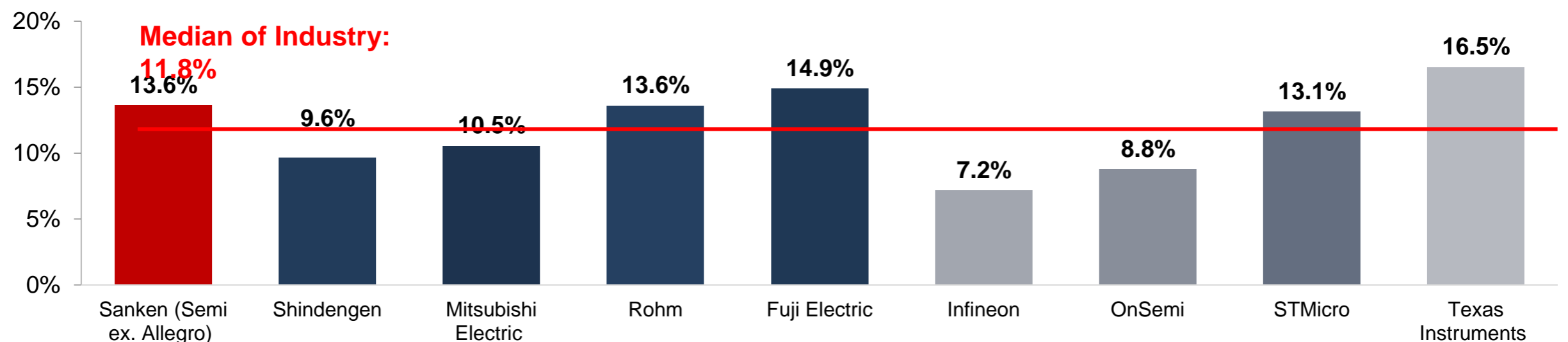
出所： 会社開示資料

- 貴社のR&D及び設備投資は競合他社に比しても高い水準
- これは貴社が高品質な製品をつくるために十分に投資していることを示しており、貴社のアレグロを除く半導体デバイス事業の利益率が製品の質が低い  
ため低いわけではないことを示唆している
- 一方で、貴社は買い手とさらなる価格向上について交渉すべきである

## 対売上高R&D費用(%)



## 対売上高設備投資(%)



# 貴社の施設の価値は競合他社比高い

出所： 会社開示資料

注： 貴社の施設には半導体デバイス事業に関連するものを含む。三菱電機の施設には電子デバイス事業に関連するものを含む。富士電機の施設には電子デバイス事業に関連するものを含む。新電元工業の施設にはデバイス事業に関連するものを含む。

施設	建物等	機械装置等	土地	リース資産	その他	合計	従業員数
<b>貴社</b>							
本社・半導体技術センター(埼玉県新座市)	1,727	1,155	36	1	524	3,446	669
その他	1,000	165	627	-	222	2,015	172
石川サンケン株式会社	2,853	4,445	1,306		772	9,379	1,080
山形サンケン株式会社	2,659	1,948	638	5	777	6,029	459
鹿島サンケン株式会社	519	1,341	127	8	149	2,145	249
福島サンケン株式会社	1,456	3,251	300	34	267	5,310	348
サンケンオプトプロダクツ株式会社	829	24			17	871	93
アレグロマイクロシステムズエルエルシー	6,715	14,030	2,483		2,653	25,883	4,023
韓国サンケン株式会社	76	2			5	85	38
大連三壘電気有限公司	473	1,738			52	2,264	283
ポーラーセミコンダクターエルエルシー	4,702	5,986	588		1,403	12,681	510
<b>合計</b>	<b>23,009</b>	<b>34,085</b>	<b>6,105</b>	<b>48</b>	<b>6,841</b>	<b>70,108</b>	<b>7,924</b>
<b>三菱電機</b>							
電子デバイス	15,733	18,695	4,546		15,102	54,076	5,415
<b>富士電機</b>							
松本工場	13,538	1,377	3,236	8,596	5,152	31,900	1,528
<b>富士電機パワーセミコンダクタ(株)</b>							
大町工場	682	17	155	2,638	12	3,506	257
北陸工場	295	23	366	1,323	7	2,016	184
飯山工場	599	8	118	2,142	20	2,888	157
津軽工場	1,604	777	550	905	15	3,852	310
富士電機(深圳)社	1,234	2,233			708	4,176	893
フィリピン富士電機社	1,550	1,520		460	279	3,811	833
マレーシア富士電機社	6,791	2,554		454	1,743	11,543	2,243
<b>合計</b>	<b>26,293</b>	<b>8,509</b>	<b>4,425</b>	<b>16,518</b>	<b>7,936</b>	<b>63,692</b>	<b>6,405</b>
<b>新電元工業</b>							
飯能工場、本社、支店他	2,602	1,750	2,630	265	1,627	8,875	1,143
秋田新電元	1,377	2,021	621	107	220	4,347	623
岡部新電元	1,578	657	1,040	406	425	4,107	263
ランプーン・シンデンゲン・カンパニー	317	1,215	111	1	754	2,401	742
シンデンゲン・フィリピン・コーポ	68	419		-	130	618	739
<b>合計</b>	<b>5,942</b>	<b>6,062</b>	<b>4,402</b>	<b>779</b>	<b>3,156</b>	<b>20,348</b>	<b>3,510</b>

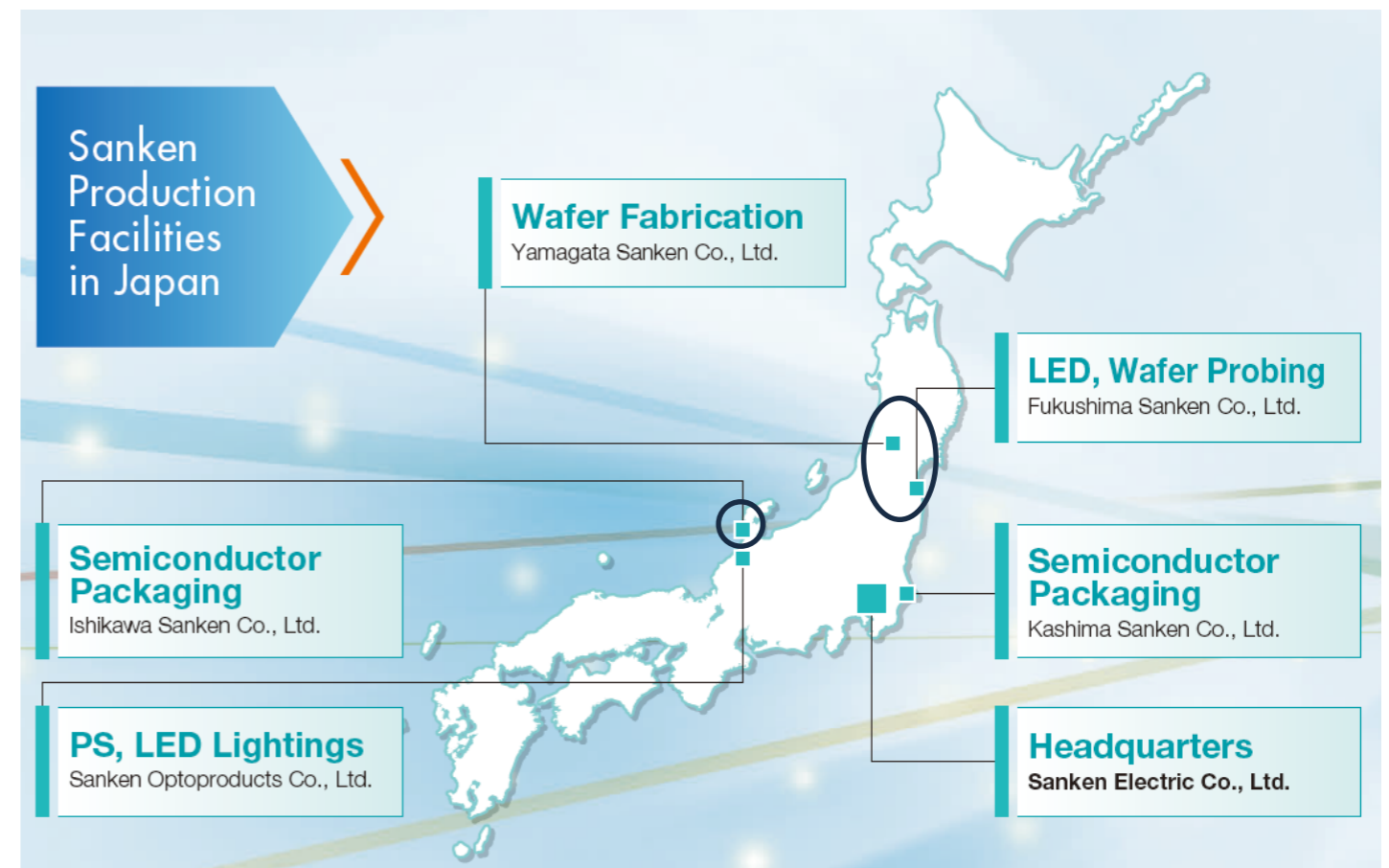


# 非効率なオペレーションが貴社の利益率を圧迫(1/3): 国内オペレーション

出所: 会社開示資料

- 貴社の国内における製造プロセスは非効率
- 貴社は前工程を山形で、検査を福島で、後工程を石川及び鹿島で実施。さらに、石川県内で4か所に分散して工場を保有
- より効率的なオペレーションには、最低限石川県内の後工程を一か所に集約し、山形の前工程及び鹿島の検査を集約すべきである

貴社のオペレーションは日本中に点在  
効率化のためにはオペレーションの集約が必要



# 非効率なオペレーションが貴社の利益率を圧迫(2/3): 単体財務諸表

出所: 会社開示資料

- 単体のCOGSは連結のCOGSに比べて非常に高い
- この事実も国内における非効率なオペレーションを証明する
- 施設の集約がこのような状況を打開し、利益率の改善につながるものと思料
- さらに、貴社は一部のプロセスを外注することによるコスト改善可能性についても検討すべき

## 財務比較(連結財務諸表vs. 単体財務諸表)(百万円)

	連結財務諸表					単体財務諸表				
	FY15/3A	FY16/3A	FY17/3A	FY18/3A	FY19/3A	FY15/3A	FY16/3A	FY17/3A	FY18/3A	FY19/3A
Sales	160,724	155,919	158,772	175,209	173,650	107,096	99,241	102,824	110,905	110,288
COGS	116,834	115,113	117,869	126,840	126,150	96,326	89,629	94,597	99,907	102,889
% Sales	72.7%	73.8%	74.2%	72.4%	72.6%	89.9%	90.3%	92.0%	90.1%	93.3%
Gross Margin	43,889	40,806	40,902	48,369	47,499	10,770	9,612	8,226	10,997	7,399
% Margin	27.3%	26.2%	25.8%	27.6%	27.4%	10.1%	9.7%	8.0%	9.9%	6.7%
SG&A	32,689	34,003	34,972	36,342	36,968	10,308	9,956	10,674	10,513	9,342
% Sales	20.3%	21.8%	22.0%	20.7%	21.3%	9.6%	10.0%	10.4%	9.5%	8.5%
Operating Income	11,199	6,803	5,930	12,026	10,531	461	(344)	(2,448)	484	(1,943)
% Margin	7.0%	4.4%	3.7%	6.9%	6.1%	0.4%	-0.3%	-2.4%	0.4%	-1.8%

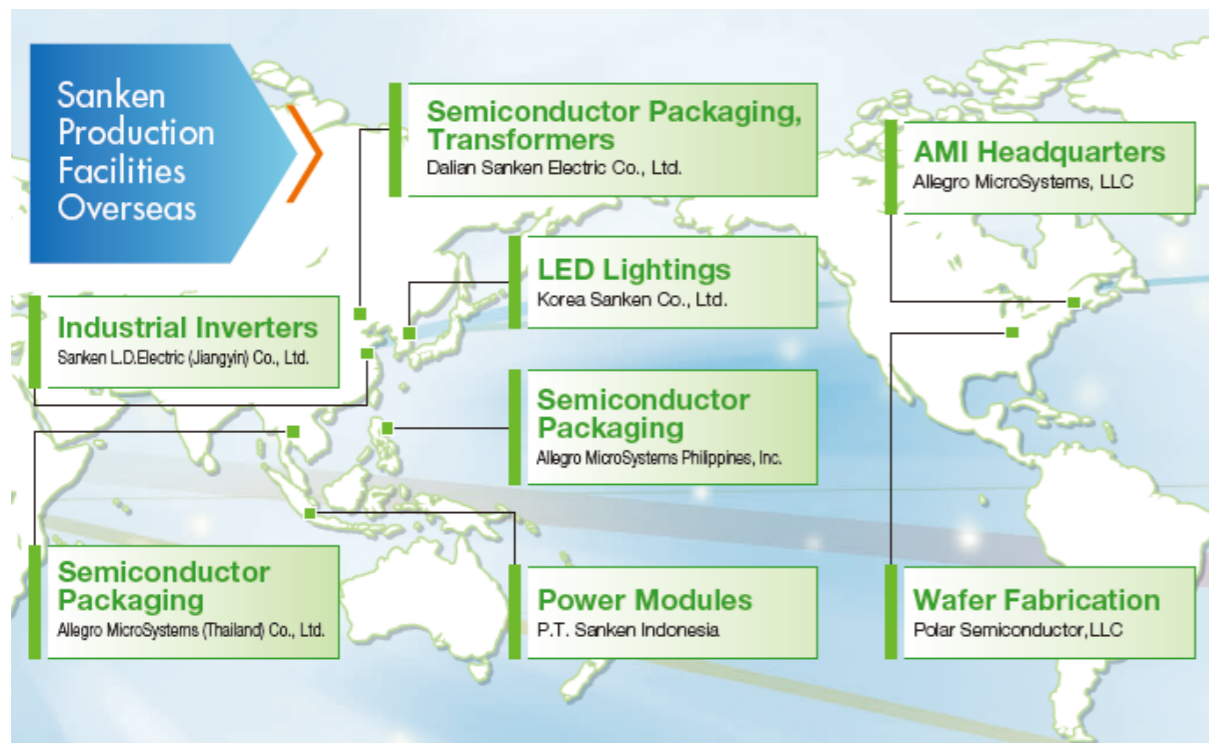
# 非効率なオペレーションが貴社の利益率を圧迫(3/3): 海外オペレーション

出所: 会社開示資料

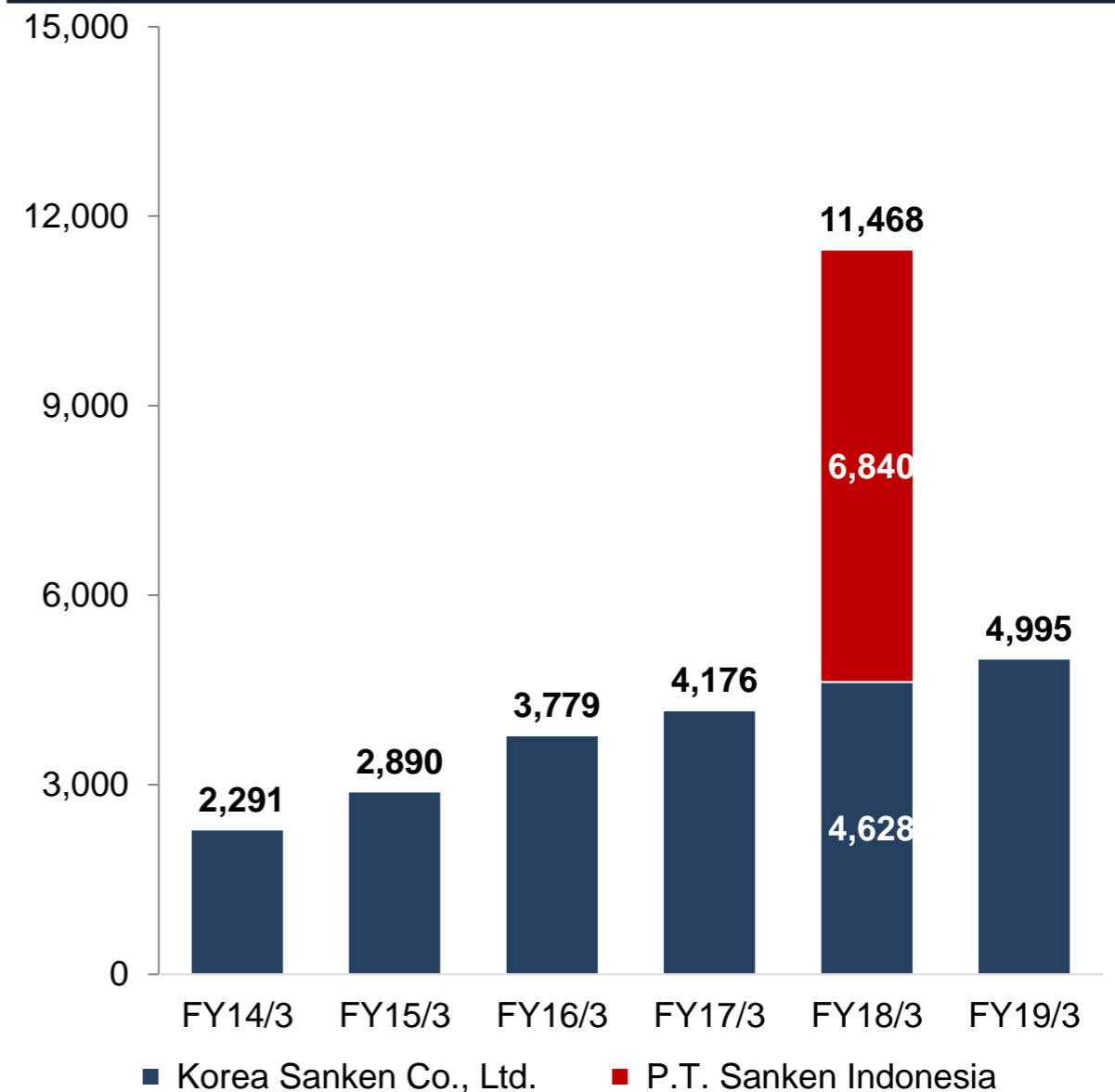
注: P.T. Sanken Indonesiaはパワーシステム事業に関連。

- 海外におけるオペレーションも非効率であり、韓国及びインドネシアにおける子会社は債務超過状態にある
- 海外子会社の債務超過はFY2014/3よりFY2018/3にかけて5倍にも増加
- 貴社はそのようなオペレーションから撤退すべきであると思料

## 海外拠点



## 海外子会社の債務超過状況(百万円)



# 足許の受注の減少はオペレーション改善を開始するにはよいタイミングである

出所： 会社開示資料

- 中国の減速による半導体業界への受注減少が貴社開示から読み取れる
- 施設の集約には時間がかかると理解している。一方で、足許の受注減による工場稼働率の減少はオペレーション改善を開始するタイミングとして良い
- 貴社が今後の10年間を生き抜くために、弊社は今貴社が動くべきであると思料

## 貴社プレス・リリース(2019年2月5日)

### 2. 修正の理由

米中間の貿易問題長期化が、中国景気をさらに減速させ、世界の实体经济に影響を及ぼし始めております。**これが、中国における自動車販売の低迷や白物家電の在庫調整の長期化などをもたらし、当社の受注状況に変化が生じてまいりました。**

こうした世界経済の動向と市況変化により、売上減少と製品ミックス悪化による利益減少が想定されます。さらに、戦略市場向け製品の開発投資及び費用増も見込まれることから、期初に公表した予想値を下回る見通しとなり、通期連結業績予想を修正することといたしました。

なお、第4四半期の想定平均為替レートにつきましては、対米ドル108円を想定しております。

## C. ガバナンス体制の強化

# 信頼性の低い事業計画はガバナンスの欠如の証左

出所： 会社開示資料

- 期初計画と実績の着地には毎年大きな乖離が存在
- これは経営陣に自身の事業を予想／コントロールする能力及びコーポレート・ガバナンス上の監視機能が欠如していることを示す。現取締役会はそのような状況を放置している

FY2019/3	5/8/2018E	2/5/2019E	5/8/2019A	Δ
Sales	178,000	175,000	173,650	-2%
Operating Income	12,500	10,000	10,531	-16%
Ordinary Income	11,000	8,200	9,173	-17%
Net Income	4,800	2,600	3,967	-17%

FY2018/3	5/10/2017E	10/25/2019E	3/27/2018E	5/8/2018A	Δ
Sales	159,000	173,000	177,700	175,209	10%
Operating Income	7,300	10,000	11,400	12,026	65%
Ordinary Income	6,000	9,000	11,200	11,808	97%
Net Income	2,500	(13,700)	(12,100)	(11,421)	-557%

FY2017/3	5/9/2016E		5/10/2017A	Δ
Sales	156,000		158,772	2%
Operating Income	7,000		5,930	-15%
Ordinary Income	5,500		5,026	-9%
Net Income	2,500		1,739	-30%

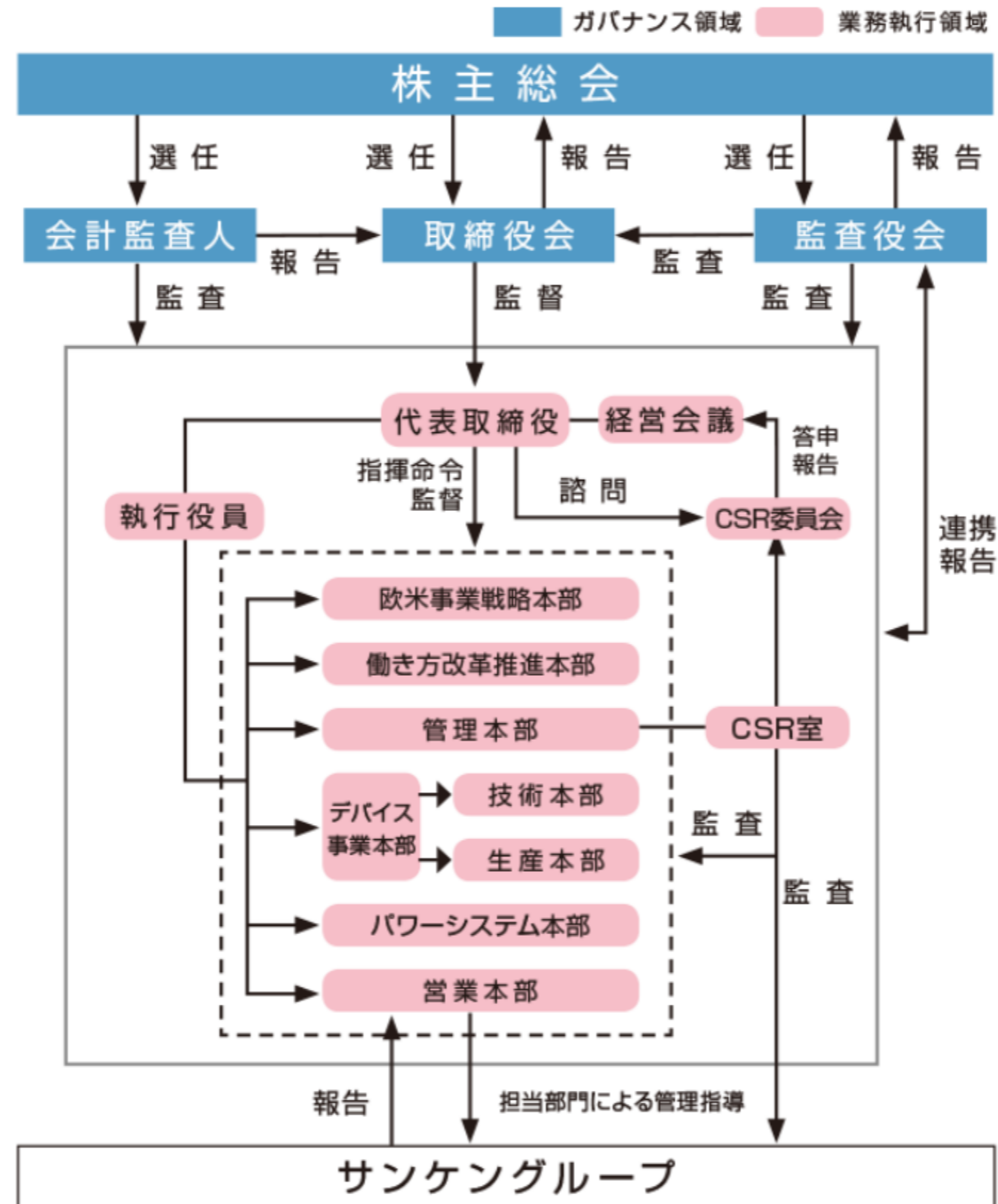
  

FY2016/3	5/8/2015E	11/5/2015E	2/8/2016E	5/9/2016A	Δ
Sales	172,000	162,000	157,800	155,919	-9%
Operating Income	13,000	8,000	6,000	6,803	-48%
Ordinary Income	11,700	6,000	3,800	3,791	-68%
Net Income	8,100	2,500	200	171	-98%

# 現在のガバナンス体制概要

出所： 会社開示資料

- 貴社は現状「監査役設置会社」をガバナンス体制として採用



# 貴社はガバナンス体制として「指名委員会等設置会社」を採用すべき

- 現状の貴社のガバナンス体制は監視機能が欠如している。貴社はこのような状況をガバナンス体制として「指名委員会等設置会社」を採用することにより改善できるものと思料

株主総会

選任／解任

取締役会

指名委員会



取締役



社外取締役



報酬委員会



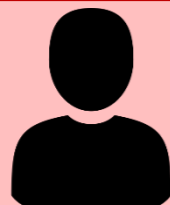
取締役



社外取締役



監査委員会



取締役



社外取締役

選任／解任

監視

執行役



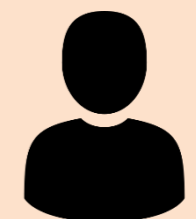
代表執行役



執行役



執行役



執行役



# 貴社の取締役会には改善の余地がある

出所： 会社開示資料

- 現状、現在の低い利益率を改善し、アレグロを除く貴社事業に付された負の価値を改善するために必要な、事業ポートフォリオ転換およびオペレーションの改善に知見を有する取締役は存在していない
- 弊社は事業ポートフォリオ転換およびオペレーションの改善に知見を持つ海外の女性を採用することは現在の取締役会に大きな価値をもたらすと思料

## 現在の取締役会の状況

No.	役名	指名	年齢	社内／社外	国籍	性別	職歴
1.	代表取締役社長	和田 節	64	社内	日本	男性	貴社
2.	取締役	星野 雅夫	60	社内	日本	男性	貴社
3.	取締役	鈴木 善博	60	社内	日本	男性	貴社
4.	取締役	鈴木 和則	61	社内	日本	男性	貴社
5.	取締役	高荷 英雄	60	社内	日本	男性	貴社
6.	取締役	伊藤 茂	55	社内	日本	男性	貴社
7.	社外取締役	リチャード R.ルーリー	71	社外	米国	男性	弁護士
8.	社外取締役	藤田 則春	68	社外	日本	男性	会計士
Stats			平均: 62	社外: 25%	日本: 88%	女性: 0%	

## D. 業績連動報酬の導入

# コーポレートガバナンス・コード 取締役会の役割・責務

出所：コーポレートガバナンス・コード（2018年6月改訂）

## 【4-2.取締役会の役割・責務（2）】

取締役会は、経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、経営陣からの健全な企業家精神に基づく提案を歓迎しつつ、説明責任の確保に向けて、そうした提案について独立した客観的な立場において多角的かつ十分な検討を行うとともに、承認した提案が実行される際には、経営陣幹部の迅速・果断な意思決定を支援すべきである。

**また、経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである。**

### 補充原則

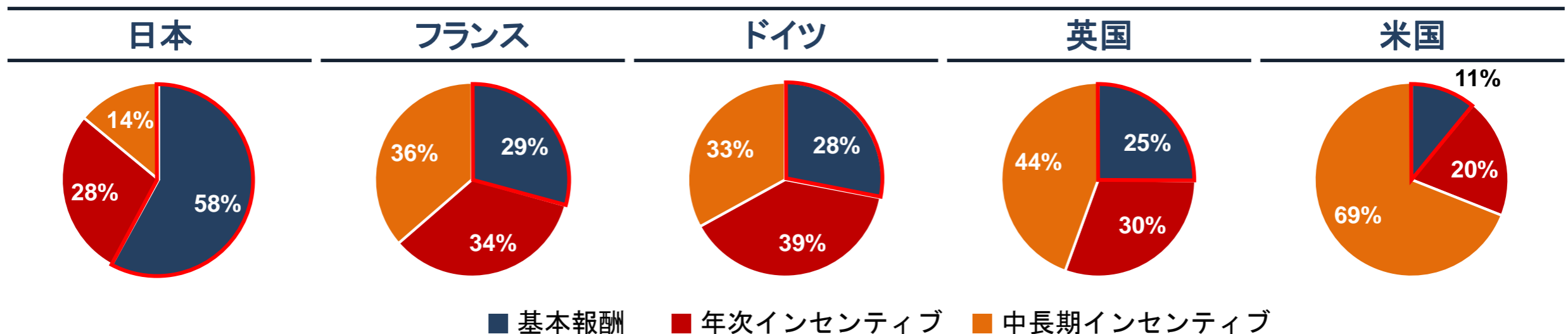
4.2① 取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである。その際、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。

# 「攻めの経営」を促す役員報酬

出所：「攻めの経営」を促す役員報酬（経済産業省産業組織課）

- ・ 経済産業省発表の「攻めの経営」を促す役員報酬において、「現状、我が国企業においては中長期の業績連動報酬を導入している企業が少なく、業績向上のインセンティブが十分働いていない」との言及がある
- ・ 株式報酬や業績連動報酬の導入が促進されることで、経営者に中長期的な企業価値向上のインセンティブを与える

## 各国のCEO報酬比較(売上高等1兆円以上企業)(2015年度)



### インセンティブ報酬導入の意義(「攻めの経営」を促す役員報酬より抜粋)

株式報酬や業績連動報酬の導入が促進されることで、経営者に中長期的な企業価値向上のインセンティブを与え、我が国企業の「稼ぐ力」向上につなげる。

特に、株式報酬については、経営陣に株主目線での経営を促したり、中長期の業績向上インセンティブを与えるといった利点があり、その導入拡大は海外を含めた機関投資家の要望に応えるもの。

# 貴社の役員報酬の現状

出所：会社開示資料

- 貴社は経済産業省が発表している「攻めの経営」を促す役員報酬を足元設定していない状況
- 株式報酬や業績連動報酬の導入が促進されることで、経営者に中長期的な企業価値向上のインセンティブを与えることができるため貴社においても設定すべきと思料
- 貴社は現状株式報酬の導入検討を進めていると理解。弊社は貴社の経営陣がアレグロを除く貴社の事業を改善するインセンティブが働く報酬設計をする必要があると思料

## 役員区分ごとの報酬等の総額、報酬等の種類別の総額及び対象となる役員の員数

### 報酬等の種類別の総額(百万円)

役員区分	報酬等の総額	報酬等の種類別の総額(百万円)			対象となる役員の員数(名)
	(百万円)	基本報酬	賞与	退職慰労金	
取締役 (社外取締役を除く)	185	185	-	-	6
監査役 (社外監査役を除く)	40	40	-	-	2
社外役員	25	25	-	-	5

### 貴社コーポレートガバナンス報告書より抜粋(2018年11月9日発表)

取締役に対する報酬は、他社の状況等を参考に設定された役職ごとの基準額や1年間の実績・会社への貢献度などを踏まえ、半数以上の独立社外取締役で構成される任意の報酬委員会での審議を経た後、取締役会で決定することとしております。報酬額は、業績を踏まえて通常報酬を決定するとともに、業績度合いにより役員賞与を支給し、業績連動の要素を盛り込むこととしております。**また、適切なインセンティブの実現に向け、株式報酬の導入検討を進めております。**

## 4. サンケンのこれまでの進捗

# 業績連動型株式報酬制度の導入(2019年5月8日)

出所： 会社開示資料

## 1. 本制度の導入について

当社取締役の報酬は、「基本報酬」及び「賞与」による金銭報酬により構成されておりましたが、今般、役員報酬全体の見直しを行うとともに、新たに当社の取締役に対する業績連動型株式報酬制度を導入することといたします。

本制度は、取締役の報酬と当社の業績及び株式価値との連動性をより明確にし、取締役が株価の変動による利益・リスクを株主の皆様と共有することで、中長期的な業績の向上と企業価値の増大に貢献する意識を高めることを目的としております。

本制度の導入により、当社取締役の報酬は、「基本報酬」、業績に連動する「短期インセンティブ」及び「長期インセンティブ（本制度による株式報酬）」により構成されることとなります。

本制度の導入は、本株主総会における役員報酬議案の承認を条件といたします。

また、本株主総会において本制度の導入について承認された場合、当社と委任契約を締結している執行役員（以下「執行役員」といいます。）に対しても、当社取締役に対するものと同様の業績連動型株式報酬制度を導入する予定です。この場合、執行役員も取締役と同様に、本制度運営のために当社が設定する信託（以下「本信託」といいます。）の受益者となります。また、当社は、執行役員に対して交付するための株式取得資金につきましても本信託に併せて信託いたします。

# 新任社外取締役の選任(2019年5月31日)

出所： 会社開示資料

候補者番号	ひがし えみこ	社外取締役候補
9	東 恵美子 (1958年11月6日生)	新任

## 略歴、地位、担当及び重要な兼職の状況

1988年2月	ワッサーズ・ペレラ アンド カンパニー インク ディレクター	2016年6月	メットライフ生命保険株式会社 社外取締役 就任(現任)
1994年5月	メリルリンチ アンド カンパニー インク投資 銀行部門担当マネージング ディレクター	2016年6月	武田薬品工業株式会社 社外取締役就任(現任)
2000年4月	ギロ・ベンチャーズ エルエルシー CEO	2017年5月	ランバス インク 社外取締役就任(現任)
2003年1月	東門パートナーズ エルエルシー マネージング ディレクター(現任)		
2010年11月	KLAテンコア コーポレーション(現 KLA コーポ レーション)社外取締役就任(現任)		
2014年10月	インベンセンス インク 社外取締役就任		

## 所有する当社株式数

普通株式 - 株

## 社外取締役候補者とした理由

東氏は、長年の米国投資銀行での勤務経験から、国際的なコーポレートファイナンスに関する豊富な知識と経験を有しております。2003年には東門パートナーズ社を設立し、以来、長年にわたりコーポレートファイナンスとコーポレートガバナンスに関連したビジネスをご自身で経営しております。また、半導体関連の米国上場企業において社外取締役に就任するなど、グローバルな半導体業界の知見も有しております。こうした、コーポレートファイナンス及びコーポレートガバナンスのビジネス経験と半導体業界に関するグローバルな知見は、当社取締役会全体としての機能を向上させるとともに、業務執行全般の適切性確保にも寄与するものと考えております。これらのことから、東氏は社外取締役としての職務を適切に遂行できるものと判断し、社外取締役の候補者といたしました。



# 価値向上プラン(2019年11月6日)

出所： 会社開示資料

## ■ 今回施策の実施計画



事業区分	区分	施策	実施計画
半導体デバイス事業	方向性	国内工場の統廃合、海外工程移管、外注化の促進 最適化目標：固定費10～15%、床面積20～30%の削減	～2022.3
	計画済み	①サンケンロジスティクスの吸収合併、不動産売却 ②大連サンケンの建屋の建て替え拡張 ③サンケンオプトプロダクツのモジュール工場化 ④中国・韓国OSAT拡大	～2020.3 ～2020.9 ～2021.3 ～2022.3
パワーシステム事業	方向性	売却も含めた戦略的オプションの検討と実行を推進	～2021.3
	計画済み	サンケンオプトプロダクツから海外生産拠点・国内外注先への生産移管	～2020.9
LED灯具事業	計画済み	生産は2020年3月末を以って終了 生産・販売・保守サービス業務は外部企業に事業譲渡予定	～2020.3

- 具体的施策内容は、今後「構造改革委員会」で検討し、取締役会で決定次第公表します。

# 弊社のご提案及びサンケンの開示

出所： 会社開示資料

## OASIS



**A** パワーシステム事業からの撤退

2019年11月6日: パワーシステム事業について第三者への売却を含めた戦略的オプションの検討・実行を進めることを発表

**B** 半導体デバイス事業のオペレーションの改善

2019年11月6日: 半導体デバイス事業について、国内工場に関しては、従来から進めてきた不採算製品の撤退、工場の統廃合、海外生産移管、外注化の促進などにより、生産体制の最適化の推進を発表

**C** ガバナンス体制の強化

2019年5月31日: 事業ポートフォリオマネジメントに経験のある独立社外取締役を採用

**D** 業績連動報酬の導入

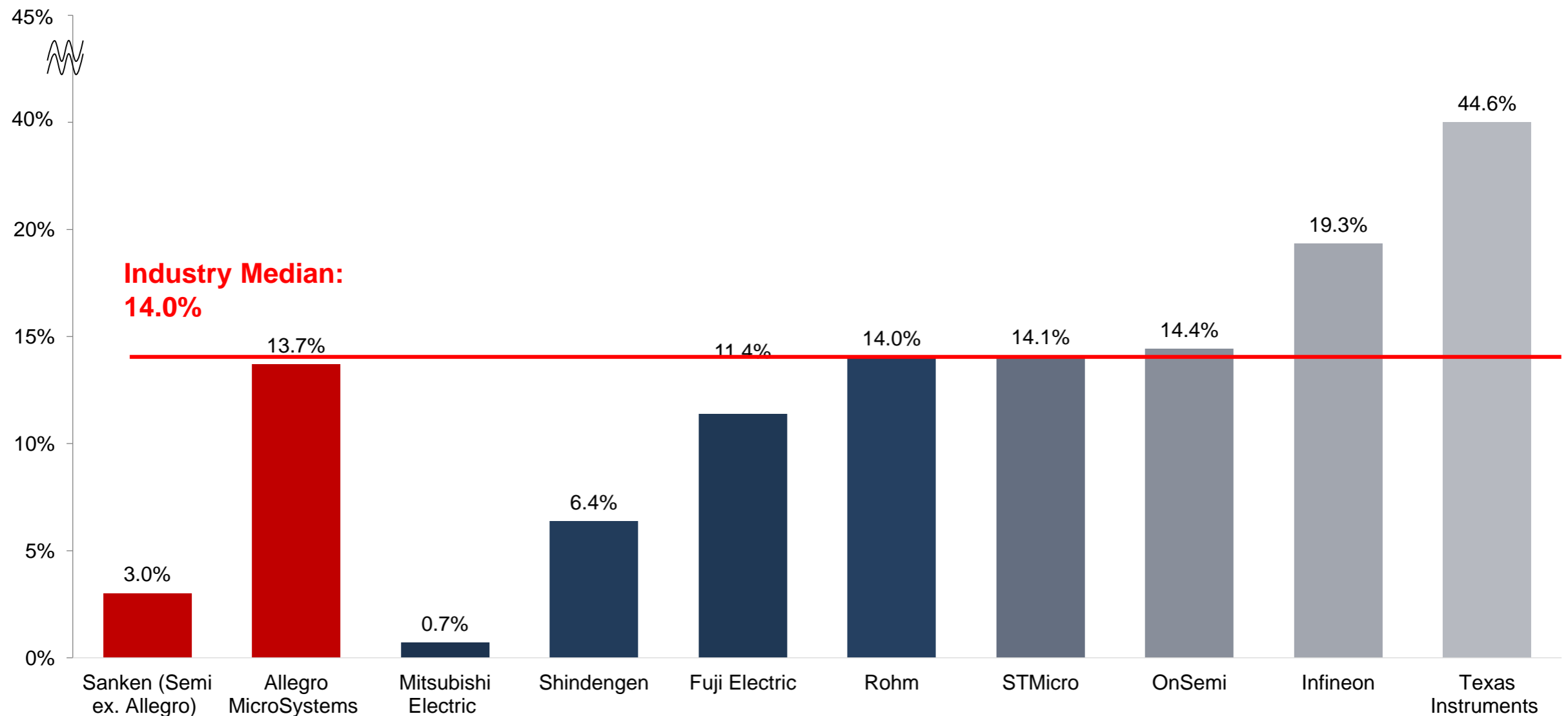
2019年5月8日: 営業利益及びROE等に連動する業績連動報酬を導入

# 5. プラン実行による価値向上

# サンケン(アレグロを除く)は価値向上プラン実行後最低10%の営業利益率を達成できる

出所： 会社開示資料

- 弊社は価値向上プラン実行後、サンケン(アレグロを除く)は最低限10%の営業利益率を達成できるものと思料



# サンケン(アレグロを除く)の価値は価値向上プラン実行後 ¥70bnとなる

出所： 会社開示資料、オアシス予想

売上高

営業利益率

税後

マルチプル

¥67bn × 10% × 69% × 15x

インプライド価値

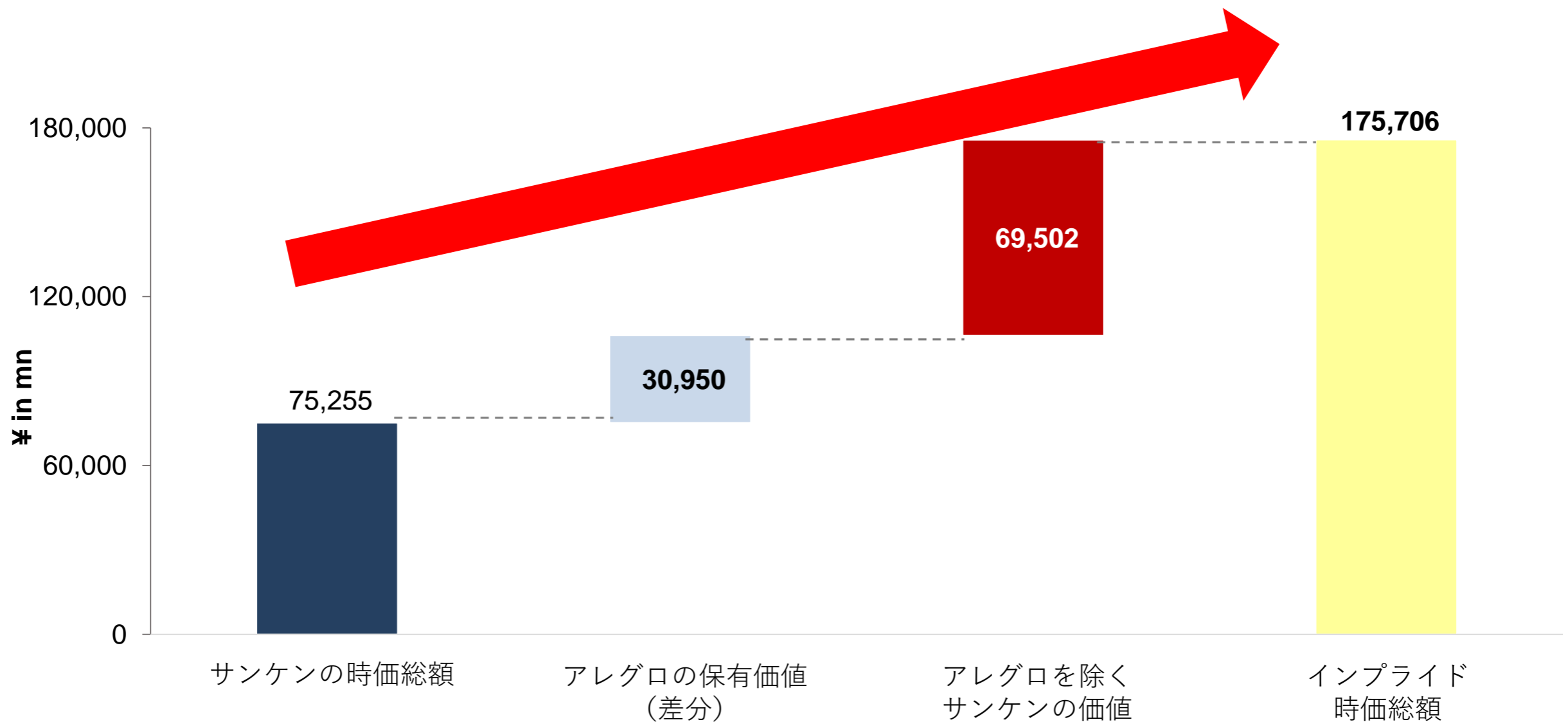
**＝¥70bn**

# プラン実行による価値向上

出所： 会社開示資料、ブルームバーグ、オアシス予想

注： FY19/3実績売上高をアレグロを除く半導体デバイス事業に使用。アレグロを除く半導体デバイス事業の営業利益率を10%と仮定。NOPATを計算するための税率は30.7%。P/Eマルチプル15倍を使用。パワーシステム売却による価値は見込んでいない。

- サンケン(アレグロを除く)の営業利益率が業界の一般的な水準である10%を達成し、パワーシステム事業から撤退すれば、サンケンの価値は**+133%**上昇する



## 6. サンケン取締役会へのメッセージ

## サンケン取締役会へのメッセージ

---

- 発表された価値向上プランは、企業価値を向上させる素晴らしいスタートであり、優れたコーポレートガバナンスが達成できる結果を示している
- プランの実行が最も重要な部分であり、計画を迅速かつ着実に実行していただきたい
- 弊社はプランの実行を注意深くモニターする。サンケンが想定している財務影響を理解するために、プランの詳細の開示を求めたい
- 弊社はサンケンの長期株主として、企業価値をさらに向上させるために引き続きエンゲージメントを継続



OASIS