

企業レポート

東証プライム・機械

2023年2月6日

樺本チエイン（6371）

担当アナリスト

黒田真路

星野英彦 CMA

キャピタルグッツ・リサーチ&アド
バイザリー（CGRA）

木村代表取締役社長兼 COO へのインタビュー

- CGRAは2021年9月1日付で樺本チエイン（以下、同社）にとって初めてのスポンサード・リサーチレポートを発行した。本レポートはフォローアップレポートの位置付けで、前回レポートからの変化点、木村隆利代表取締役社長兼 COO へのインタビュー、中計達成に向けた業績進捗、長期ビジョン 2030 の実現に向けた非財務・実行戦略、モビリティ事業説明会のポイントなどを説明する。木村社長へのインタビューでは、社長就任以降の見てきた課題や企業風土を変える施策、つばきグループの魅力、更には組織再編の可能性などが聞かれ、創業 100 年を超える伝統的な企業における「変革の胎動」を感じることができた。
- 同社業績は、半導体不足による自動車各社の生産停滞影響を受けるモビリティ事業、国内大口案件の減少と米国子会社の低迷が続くマテハン事業に対して、好調な収益環境が継続しているチェーン事業でカバー、23/3 期 3Q 営業利益は前年同期比 6%増の 137 億円（営業利益率 7.5%）を確保、3Q（10~12 月）に関しては、同 12%増の 54 億円（同 8.5%）と Momentum が加速した。24/3 期はグローバル自動車生産の回復に伴い、モビリティ事業が業績をけん引しそうだ。中計に関しては、先行投資負担が少し重いものの、業績けん引役が交代しつつ、比較的順調に進捗していると言えよう。
- 長期ビジョン 2030 の実現に向けては、3 つの社会課題に対して、13 項目の重要課題と KPI を設定、2022 年 1 月には COO を委員長とする「サステナビリティ委員会」を新設、モニタリングと実効性を強化するとともに、ESG 経営の深化に取り組んでいる。同社は、「世界を、未来を、動かせ」をテーマに、イノベーションの創出を通じて、組織変革とチャレンジを推し進める方針である。チェーンと MC 事業ではモノづくり改革とともに横串の組織改革が始まり、マテハン事業では再生医療プロジェクトが本格稼働を始めている。モビリティ事業では既存製品の市場シェア拡大を進めつつ、EV 時代を見据えた長期スタンスでの事業展開が動き始めている。
- 同社 PBR は EV などの各種リスクを織り込み、0.5 倍程度で推移する一方、配当利回りは 4%を超え始めている。23/3 期 3Q は高収益体質を有するチェーン事業が全社セグメント利益の 72%を占める収益頭に転じているが、チェーン事業の価値が同社株価に反映されていない印象である。今後は高収益・高成長の同社チェーン事業における戦略的な情報開示に期待したい。

樺本チエインの連結業績および各種株価データ：億円、円、%

トレーディング・データ		業績推移	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3会予
株価（23年2月3日）	3,030 円	売上高	2,157	2,385	2,264	1,933	2,158	2,450
52週レンジ	2,846~3,415 円	営業利益	206	217	161	88	178	175
時価総額	1,160 億円	経常利益	217	216	166	110	200	190
発行済株式総数	38,281 千株	親会社当期利益	146	137	115	87	145	136
平均売買代金（20日）	1.7 億円	EPS	387.4	364.0	308.7	235.2	392.8	367.3
会社予想PER	8.2 倍	ROE	9.2	8.1	6.7	4.8	7.4	-
PBR（22/3末）	0.54 倍	1株配当金	120.0	120.0	120.0	75.0	120.0	130.0
予想1株配当金	130.0 円	配当性向	31.0	33.0	38.9	31.9	30.5	35.4
予想配当利回り	4.3 %	FCF	102	-78	60	183	119	-
ROIC（22/3）	5.4 %	NetCash	76	-60	-85	68	175	-

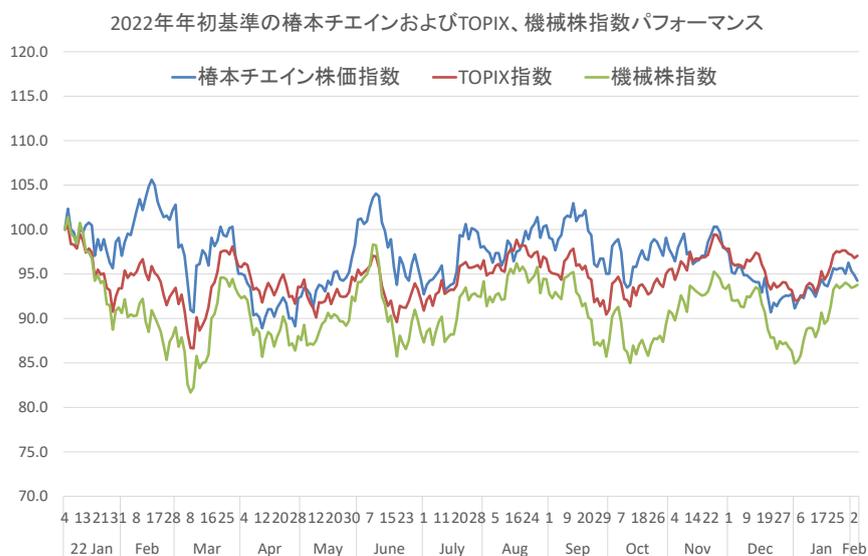
注：18/3~19/3 期 EPS および 1 株配当金は株式併合後ベースへ調整済

本レポートは投資の勧誘・推奨・助言を意図したものでなく、当該企業に関する情報提供を目的として、当社独自の視点から作成されています。また、本レポートに記載されている内容は公表された情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本レポートの著作権は株式会社キャピタルグッツ・リサーチ&アドバイザーに帰属しており、無断転写を禁じます。本レポートの内容は、今後予告なく変更される場合があります。当社及び本レポートは投資家の投資判断に関与することなく、投資に関する決定はご自身の判断で行って頂くようお願い申し上げます。

目 次

- 樫本チェーンにおける3つの注目ポイント：p3～4
- 前回レポートからの変化点：p5
- 木村代表取締役社長兼COOインタビュー：p6～7
- 中期経営計画2025と進捗状況：p8
- 長期ビジョン2030の実現に向けた実行戦略：p9
- チェーン事業の創出価値と業績動向：p10
- MC事業の創出価値と業績動向：p11
- モビリティ事業の創出価値と業績動向および事業説明会：p12～13
- マテハン事業の創出価値と業績動向：p14
- 連結損益計算書と貸借対照表とキャッシュフロー：p15～16

図表1：2022年の同社株価は機械指数を若干アウトパフォーマンス



出所：CGRA 作成

樁本チェーンにおける 3 つの注目ポイント

ポイント①：日系 8 社のグローバル自動車生産台数の回復に期待したい

前回レポート発行後の 2021 年 10 月 29 日、同社は半導体不足による自動車生産台数の減少を主因に、22/3 期業績予想の下方修正（予想営業利益 160 億円→150 億円）を発表した。しかし、実際の営業利益は、チェーン事業の上振れなどを背景に、同社予想の 150 億円を上回り、178 億円で着地した。一方、23/3 期業績予想は、23 年 2 月 3 日付で、売上高が前期比 13% 増の 2,450 億円（期初予想 2,400 億円）へ増額修正されたものの、営業利益は部品不足や意図的な先行投資負担増などから同 1% 減の 175 億円（期初予想 200 億円）へ下方修正された。ただし、図表 2 が示す通り、日系自動車メーカー 8 社のグローバル生産台数は、緩慢ながらも回復基調にある。23/3 下期以降は、自動車生産台数の回復に伴い、同社モビリティ事業が業績のけん引役となり、マクロ経済のセンチメントが弱含む中、相対的に堅調な業績推移が期待されよう。

ただし、リスクとしては、中国を中心とした設備投資需要の減速、自動車ローンの金利上昇を通じた自動車販売の需要鈍化などが懸念される。

ポイント②：長期ビジョンの実現に向けた構造改革へ着手

2021 年 6 月 14 日、同社は「長期ビジョン 2030」および「中計経営計画 2025」を発表した。中期経営計画 2025 は 2030 年度（31/3 期）に売上規模 5,000 億円を目指した長期ビジョンの実現に向けたアクションプランの第 1 ステージとして位置付けられており、①次世代ビジネスの創出、②収益性の強化、③事業基盤の強化、④ESG への取り組み強化、が掲げられている。中計数値目標としては、26/3 期に売上高 3,000～3,200 億円、営業利益率 9～11%（270～352 億円）、ROE 8%以上、を目指す方針である。

このような目標の達成に向けて、「New Tsubaki」への変革が進められている。具体的には、①イノベーションの創出を阻害していた側面がある事業部制による縦割り組織の壁を壊すための横串機能の導入、②イノベーションを起こす技術基盤の強化や変革成長を促す推進体制の強化、③本社部門に専任 5 名を配置した「新事業開発室」を新設、④先端技術者の中途採用を加速させることで、研究開発センターの陣容拡大と研究開発機能への先行投資の実施、などの取り組みが既に実行されている。効果の顕在化には時間を要すると思われるが、今後も継続的な構造改革に期待したい。

ポイント③：株価は各種リスクを過度に織り込んでいる印象

近年の同社 PBR は、ROE および PER の低下を通じて下落、0.5～0.6 倍程度で推移している。強固な財務基盤を有する中での業績悪化が ROE の低下をもたらすと同時に、EV リスクを懸念した同社の継続可能性の低下が PER の下落を招いていると CGRA は考えている。一方、23/3 期 1 株予想配当金は前期比 10 円増の 130 円（コロナショック時を除いて過去 6 年間は実質 120 円の安定配当）が予定されており、配当利回りは 4%を上回り始めている。

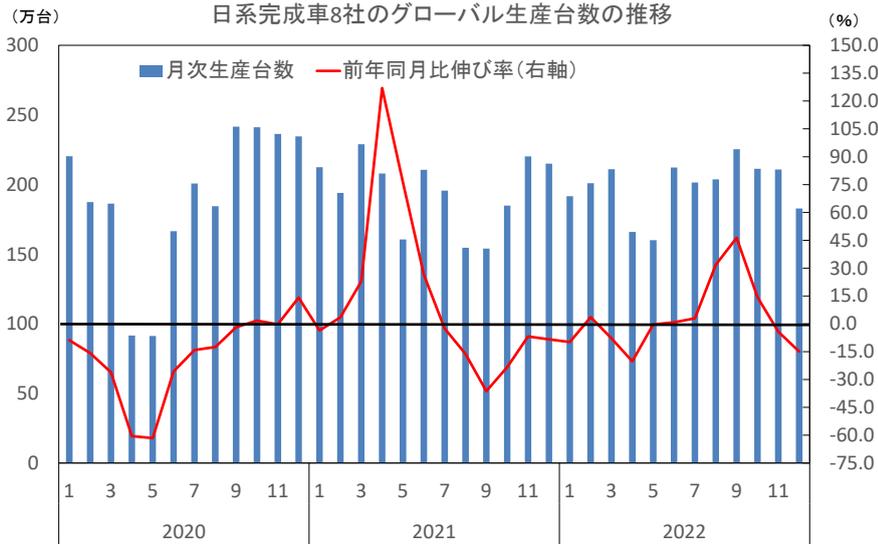
22/3 期は高収益性を有するチェーン事業のセグメント利益構成比が 61%であった。この 61%部分に産業機械 4 社の平均予想 PER 14.4 倍をあてはめ、モビリティ事業の同利益構成比 36%に自動車部品 4 社平均予想 PER 7.8 倍をあてはめ、サムオブザパーツの考え方で理論 PER を試算すると、11.6 倍の妥当値が算出される。PBR=ROE×PER に同社予想 PER 8.2 倍、PBR 0.54 倍を当てはめて試算される理論 ROE は 6.6%であり、上記の妥当 PER 11.6 倍と理論 ROE 6.6%から算出される理論 PBR は 0.76 倍（=株価約 4,300 円）と試算される。つまり、同社株価は各種リスクを過度に織り込む一方、チェーン事業の価値がディスカウントされている印象である。チェーン事業に関する継続的かつ戦略的な情報開示とアピールが求められよう。

23/3 下期以降は自動車生産の回復が期待され、モビリティ事業が業績のけん引役に転じよう

中計および長期ビジョンの達成に向けた構造改革が着実に着手されている印象

チェーン事業の価値が株価に織り込まれていない一方、マテハン事業に対する安心感が欲しい

図表 2 : 2023 年はグローバル自動車生産台数の回復に期待したい



グローバル自動車生産台数は緩慢ながらも回復傾向にあると見る

図表 3 : 構造改革を着実に実行している

① 横串機能の強化	<ul style="list-style-type: none"> 「パワトラ事業統括」を設置 <ul style="list-style-type: none"> ・チェーン事業とMC事業のシナジー創出 ・両事業のマーケティング改革推進 「メンテ改革プロジェクト」を新設 <ul style="list-style-type: none"> ・マテハン事業のメンテナンスビジネス拡大 ・マテハン事業とパワトラ事業のシナジー創出
② 変革成長の推進体制強化	<ul style="list-style-type: none"> ・モビリティ事業部を「タイミングシステム統括(既存事業)」および「eモビリティ統括(新規事業)」に分割 ・「eモビリティ統括」に大規模な人員を投入 ・マテハン事業部内に「再生医療プロジェクト」を新設
③ 新規成長の推進体制強化	<ul style="list-style-type: none"> ・本社部門に「新事業開発室」を新設
④ 研究開発機能の大幅強化	<ul style="list-style-type: none"> ・先端技術者の中途採用を加速 ・研究開発センターの陣容を大幅に増強 ・研究開発効率の向上に向けた取り組みを強化

「New Tsubaki」に向けた構造改革が着実に実行されている

図表 4 : 関連企業のコンセンサス予想バリュエーション (23/3 期予想)

	企業名	PBR =	ROE ×	PER
自動車部品	椿本チエイン	0.54	6.6	8.2
	豊田合成	0.61	6.2	9.8
	愛三工業	0.48	7.9	6.1
	エクセディ	0.34	3.2	10.7
	日本ピストンリング	0.27	5.8	4.7
	4社単純平均	0.43	5.8	7.8
産業機械	安川電機	4.07	15.3	26.7
	THK	0.97	9.7	10.0
	オークマ	0.79	10.0	7.9
	NTN	0.72	5.5	13.1
	4社単純平均	1.64	10.1	14.4

高収益性を有するチェーン事業の価値が株価に織り込まれていない印象である

出所 : CGRA 作成。安川電機は 23/2 期、THK は 22/12 期

前回レポートからの変化点

市場リスクの高まりを背景に株価バリュエーションの低下が見られている

前回 2021 年 9 月 1 日付け発行レポートからの変化点としては、業績面に関しては、22/3 期業績は 2Q 決算発表時（2021 年 10 月 29 日）に予想営業利益が 160 億円から 150 億円へ下方修正されたものの、178 億円で着地した。23/3 期営業利益は、期初時点で前期比 12% 増の 200 億円が予想されていたが、23 年 2 月 3 日付けで同 1% 減の 175 億円へ下方修正された。半導体不足などを背景としたグローバル自動車生産台数の伸び悩みが同社モビリティ事業に悪影響を及ぼす中、世界的な民間設備投資の回復が同社チェーン事業の業績を押し上げてきた。ただし、2022 年 10 月 7 日に安川電機が 23/2 期業績予想を下方修正、10 月 27 日にはファナックも中国需要の減速を主因に 23/3 期業績予想を下方修正するなど設備投資動向に不透明感が台頭し始めている。今後は民間設備投資が踊り場を迎える中、自動車生産の回復に伴う同社モビリティ事業およびマテハン事業の収益改善が業績のポイントになりそうだ。

同社株価は、業績がコロナ前の水準に回帰していないこと、長期的な EV リスク懸念が払しょくされていないこと、財務体質が強固であるがゆえに ROE が低いこと、マテハン事業の低迷長期化などを背景に、PBR の低下が見られてきた。ただし、配当利回りは 4% 強へ上昇、低位な株価バリュエーションと相まって、機械株指数対比で堅調な株価パフォーマンスを見せている。

近年はチェーン事業が同社業績のけん引役に転じている

23/3 期 3Q 業績は、連結売上高が前年同期比 17% 増の 1,828 億円、営業利益は同 6% 増の 137 億円（営業利益率 7.5%）となった。チェーン事業が連結売上高の 36%、モーションコントロール事業が同 9%、モビリティ事業が同 31%、マテハン事業が同 23%、その他事業が同 1% を占めた。営業利益に関しては、チェーン事業が 100 億円（営業利益率 15.0%）、モーションコントロール事業が 13 億円（同 8.1%）、モビリティ事業が 45 億円（同 8.0%）、マテハン事業は 7.4 億円の赤字、その他事業も 3.7 億円の赤字、消去約 10 億円であった。チェーン事業が営業利益の 72%（22/3 期 3Q は 63%、22/3 通期は 61%）を占め、同社業績をけん引している。

今後の業績は自動車生産の回復に伴い、モビリティ事業がけん引役になりそうだ

営業利益率 15% を誇るチェーン事業が同社業績をけん引

図表 5：前回レポート発行時からの変化

		前回 (21年9月1日)	今回 (23年2月3日)
株価: 円		3,340	3,030
1株配当: 円		120 (22/3実)	130 (23/3会予)
配当利回り: %		3.6	4.3 (23/3会予)
PER: 倍		7.8 (22/3実)	8.2 (23/3会予)
PBR: 倍		0.69 (21/3末)	0.54 (22/3期末)
会社予想売上高: 億円		2,250 (22/3予)	2,450 (23/3予)
会社予想営業利益: 億円		160 (22/3予)	175 (23/3予)
自動車生産台数: 万台	CY2022E	8,400	8,100
	CY2023E	-	9,000
工作機械受注高: 億円	CY2022E	16,500	17,596
	CY2023E	-	16,000
米国政策金利: %		0.25	4.75
USドル: 円		110.0	128.6
TOPIX		1,929	1,970

出所：CGRA 作成、工作機械受注は（一社）日本工作機械工業会ベース。自動車生産台数および工作機械受注高の予想は CGRA

木村代表取締役社長兼 COO インタビュー

インタビューを通じて、今後の「変革の胎動」を感じた

2022年12月22日、同社木村社長にインタビューを行ったので、内容を報告したい。

Q:社長兼 COO に就任されて半年が経ちます。見えてきた課題などありますか。

当社の社員がどのような思いで仕事に従事しているか理解したいとの思いで、22年9月のアメリカ、11月末の欧州など、国内外の各拠点を積極的に訪問し、社員1人ひとりと対話しています。当社は世界中に81のグループ会社があり、拠点多すぎる印象を持っています。ガバナンス体制の強化、人財の柔軟性などを考慮すると、グループ会社の再編が必要で、体質の強化と経営のスピードアップを図りたいと思います。詳細は未定ですが、中計最終年度の2025年に向けて実行したいと考えています。

今後は組織の有機的結びつきに加え、経営のスピード向上が期待できそう

Q:新中計が始まって以降、構造改革に着手されています。事業間の横串などの仕組みを導入されていますが、どのような狙いがあるのでしょうか。

当社は3年前に、業務執行と監督の分離を行い、経営陣の意識改革を進めつつ、執行役が事業に集中できる体制作りを進めてきました。更なる進化を遂げるには組織の壁を越えた組織運営、モノづくりの変革が求められます。この実現のためには、組織間の「横のつながり」が重要であり、現在は各工場の無人化、自動化などに向けたモノづくり改革を事業部横断プロジェクトで進めています。事業部制の良い点を生かしつつ、事業部に横串を通し、2025年に向けては、DXやITなども加えて、省人化やカーボンニュートラルなどの共通テーマに「ONE TSUBAKI」で取り組んでいきます。また、当社のチェーン、モーションコントロール、モビリティ事業は部品のサプライヤーですが、マテハン事業は自らビジネスを創出できる唯一の事業です。コロナ禍では、PCR自動検査システムなどの市場創造に動きました。マテハンのシステムには、チェーンやモーションコントロール事業の部品が組み込まれるなどのシナジーが発揮されています。当社は部品から最終製品まで開発、生産、供給できる世界的にユニークな企業です。つばきグループ全体で見て、今後の進むべき方向性を示していきたいと考えています。

共通テーマを掲げた事業部横断のプロジェクトを開始

Q:次に、事業間の横串で成功するには、目指す姿の明確化によって、経営のサステナビリティを高める必要があります。つばきグループの企業理念を踏まえた魅力を説明いただけますか。

創業100周年を迎えた2017年に企業理念「TSUBAKI SPIRIT」、2021年には中期経営計画を策定し、今後の進むべき道筋を示しています。そして、当社は長期ビジョンの「ありたい姿」として、社会課題の解決に貢献する企業を掲げています。利益創出も大切ですが、お客様、社会、社員など、世の中のすべての人のために事業を行うことが会社の根幹です。当社には目先の儲けだけでいいとの考えは全くありません。これが当社グループの魅力であり、100年以上事業が継続できている証左だと思います。

社会課題の解決の貢献する経営姿勢が同社のサステナビリティを高めている

Q:御社は伝統的に真面目なイメージがあります。最近始められた「T-Startup」は、とても新しいプロジェクトですが、進捗を話していただけますか。

新規事業の創出を目指した社内ベンチャー制度「T-Startup」を始めました。当社には優秀だが、どちらかというと真面目でおとなしい人材が多いため、最初はどうかと思っていましたが、国内外から計100件の提案ができました。社長と社員との座談会では、様々なアイデアを持ちながら、これまでチャンスがなかったものの、社内でやらせてもらえるならば一生懸命取り組みたいとの意見が聞かれました。一次審査では、8チームを選び、2023年2月末に世界中の拠点に中継しながら、二次審査を行う予定です。当社の魅力にプラスの効果が見られれば良いと思いますし、リスクを恐れず、誰もが新しいモノにチャレンジしていける風土づくりを進めたいと思います。

Q:事業別の状況説明をお願いします。まず、マテハン事業は業績不振が続いていますが、再生医療分野への参入など、変化の動きが見られます。具体的施策を説明していただけませんか。

かつてのマテハン事業は、例えば物流センターでは、自動仕分け機を含めたシステム全体に対応していましたが、組織再編に伴い、対象領域を集約しました。自動仕分け機は国内シェア 7 割強を誇りますが、対象領域を絞り込みすぎたと見えています。現状からの打開と中計数値目標の達成に向けた施策の 1 つとして、例えば KDDI との業務提携があげられます。当社の持つ自動化機器、世界中から調達する立体倉庫や様々な AGV と KDDI の持つ高速大容量通信技術を掛け合わせることで、新しい物流のあり方を提案したいと考えています。

再生医療分野においては、従来はラボストックの装置販売にとどまっていたが、業界に精通した優秀な人材の採用を進めており、ベンチャー企業とのタイアップや資本参加などを通じて、再生医療で使用する細胞そのものを作る市場への参入を検討しています。今後は大学や研究機関との共同研究を促進し、他社と差別化できる成長市場に挑戦したいと考えています。

Q:最後に各事業に関して、コメントをいただけないでしょうか。

チェーン事業に関しては、市場シェアの上昇を伴う高収益体質の構築に成功し、グループ全体の営業利益構成比では 7 割近くを占めています。モビリティ事業は、EV 化が着実に進んできており、この大きな流れは変えられないと思います。かつてはモビリティ事業の利益構成比が 8 割近い時期もありましたが、最近では 3 割程度に低下しています。しかしながら、低騒音や軽量・小型化、省エネニーズは継続して存在します。事業名をモビリティ事業へ変更しましたが、自動車だけでなく、すべての乗り物ターゲット領域を広げつつ、新しいビジネスの創出を目指しています。

当社は創業以来、「よいものを作る」を信条とし、形が見える「モノづくり」にこだわってきました。しかし、今後は、モーションコントロール事業であれば、その名前の通り、コントロール（制御）や情報などの目に見えない部分がより大切になってくると思います。単品売りではなく、モジュール化、システム化、IoT 対応など新たな付加価値を提案することで、社会課題の解決に最適な製品供給を行うと同時に、事業部のあり方も変えていきたいと考えています。次世代ビジネスとしてスタートしたアグリビジネスや eLINK（V2X 対応充放電装置）を扱う PCS ビジネスも、そろそろ独り立ちをさせなければならぬと考えています。

マテハン事業は他社との差別化戦略で成長市場を攻略する方針

事業領域の拡大を図ると同時に、新たな付加価値の提供を強化する考え



Takatoshi Kimura
木村 隆利
代表取締役社長 兼 COO

略歴

1983年 4月	当社入社
2006年10月	チェーン事業部営業統括海外部長
2012年 1月	橋本礎泰貿易(上海)有限公司董事長
2015年 6月	執行役員 橋本礎泰(上海)有限公司董事長
2016年 6月	執行役員 経営企画センター長
2018年 4月	執行役員 マテハン事業統括マテハン事業部長
2018年 6月	上席執行役員 マテハン事業統括マテハン事業部長
2020年 4月	常務執行役員 マテハン事業統括
2021年 6月	取締役
2022年 6月	代表取締役社長 兼 COO

中期経営計画 2025 と進捗状況

「中期経営計画 2025」の概要

22/3 期から始まった「中期経営計画 2025」は、最終年度の 26/3 期に売上高 3,000～3,200 億円、営業利益率 9～11%（営業利益 270～352 億円）、ROE 8%以上を目指している。5 年間の累計フリーキャッシュフローは 500～600 億円と試算、うち 300～360 億円を先行投資・出資などとし、200～240 億円を配当金に充てる計画である。株主還元としては、配当性向 30%を基準に、ROE の改善に向けて機動的な自社株取得も検討している。

なお、ESG 関連の KPI としては、国内グループ会社の CO₂ 排出量を 14/3 期対比で 30%削減、海外グループ会社は 19/3 期対比で 20%以上削減する計画である。

中期経営計画は比較的順調な進捗を見せている印象

中計 1 年目の 22/3 期業績は、売上高が前期比 11%増の 2,158 億円、営業利益は同 100%増の 178 億円（営業利益率 8.3%）、ROE は 7.4%を確保、2Q 決算発表時に下方修正された予想営業利益 150 億円に対して 18%上振れて着地した。セグメント別に見ると、下方修正の主因であったモビリティ事業をはじめ、4 セグメントともに予想営業利益を上回った。

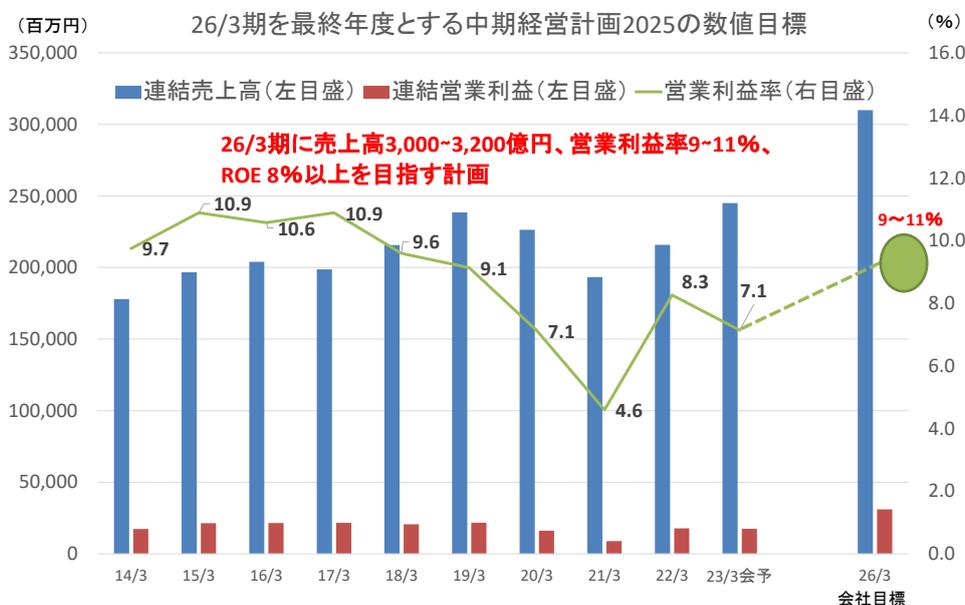
中計 2 年目となる 23/3 期業績は、予想売上高が前期比 13%増の 2,450 億円、予想営業利益は同 1%減の 175 億円（営業利益率 7.1%）が提示されている。

図表 6 を見る限り、売上高に関しては、26/3 期における中計目標値に対して、概ね想定線で推移している印象である。セグメント別では、チェーン事業は 3 年前倒しで中計数値をクリアしている一方、モビリティ事業は、同社の市場シェア獲得や生産改善活動などは計画線で推移しており、顧客である完成車メーカーにおける半導体不足の早期解消が待たれる。モーションコントロール事業は、新製品開発や海外市場での拡販策の遅れなどは否めないが、部品調達難が続いており、意図的に受注を抑制している面もある。25/3 期以降に収益貢献が期待できそうだ。最大の課題はマテハン事業であるが、既存事業の早期黒字化と先行投資案件の早期収益化に期待したい。現時点の同社業績は、中計数値目標の達成に向けて、概ねインラインで推移していると CGRA は考える。

26/3 期を最終年度とする「中期経営計画 2025」が進行中

主力事業であるモビリティ事業の業績回復が遅れる中、比較的順調な進捗を見せる

図表 6：中期経営計画 2025 は想定線での進捗を見せている



出所：会社資料などから CGRA 作成

長期ビジョン 2030 の実現に向けた実行戦略

2022 年 1 月にサステナビリティ委員会を新設

前代表取締役会長兼 CEO の大原靖氏の逝去に伴い、2022 年 6 月に代表取締役社長兼 COO の古世憲二氏が代表取締役会長兼 CEO へ、取締役であった木村隆利氏が代表取締役社長兼 COO に就任した。取締役の鈴木恭氏が退任するとともに、モビリティ事業の上席執行役員であった宮地正樹氏が取締役に就任することで、取締役 6 名（昨年は 7 名）に対して、社外取締役 3 名（同比率 50%）となった。長期ビジョン 2030 および中計達成に向けた実効性強化と経営スピードの向上に期待したい。社外取締役 3 名に関しては、現ヤンマーアグリ株式会社の代表取締役社長などを歴任された阿部修司氏、株式会社三井住友銀行代表取締役兼副頭取執行役員などを歴任された安藤圭一氏、公認会計士であり、有限責任あずさ監査法人専務役員などを歴任された北山久恵氏の 3 名から変更はない。

同社は 2019 年度に取締役（戦略策定・監督）と執行役員（業務執行）の役割を明確に分離するとともに、任意の指名・報酬委員会を設置した。2020 年度には取締役の実効性、株主目線での経営推進を目指し、当期利益および ROE、時価総額の対前年増減を尺度とした業績連動報酬（譲渡制限付株式報酬制度）を導入している。2022 年 1 月には COO を委員長とする「サステナビリティ委員会」を新設、ESG 経営の深化に取り組んでいる。また、2022 年 3 月には TCFD への賛同を表明、「国連グローバル・コンパクト（UNGC）」にも署名を行っている。

重要課題の解決を通じた社会および経済価値の向上を実現するための体制作りが進んでいる

ESG 経営の実効性強化と同時に、次世代ビジネスの創出に注力

同社は 2030 年度に向けた「ありたい姿」として、「人にやさしい社会の実現」、「安全・安心な生活基盤の構築」、「地球にやさしい社会の創造」の 3 課題の解決に貢献する企業グループを目指している。加えて、それぞれの ESG 項目に紐づいた 13 項目のマテリアリティ（重要課題）の特定と KPI を設定、モニタリングと対策を強化することで、実現性を高める考えである。

課題解決を目指した次世代ビジネスの創出に注目したい

22/3 期におけるエコ商品（SDGs 配慮商品）の対売上高比率は 35%に上昇（18/3 期 30%）したうえ、3 つの社会課題の解決に向けた次世代ビジネスの創出に注力している（図 7）。具体的には、2021 年 11 月に最新鋭の完全閉鎖型植物工場に同社マテハンシステム「オートランバンガード Mark II」が採用されたうえ、12 月には再生医療・細胞治療分野への事業拡大を目指し、神戸医療産業都市に開発拠点を新設した。2022 年 3 月には株式会社人機一体による「先端ロボット工学技術の社会実装」に参画、9 月 15 日にはロボティクスの活用による医療・介護・農林業市場などへの事業拡大を目指し、株式会社 SHIN-JIGEN との新事業開発「ヒューマンアシスト事業」がスタートしている。社内公募のアイデアを事業化する新事業提案チャレンジ「T-Startup」では、計 100 件の案件が集まり、最終的には 1-2 件を事業化する計画である。

図表 7：3 つの社会課題に対応した次世代ビジネスの創出事例

人にやさしい社会の実現	安心・安全な生活基盤の構築	地球にやさしい社会の創造
ヒューマンアシスト 一般消費者向け自動化、サポート機器 ビジネスへの参入	アグリ “Linked Automation”テクノロジーによる 農業分野でのビジネス拡大	エネルギーインフラ カーボンニュートラル関連市場 への進出
メンテナンス システム(動くもの)へのメンテナンス サービス体制を強化し、 顧客設備の安定稼働に貢献	ライフサイエンス 再生医療分野への参入	モビリティ 内燃機関部品からモビリティ パーツへの転換

出所：つばきグループ統合報告書 2022

チェーン事業の創出価値と業績動向

チェーン事業が創出する社会価値と事業戦略

同社の祖業であるチェーンは、他の追随を許さない耐摩耗性能（摩擦寿命）や世界最高水準の伝動能力、豊富な製品ラインアップなどを背景として高い信頼性を築き、産業用スチールチェーン市場で世界シェア 16%（1 位）の座を確保している。

世界最小ピッチの動力伝動用チェーンを開発するなど、更なるブランド力の強化を図る

創出する社会価値は、各種生産設備において必要不可欠な動力伝達部品として、世界最高水準の伝動性能によるエネルギーロスの最小化、小型化による省スペース化、自動化・省力化に貢献している。事業戦略としては、モノづくり改革を進めつつ、次世代新商品の開発を強化すると同時に、MC 事業とのシナジー効果の最大化、更にはアフターサービス事業の拡大を進める方針である。

23/3 期業績見通し：上振れのポテンシャル含み

23/3 期 3Q 業績は、各地域ともに好調な需要環境が継続、売上高は同 22%増の 668 億円となった。営業利益は、増収効果や製品値上げ、円安効果などで、材料価格や人件費の上昇影響を吸収、同 22%増の 100 億円、営業利益率は 15.0%を確保した。

23/3 期売上高は、前期に引き続き過去最高となる前期比 18%増の 875 億円、営業利益は同 18%増の 130 億円、営業利益率も 14.9%が見込まれ、ともに過去最高を更新する見通し。日本および米州を中心に旺盛な需要環境が続いており、特に北米市場では市場シェア上昇が見られている模様である。

安川電機の受注高が先行指標

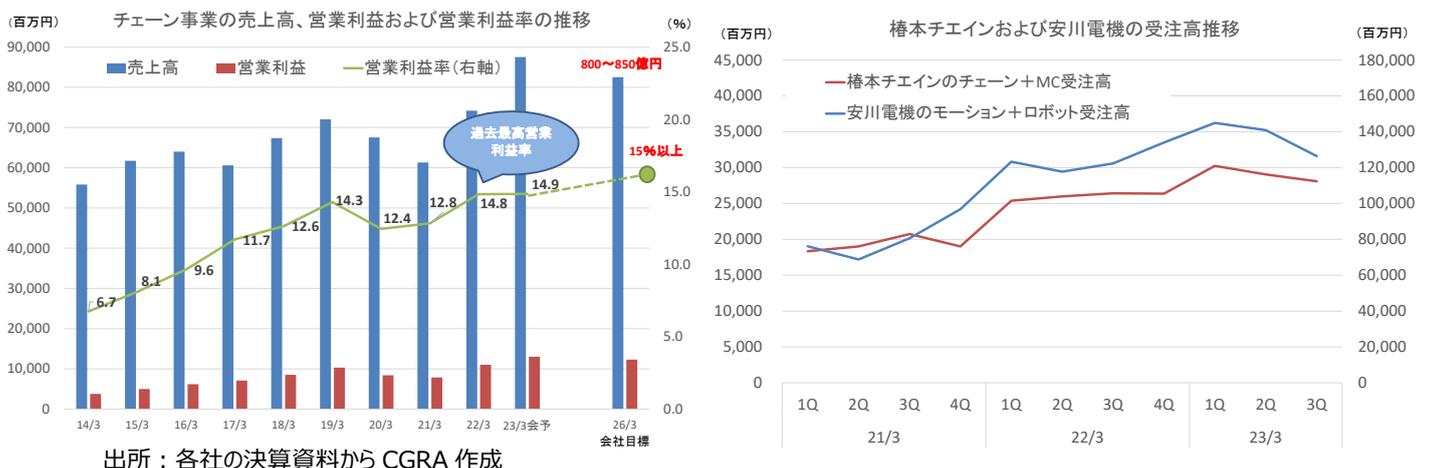
下の右グラフは同社チェーンおよび MC 事業の受注高を合算したパワートラ事業の受注高と安川電機の受注高（サーボモータとインバータおよびロボットの受注合計）を比較したものである。安川電機は同社よりも 1 ヶ月程度、決算発表が早く、CGRA では受注の先行指標として注目している。チェーン事業は 2 年成長し、1-2 年調整するシクリカルな動きを見せる傾向にある。足元も好調な需要環境が継続しているものの、株式市場では設備投資需要の減速を懸念する意見が増えている。

チェーンはシクリカルな市場であり、年率 5%程度の成長が期待可能

中期経営計画と進捗状況

中計最終年度の 26/3 期に売上高 800~850 億円、営業利益率 15%以上を目指している。23/3 期業績は中計数値目標を 3 年前倒しでクリアする見通しであり、今後は収益安定性の向上と利益率の更なる改善を目指した施策が求められよう。

図表 8：チェーン事業の業績推移と先行指標



MC 事業の創出価値と業績動向

MC（モーションコントロール）事業が創出する社会価値と事業戦略

MC 事業は、減速機や電動シリンダ、クラッチ、軸継手、締結具など、各種機械の可動・駆動部に組み込まれる、あるいは産業用ロボットや各種製造機械に搭載されるサーボモータに付随して使用される商品を扱っている。特に、パワーシリンダ（電動シリンダ）は国内シェア 76%を誇っている。

MC 事業製品はサーボモータを中心に産業用モータに付随して使用されるケースが多い

近年、油圧・空圧シリンダを省エネ貢献が期待される電動シリンダに置き換える動きが活発化しており、同社製ボールネジや ZIP チェーンを使用した MC 事業商品が注目されている。事業戦略としては、あらゆる自動化に向けた制御系モータ商品や独自の制御技術により、予知保全などによるモノづくりのスマート化に貢献する新商品開発を進めている。同社製造現場においても同様の技術を活用した自動化による生産改革やチェーン事業部との横串効果で、収益性の改善を目指す方針である。

23/3 期業績見通し：通期予想営業利益は下方修正された

23/3 期 3Q 業績は、各地域ともに好調を維持、懸念された中国市場も回復傾向が見られ、売上高は前年同期比 16%増の 171 億円となった。営業利益は、材料価格や人件費の上昇が見られたものの、増収効果や在庫増に伴う未実現利益の計上などを背景に、同 67%増の 13 億円、営業利益率は 8.1%を確保したうえ、3Q（10～12 月）営業利益率は 10.4%へ改善が進んだ。

日本国内向け売上比率が約 74%と高く、業績回復が遅れている

23/3 期売上高は、前期比 13%増の 225 億円（前回予想 210 億円）、営業利益は同 32%増の 15 億円（同 17 億円）、営業利益率は 6.7%の見通しである。材料価格の上昇や先行投資負担増に加え、当面は仕入部品の調達問題が続く想定である。

工作機械受注のピークアウトが懸念材料

下の右グラフは同社 MC 事業の売上高と日本工作機械工業会発表の年度ベースの工作機械受注高を見たものである。同社 MC 事業売上高は、工作機械受注に若干遅行する傾向にある。ただし、工作機械の月次受注高は、22 年 10 月に前年同月比 5.4%減の 1,411 億円と、2 年ぶりにマイナスに転じており、2023 年は調整局面を迎えそうだ。

中期経営計画と進捗状況

中計最終年度である 26/3 期において売上高 320～350 億円、営業利益率 12%以上を目指す計画である。19/3 期以前は 10%台の営業利益率を安定的に計上していた事業であり、部品不足の早期解消と複合型新製品の投入などの事業戦略の実効性に期待したい。

図表 9：MC 事業の業績推移と先行指標



出所：各種資料、（一社）日本工作機械工業会の受注高などから CGRA 作成。

モビリティ事業の創出価値と業績動向

モビリティ事業が創出する社会価値と事業戦略

モビリティ事業は、自動車の低燃費を狙ったエンジンのダウンサイジング化を背景に急成長、ゴム製タイミングベルトからスチール製タイミングチェーンへのシフト、市場シェアの獲得などもあり、グローバル自動車生産台数を大きく上回る成長を見せてきた。現在の世界シェアは No.1 の 38%を誇っている。

少なくとも 2025 年辺りまで順調な業績推移が見込めそう

創出する社会価値は、自動車エンジンの小型・軽量、高性能化に伴う低燃費化と長寿命化が挙げられる。BEV ではエンジンが不要となるため、チェーン自体も使用されないものの、HV 用エンジンや水素エンジンでは小型化対応のためにも必要な部品である。一方、長年培ってきた動力伝動技術を生かし、BEV 向け EnedriveChain や車載用および e-Bike 用クラッチなどの新たな用途開発が進められている。

23/3 期業績見通し：収益性が改善傾向を示し始めている

23/3 期 3Q 業績は、日本を中心とした自動車各社の減産、中国上海のロックダウンなどが響いたが、円安効果 62 億円などが寄与、売上高は同 18%増の 568 億円となった。一方、営業利益は、材料価格の上昇や前期に在庫を積み増した反動に伴う減益影響などが響き、同 10%減の 45 億円、営業利益率は 8.0%となった。

23/3 期売上高は、前期比 15%増の 760 億円、営業利益は同 4%減の 63 億円、営業利益率は 8.3%の見通しである。ここにきて日本市場も回復傾向を示し始めているうえ、生産改善や値上げ効果も収益性の改善に寄与し始めている。今後は自動車生産の回復に期待したい。

自動車生産の改善が同社業績をけん引しそう

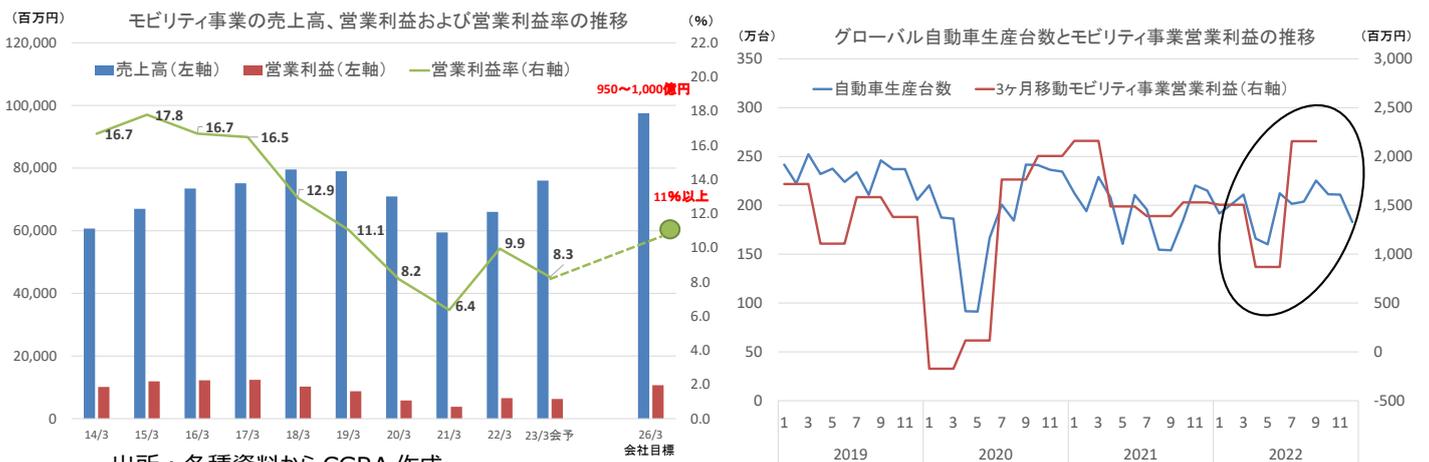
下の右グラフは日系自動車メーカー 8 社のグローバル生産台数とモビリティ事業営業利益（決算期のずれを考慮して 3ヶ月遅行）の推移を見たものである。自動車生産台数は緩やかながらも回復傾向にあり、24/3 期に向けてはモビリティ事業が同社業績のけん引役に転じそうだ。

当面は同事業の業績先行指標であるグローバル自動車生産台数に注目したい

中期経営計画と進捗状況

中計最終年度の 26/3 期に売上高 950~1,000 億円、営業利益率 11%以上を目指している。市場シェアの上昇と生産改革などによる収益性向上に加え、BEV 向け新規案件の獲得などに期待したい。自動車メーカーの生産抑制などを加味すると、順調に進捗していると CGRA は見ている。

図表 10：モビリティ事業の業績推移と先行指標



モビリティ事業説明会のポイント

グローバルマーケットシェアを 2025 年に 42%へ引き上げる戦略

2022 年 9 月 2 日にモビリティ事業説明会が開催されたのでポイントを報告したい。同社モビリティ事業の手掛けるタイミングチェーン（ICE：Internal Combustion Engine およびハイブリッドエンジン向け）の 22/3 期における世界シェアは 38%であったが、23/3 期は北米および欧州市場向け案件の納入が拡大することで、39%に上昇する見通しである。

中長期的には、欧州 EURO7 や騒音規制などの環境規制対応商品の開発や環境対応車であるハイブリッド車（HV・HEV、PHEV 含む）向けへの納入拡大、更にはアジア市場を狙った低コスト商品の市場投入などによる拡販活動を実施することで、2025 年の世界シェアを業界ダントツの 42%へ引き上げる計画である。

2021 年（22/3 期）における同社タイミングチェーンの納入実績は、約 2,030 万台（ICE 向けが約 80%、ハイブリッド車向けが約 20%）であったが、2025 年には 2,400 万台（ICE 向けが 56%へ減少する一方、ハイブリッド車向けが 44%へ拡大）となり、納入台数、マーケットシェアともに伸長する見通しである。

同社製品の優位性である低燃費・軽量化・低騒音・最適設計などを活かし、環境車であるハイブリッド車向けへの納入拡大を目指す。生産能力に関しては、新たな設備投資は行わず、既存設備の効率向上などで対応する方針である。

中期経営計画は比較的順調な進捗を見せている印象

タイミングチェーンの市場である ICE とハイブリッド車を合わせた自動車生産台数は、2024 年辺りに約 7,700 万台（構成比 85%）でピークアウトし、その後は緩やかな減少局面を迎え、2029 年には約 6,400 万台（構成比 65%）程度へ縮小すると同社は想定している。

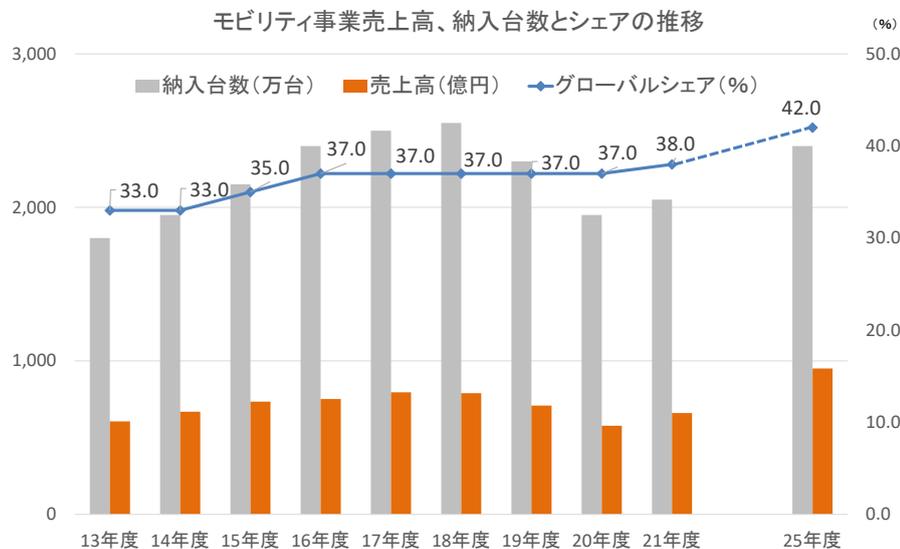
今後は市場シェアの向上で安定成長を目指すと同時に、内燃機関係部品のみならず、自動車以外の人と地球に優しい e-Bike などの Personal Mobility をはじめ、あらゆるモビリティ市場の開拓と環境性能を向上させる新商品の創出、電動車（BEV）向け商品の強化・開発を進める計画である。

市場シェアの拡大を背景に 2025 年辺りまで安定成長が見込まれそう

ハイブリッド車向け新規案件が業績を牽引へ

あらゆるモビリティ市場を開拓、社会と地球に貢献できる企業を目指す

図表 11：タイミングチェーンの売上高および納入台数の見通し



出所：会社資料。シェアはチェーン駆動エンジン搭載車におけるタイミングチェーンのグローバルシェア。

マテハン事業の創出価値と業績動向

マテハン事業が創出する社会価値と事業戦略

マテハン事業は、同社が得意とする自動仕分け機や超低温保管が可能なライフサイエンス分野向け自動保管庫（国内トップの実績）をはじめ、自動車や食品向け製造システム、バイオマス発電や工作機械向けコンベヤなどを手掛けている。チルトレイ式ソータは国内シェア 7 割強を誇る。

創出する社会価値は、正確かつ高速な仕分け作業による高効率な物流や低-高分子医薬品の研究開発や DNA などの生体試料分野の発展に加え、今後は次世代医療として世界的に注目される再生医療分野への貢献が期待される。既に専門の人材を多数採用するとともに、2022 年 12 月には埼玉工場クリーンルーム内にラボを設置、装置システムのバイオ評価が可能な体制を構築している。

世界初の 3 次元走行台車による自動ピッキングシステムを開発、複数の問い合わせが来ている模様

23/3 期業績見通し：通期予想は下方修正された

23/3 期 3Q 業績は、国内物流業界および米国自動車業界向けシステムが減少したが、為替の円安影響 28 億円に加え、好調な工作機械関連向けに日本、米州、欧州において金属切り屑搬送・クーラント処理装置が伸長、売上高は同 9% 増の 420 億円となった。一方、営業利益は、前 3Q の 2 億円の黒字から 7 億円の営業赤字に転じた。米国における大型不採算案件が終了したものの、国内の物流向け大口案件が減収となったうえ、材料価格の上昇、先行費用増などが響いた。

早期の黒字化と収益体質の安定化に期待したい

23/3 期売上高は、前期比 5% 増の 590 億円（前回予想 578 億円）、営業損益は 10 億円の営業赤字（同 5 億円の黒字）の見通しである。10~12 月期の受注高は同 10% 増の 162 億円（BB レシオ 1.2 倍）と堅調だが、米子会社の収益低迷や先行投資負担増が響く。

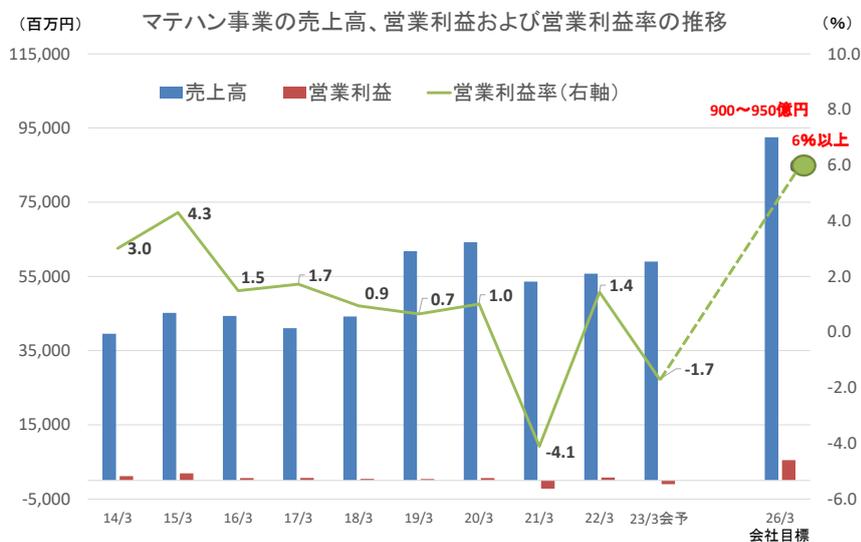
懸念された米 CCC 社の不採算案件は完工へ

米子会社が抱えていた大型不採算案件が完工した模様である。新規案件の引き合いも増加傾向にあり、日本からのサポートを強化することで、今後の早期業績回復に期待したい。

中期経営計画と進捗状況

中計最終年度の 26/3 期において売上高 900~950 億円、営業利益率 6% 以上を目指す計画である。既存コア技術の進化、エンジニアリング力の強化などによる収益性向上に期待したい。ただし、再生医療分野などへの先行投資次第では、達成の確度が低下しそうだ。

図表 12：マテハン事業の業績推移



出所：各種資料から CGRA 作成



連結損益計算書と貸借対照表および CF

図表 13：連結損益計算書とセグメント業績

(百万円、%)	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3会予
売上高	178,022	196,738	203,976	198,762	215,716	238,515	226,423	193,399	215,879	245,000
増収率	18.7	10.5	3.7	-2.6	8.5	10.6	-5.1	-14.6	11.6	13.5
売上原価	126,130	137,014	142,241	138,191	152,629	171,959	166,158	145,764	153,134	-
原価率	70.9	69.6	69.7	69.5	70.8	72.1	73.4	75.4	70.9	-
販売管理費	34,536	38,296	40,164	38,924	42,392	44,767	44,118	38,737	44,902	-
販管费率	19.4	19.5	19.7	19.6	19.7	18.8	19.5	20.0	20.8	-
営業利益	17,354	21,427	21,570	21,647	20,694	21,789	16,146	8,896	17,842	17,500
増益率	38.0	23.5	0.7	0.4	-4.4	5.3	-25.9	-44.9	100.6	-1.9
営業利益率	9.7	10.9	10.6	10.9	9.6	9.1	7.1	4.6	8.3	7.1
営業外収支	639	836	539	357	1,049	-167	552	2,129	2,204	1,500
営業外収益	1,529	1,516	1,505	1,505	1,784	1,809	1,918	3,265	3,230	-
持分法投資利益	34	33	49	17	5	27	44	47	81	-
営業外費用	890	680	966	1,148	735	1,976	1,366	1,136	1,026	-
持分法投資損失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
金融収支	90	259	470	485	632	637	781	584	802	-
受取利息	67	136	134	99	119	150	152	129	154	-
受取配当金	484	488	661	670	780	851	1,010	775	944	-
支払利息	461	365	325	284	267	364	381	320	296	-
経常利益	17,993	22,263	22,109	22,004	21,743	21,621	16,698	11,026	20,045	19,000
増益率	40.4	23.7	-0.7	-0.5	-1.2	-0.6	-22.8	-34.0	81.8	-5.2
経常利益率	10.1	11.3	10.8	11.1	10.1	9.1	7.4	5.7	9.3	7.8
特別損益	-421	321	-1,665	-429	-579	-2,189	111	1,133	35	-
特別利益	6	365	75	10	0	4	533	1,190	130	-
特別損失	427	44	1,740	439	579	2,193	422	57	95	-
税前利益	17,572	22,583	20,444	21,575	21,164	19,432	16,809	12,159	20,081	-
法人税住民税+調整額	6,855	8,163	7,643	6,721	6,422	5,577	5,123	3,377	5,418	-
税率	39.0	36.1	37.4	31.2	30.3	28.7	30.5	27.8	27.0	-
少数株主利益	503	267	33	257	75	75	109	75	119	-
親会社株主に帰属する当期利益	10,214	14,153	12,766	14,596	14,666	13,779	11,576	8,706	14,543	13,600
増益率	37.5	38.6	-9.8	14.3	0.5	-6.0	-16.0	-24.8	67.0	-6.5
当期利益率	5.7	7.2	6.3	7.3	6.8	5.8	5.1	4.5	6.7	5.6
連結EPS	54.58	75.65	68.24	390.15	387.44	364.03	308.71	235.23	392.88	367.29
セグメント売上高										
チェーン	55,828	61,721	63,998	60,600	67,338	72,023	67,526	61,312	74,174	87,500
モーションコントロール	21,612	22,557	21,975	21,563	24,156	25,591	23,813	18,024	19,906	22,500
モビリティ	60,674	66,978	73,473	75,147	79,545	78,992	70,949	59,450	66,027	76,000
マテハン	39,565	45,169	44,354	41,043	44,187	61,827	64,212	53,618	55,728	59,000
その他	2,719	2,968	3,186	3,001	3,331	3,548	3,542	3,941	3,074	3,000
消去	-2,378	-2,658	-3,011	-2,594	-2,843	-3,469	-3,622	-2,948	-3,031	-3,000
連結売上高	178,022	196,738	203,976	198,762	215,716	238,515	226,423	193,399	215,879	245,000
セグメント利益										
チェーン	3,763	5,002	6,172	7,102	8,502	10,292	8,406	7,862	11,005	13,000
モーションコントロール	2,273	2,400	2,428	2,218	3,060	3,340	2,189	747	1,129	1,500
モビリティ	10,119	11,916	12,258	12,385	10,258	8,734	5,791	3,782	6,568	6,300
マテハン	1,192	1,940	659	706	416	402	647	-2,202	799	-1,000
その他	63	123	84	-1	-41	-43	20	-330	-442	-700
消去	-56	44	-30	-765	-1,502	-936	-909	-963	-1,217	-1,600
連結営業利益	17,354	21,427	21,570	21,647	20,694	21,789	16,146	8,896	17,842	17,500
セグメント利益率										
チェーン	6.7	8.1	9.6	11.7	12.6	14.3	12.4	12.8	14.8	14.9
モーションコントロール	10.5	10.6	11.0	10.3	12.7	13.1	9.2	4.1	5.7	6.7
モビリティ	16.7	17.8	16.7	16.5	12.9	11.1	8.2	6.4	9.9	8.3
マテハン	3.0	4.3	1.5	1.7	0.9	0.7	1.0	-4.1	1.4	-1.7
その他	2.3	4.2	2.6	0.0	-1.2	-1.2	0.6	-8.4	-14.4	-23.3
消去	2.4	-1.7	1.0	29.5	52.8	27.0	25.1	32.7	40.2	53.3
連結営業利益率	9.7	10.9	10.6	10.9	9.6	9.1	7.1	4.6	8.3	7.1

注：17/3~19/3 期連結 EPS は株式併合後の数値に修正済み

出所：会社資料より CGRA 作成



図表 14：連結貸借対照表とキャッシュフロー

(百万円、%)	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3
流動資産	96,782	100,626	116,619	116,536	125,400	132,144	143,949	134,083	145,185	166,512
現金・預金	19,678	13,518	17,504	20,195	26,332	29,590	33,647	29,019	41,869	49,104
受取手形・売掛金	41,844	44,337	47,338	48,726	50,760	55,612	59,807	57,046	55,377	59,131
有価証券	560	7,877	12,020	7,533	7,965	4,646	4,114	3,965	6,189	6,339
棚卸資産	29,298	29,625	33,574	33,153	33,875	37,676	41,884	40,278	38,389	49,008
その他流動資産	5,402	5,269	6,183	6,929	6,468	4,618	4,495	3,773	3,360	2,930
固定資産	119,055	128,213	142,122	137,570	141,814	151,429	161,966	160,015	162,147	166,107
有形固定資産	90,481	96,852	101,613	102,777	105,435	113,285	116,946	118,579	115,059	114,918
無形固定資産	5,381	5,807	5,132	4,352	3,841	2,968	12,787	11,361	10,695	10,700
投資その他資産	23,192	25,554	35,376	30,444	32,537	35,175	32,233	30,074	36,391	40,488
資産合計	215,837	228,840	258,742	254,106	267,215	283,574	305,916	294,098	307,332	332,620
流動負債	57,543	62,003	59,435	55,525	66,558	70,796	82,617	67,081	61,690	67,839
支払手形・買掛金	26,488	25,269	25,902	24,986	25,462	34,148	33,701	27,030	25,674	28,373
短期借入金・1年以内償還長期借入金	11,868	18,847	11,761	10,547	20,225	11,292	22,779	17,139	11,953	13,142
その他流動負債	19,187	17,887	21,773	19,992	20,872	25,356	26,137	22,912	24,064	26,324
固定負債	49,696	45,208	55,014	52,766	44,439	43,012	47,844	50,961	58,147	55,023
SB・CB	0	0	10,000	10,000	10,000	10,000	15,000	15,000	15,000	15,000
長期借入金	24,638	17,690	15,146	14,269	4,409	5,288	5,992	9,369	14,214	9,727
その他固定負債	25,058	27,518	29,868	28,497	30,030	27,723	26,851	26,592	28,933	30,295
負債合計	107,239	107,212	114,450	108,291	110,997	113,808	130,461	118,043	119,838	122,863
非支配株主持分	6,577	3,194	3,851	3,774	3,744	1,848	1,720	1,695	1,703	2,000
自己資本	102,019	118,433	140,439	142,041	152,474	167,916	173,734	174,360	185,791	207,756
純資産合計	108,597	121,628	144,291	145,815	156,218	169,764	175,454	176,055	187,494	209,757
負債・資本合計	215,837	228,840	258,742	254,106	267,215	283,574	305,916	294,098	307,332	332,620
(百万円、%)	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3
営業活動によるキャッシュフロー	15,350	19,761	22,189	19,090	25,434	27,657	24,197	20,275	27,890	21,000
税金等調整前当期純利益	12,644	17,572	22,583	20,444	21,575	21,164	19,432	16,809	12,159	20,081
減価償却費	7,360	8,745	9,476	10,402	10,342	11,005	12,366	12,739	12,682	12,694
運転資本の増減	832	-220	-4,110	-3,721	-2,804	720	-5,847	-3,318	3,143	-7,998
法人税等の支払額	-4,695	-6,099	-7,193	-9,785	-6,126	-6,664	-7,354	-5,089	-3,810	-3,533
その他	-792	-237	1,433	1,750	2,447	1,432	5,600	-866	3,716	-244
投資活動によるキャッシュフロー	-18,401	-17,166	-14,306	-13,593	-13,420	-17,389	-32,088	-14,241	-9,560	-9,075
投資有価証券の取得	-512	-223	-548	-194	-229	-11	-212	-15	-252	-12
投資有価証券の売却	14	665	0	0	19	0	328	215	166	352
有形固定資産の取得	-11,121	-13,232	-9,384	-13,750	-14,151	-15,542	-17,273	-14,661	-9,723	-8,004
有形固定資産の売却	187	104	356	147	135	167	198	171	689	178
子会社出資金の取得	-6,334	0	0	0	0	0	-15,457	0	0	0
その他	-635	-4,479	-4,730	207	807	-2,001	327	48	-440	-1,589
フリー・キャッシュフロー	-3,050	2,594	7,882	5,496	12,013	10,268	-7,890	6,034	18,329	11,925
財務活動によるキャッシュフロー	6,325	-3,196	-2,647	-5,476	-4,084	-13,191	12,679	-10,385	-4,354	-7,780
長期債務の調達・返済	9,880	-642	-1,239	-1,540	-688	-9,410	15,780	-2,398	1,213	-658
短期債務の調達・返済	-1,949	-175	1,135	-190	913	1,042	1,813	376	-1,687	-3,005
配当金の支払	-1,310	-1,497	-2,432	-3,554	-3,928	-4,544	-4,731	-4,541	-3,330	-3,516
その他	-296	-882	-111	-192	-381	-279	-183	-3,822	-550	-601
現金及び現金同等物に係る換算差額	793	1,378	741	-957	-649	374	-414	-358	730	2,658
現金及び現金同等物の増減額	4,068	776	5,976	-937	7,279	-2,548	4,374	-4,708	14,706	6,803
現金及び現金同等物期首残高	13,916	20,194	21,291	27,360	26,422	34,142	31,712	36,087	31,378	46,084
現金及び現金同等物期末残高	20,194	21,291	27,360	26,422	34,142	31,712	36,087	31,378	46,084	52,888
総資産回転率(回)	0.74	0.80	0.81	0.80	0.76	0.78	0.81	0.75	0.64	0.67
有形固定資産回転率(回)	1.73	1.90	1.98	2.00	1.91	1.97	2.07	1.92	1.66	1.88
流動資産回転率(回)	1.64	1.80	1.81	1.75	1.64	1.68	1.73	1.63	1.39	1.39
棚卸資産回転日数(日)	93.79	85.26	84.18	85.61	88.52	85.55	84.44	90.24	98.49	104.16
売上債権回転日数(日)	103.09	88.35	85.04	85.95	91.35	89.99	88.31	94.19	106.09	96.80
仕入債務回転日数(日)	66.02	53.06	47.47	45.53	46.32	50.43	51.91	48.95	49.73	45.69
自己資本比率(%)	47.27	51.75	54.28	55.90	57.06	59.21	56.79	59.29	60.45	62.46
CCC(日)	130.85	120.55	121.75	126.03	133.55	125.12	120.84	135.48	154.85	155.27

出所：会社資料より CGRA 作成

<担当アナリスト>

黒田真路 執行役員・パートナー、シニアアナリスト

1992年4月に勸角総合研究所（現みずほ証券）に入社、産業調査部に配属。1999年9月にジャーディン・フリング証券（現JPモルガン証券）、ゴールドマン・サックス証券を経て、2020年1月迄、クレディ・スイス証券に在籍。ゴールドマン・サックス証券ではバイスプレジデント、クレディ・スイス証券ではディレクター。一貫して機械・造船重機セクターを担当。2020年6月にパートナーとして、CGRAに参画。（一社）日本証券アナリスト協会の機械業界ディスクロージャー委員を歴任。

星野英彦 CMA 代表取締役・チーフアドバイザー

1987年4月に新日本証券（現みずほ証券）入社、企業調査部に配属。1997年にジャーディン・フリング証券（現JPモルガン証券）、2000年にドイツ証券、2006年にUBS証券で2016年4月まで在籍。セルサイドアナリストとして機械、造船、重機、プラントセクターを28年間にわたって担当。（一社）日本証券アナリスト協会機械ディスクロージャー部会の副部会長を10年以上に渡って歴任。2003年より2016年迄、マネージングディレクター。2017年6月に株式会社キャピタルグッズ・リサーチ&アドバイザー（CGRA）を設立、代表取締役に就任。（一社）日本証券アナリスト協会認定アナリスト。

株式会社 キャピタルグッズ・リサーチ&アドバイザー（CGRA）

機械セクターに特化したアドバイザー企業。主な業務内容は（1）資本市場のニーズを満たしつつ、経営にフィードバック可能な統合報告書の作成サポート（実績10社）、（2）中計作成や事業戦略、各種IR&SRに関する助言業務（アクティビスト対応含む）、（3）各種資料作成と英訳業務、（4）長期投資家と経営層に役立つ企業分析スポンサード・レポートの作成など。

本レポートは投資の勧誘・推奨・助言を意図したものではなく、当該企業に関する情報提供を目的として、当社独自の視点から作成されております。また、本レポートに記載されている内容は公表された情報に基づき作成されておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本レポートの著作権は株式会社キャピタルグッズ・リサーチ&アドバイザーに帰属しており、無断転写を禁じます。本レポートの内容は、今後予告なく変更される場合があります。当社及び本レポートは投資家の投資判断に関知することなく、投資に関する決定はご自身の判断で行って頂くようお願い申し上げます。