

企業レポート

東証プライム・機械

2023 年 12 月 19 日

椿本チエイン（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）

キャッシュ創出能力が向上、戦略投資と新事業への積極展開に期待

- 総括：** 椿本チエイン（以下、同社）発表の通期業績予想は、22/3 期以降 3 期連続で下方修正され、現中期経営計画（22/3～26/3 期）で掲げた数値目標（売上高 3,000～3,200 億円、営業利益 270～352 億円）に対しても達成が難しい印象である。しかし、営業キャッシュ・フローは、22/3～23/3 期の 2 期間で累計 423 億円、累計投資 CF は 183 億円の支出となり、239 億円のフリー・キャッシュ・フロー（FCF）を創出している。各種業務効率の改善や運転資本の圧縮策が奏功し、中計で掲げた目標 FCF500～600 億円に対して順調に進捗していると言える。23/3 期末のネット・キャッシュは 257 億円に達し、潤沢なキャッシュを背景に、2023 年 5 月には自己株式取得（上限 50 億円、120 万株）を発表した（10 月 27 日取得完了）。キャッシュ創出能力が向上しており、中長期の成長と収益性強化に向けた実効性を伴う戦略投資と新規事業への積極展開に期待が高まる。
- 業績動向：** 23/3 期営業利益は、モビリティ事業が躍り場となる中、チェーンおよびモーションコントロール事業が好調を維持し、3Q 時に下方修正された内容を上回る前期比 6.4%増の 189 億円となった。24/3 期は 23/3 期と異なり、モビリティ事業が回復局面を迎える中、チェーンおよびモーションコントロール、マテハン事業が業績の調整局面を迎えている。このため、通期予想営業利益は、上期決算発表時に 190 億円から前期比 15%減の 161 億円へ下方修正された。ただし、24/3 上期の FCF は、棚卸資産を含む運転資本の圧縮などから 135 億円を創出しており、キャッシュ創出力の更なる向上が見られている。
- ESG 経営：** 2023 年 9 月に発行された同社つばきグループ統合報告書「TSUBAKI REPORT 2023」では、「2023 年度中に事業部門別の ROIC を経営指標に加え、資本コスト（WACC、株主資本コスト）を算出し、資本効率重視の事業運営を強化してゆく計画である」と明記された。収益性の改善を伴うサステナビリティ経営の強化に期待したい。
- 株価バリュエーションと株主還元：** 同社 TSR は、業績回復期待と増配などを背景に、機械業界および TOPIX をアウトパフォームし、改善傾向を示し始めている。ただし、18/3 期以降の同社 PBR は、ROIC と WACC のスプレッドがネガティブに転じ、1 倍を割り込んで推移している。PBR の改善には、資産効率（＝バランスシートの圧縮）および収益力の改善などを通じた ROE および ROIC の上昇、更にはモビリティおよびマテハン事業におけるサステナビリティの向上を通じた PER の上昇が求められる。

椿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	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3会予
株価（23年12月13日）	3,940 円	売上高	2,385	2,264	1,933	2,158	2,515	2,630
52週レンジ	4,090～2,927 円	営業利益	217	161	88	178	189	161
時価総額	1,508 億円	経常利益	216	166	110	200	209	192
発行済株式総数	38,281 千株	親会社株主当期純利益	137	115	87	145	137	138
平均売買代金（20日）	4.5 億円	EPS	364.0	308.7	235.2	392.8	371.1	380.6
会社予想PER	10.4 倍	ROE	8.1	6.7	4.8	7.4	6.4	-
PBR（23/3末）	0.65 倍	1株配当金	120.0	120.0	75.0	120.0	130.0	130.0
予想1株配当金	130.0 円	配当性向	33.0	38.9	31.9	30.5	35.0	34.2
予想配当利回り	3.3 %	FCF	-78	60	183	119	120	-
ROIC（23/3）	6.1 %	NetCash	-60	-85	68	175	257	-

注：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ツ・リサーチ&アドバイザリーに帰属しており、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開示することなく、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

会社概要： p 3

椿本チェーンにおける 3 つの注目ポイント： p 4～5

2023 年の主なイベントと前回レポートからの変化点： p 6

中期経営計画 2025 と進捗状況： p 7

キャッシュ創出能力の向上が目立つ： p 8

チェーン事業の創出価値と業績動向： p 9

MC 事業の創出価値と業績動向： p 10

モビリティ事業の創出価値と業績動向： p 11

マテハン事業の創出価値と業績動向： p 12

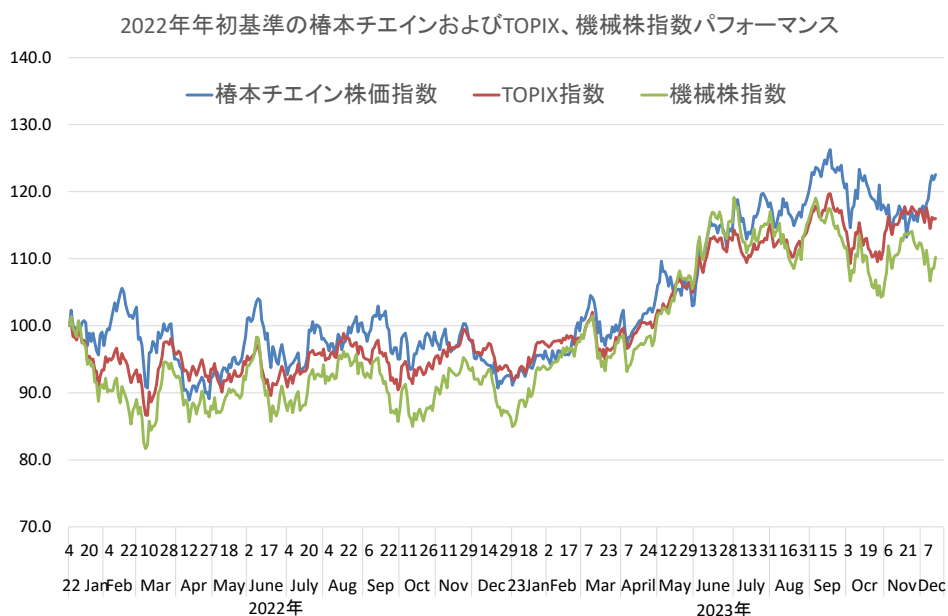
株価バリュエーションの考察： p 13

株主還元： p 14

サステナビリティ経営の深化： p 15

連結損益計算書と貸借対照表、キャッシュ・フロー： p 16～17

図表 1： 椿本チェーンの株価パフォーマンスは TOPIX および機械指数並みで推移



出所：CGRA 作成

会社概要

・事業内容：動かす領域の部品からシステムまで手掛ける

同社は、1917 年に自転車用チェーンを製造する町工場として創業し、産業用チェーンからモーションコントロール、モビリティ、マテハンの 4 つの事業領域へ拡大を遂げてきた。社会的使命は「“動かす”ことに進化をもたらし、社会の期待を超えていきます。」であり、目指すべき姿は、「モノづくりにこだわり、モノづくりの先を行く。」を掲げ、フロンティア精神、チャレンジ精神、共創精神を発揮しつつ、3 つのコア技術（動力伝動・搬送技術、すり合わせ技術、量産化技術）を基盤に付加価値の創出を目指している。

チェーンは各種産業機械や自動車、二輪車などにおいて、動力の伝達および回転運動を直線運動へ変換させる部品である。同社は産業用および自動車エンジン用タイミングチェーンの大手メーカーであり、産業用スチールチェーンの世界シェアは同社推定 16%、自動車エンジン用タイミングチェーンシステムにおいても 39%を確保、ともに世界シェア 1 位を誇る。

現在、同社は①約 2 万種類の動力伝動用・搬送用チェーンを扱うチェーン事業、②減速機、直線作動機、軸継手、締結具、クラッチ、モジュールなどの動力の変・減速や伝達などを担う各種機器を扱うモーションコントロール事業（MC 事業）、③自動車エンジンで使用され、燃費改善、エンジンの小型化などに寄与するタイミングチェーンシステムを中心とするモビリティ事業、④搬送・仕分けシステムや超低温での自動保管も可能な保管システムなどを手掛けるマテハン事業の、計 4 セグメントを有する。

近年、新規ビジネスの開拓を強化、2023 年 4 月には「新事業開発センター」を新設し、革新的技術の開発と新市場の開拓による成長の実現に取り組んでいる。

産業用チェーンや自動車向けタイミングチェーンシステムは世界シェア No.1

新規事業開発を加速させることを目指し、新事業開発センターを新設

高い収益性を誇るチェーン事業が営業利益のけん引役

24/3 上期の連結売上高は、前年同期比 8.3%増の 1,287 億円、営業利益は同 2.9%増の 86 億円（営業利益率 6.7%）であった。外部顧客への売上高をセグメント別に見ると、チェーン事業が連結売上高の 36%、MC 事業が同 8%、モビリティ事業が同 32%、マテハン事業が同 23%、その他事業が同 1%を占める。営業利益に関しては、チェーン事業が 79 億円（営業利益率 16.9%）、MC 事業が 2 億円（同 2.1%）、モビリティ事業が 32 億円（同 7.9%）、マテハン事業は 16 億円の営業赤字、その他事業も 4 億円の営業赤字、消去 6 億円を計上した。

図表 2：主要セグメントにおける製品および顧客業種

事業名	売上構成比（%）	主要製品	主要顧客業界や用途
チェーン事業	35%	ドライブチェーン 小形コンベヤチェーン 大形コンベヤチェーン トップチェーン ケーブル・ホース支持案内装置など	各種製造工場 （自動車、製鉄、工作機械、 液晶、IT、飲料、食品など） 鉱山、マイニング関連 水処理設備など
モーションコントロール事業	9%	減速機、直線作動機 軸継手、締結具 クラッチ モジュール 各種制御機器	各種製造工場 （自動車、製鉄、工作機械、 液晶、IT、飲料、食品など） 射出成形機 医療用機器関連など
モビリティ事業	31%	タイミングチェーンシステム （ローラ&サイレントチェーン、 テンショナなど） 電動化対応製品 車載用クラッチなど	自動車エンジン （ICE、HV） 四輪駆動用トランスファー 電気自動車（EV） 自動二輪車用スターターなど
マテハン事業	24%	物流業界向けシステム ライフサイエンス分野向けシステム 新聞印刷工場向けシステム 自動車業界向けシステム 粉粒体搬送コンベヤ 金属切り屑搬送・クーラント処理装置 メンテナンスなど	物流倉庫・配送センター 製薬会社、細胞等研究機関 製紙・新聞印刷工場 自動車製造工場 バイオマス発電所 工作機械を使用する加工工場 その他製造工場など
その他事業	1%	アグリビジネス モニタリングビジネスなど	植物工場 各種工場など

出所：会社資料などから CGRA 作成。売上構成比は 23/3 期実績

椿本チエインにおける 3 つの注目ポイント

ポイント①：3セグメントを合算した産業機械事業の業績は堅調を維持

図表 3 のグラフは、モビリティ事業の売上高と営業利益、残り 3 セグメントの合計売上高（＝産業機械事業：CGRA 独自の事業分類）と合計営業利益の推移を見たものである。モビリティ事業は自動車生産台数の回復を背景に緩やかな業績回復を示す一方、3 セグメント合計の業績は民間設備動向に左右されつつ、シクリカルな業績動向を示している。両者の営業利益率をみると、モビリティ事業は自動車部品事業としては相対的に高い 8%程度を確保しつつ、3 セグメントを合計した産業機械事業の営業利益率は 7%前後で推移している。同社の場合、チェーン事業の高収益性が際立つ半面、モーションコントロール事業とマテハン事業の低収益性が目立っている。中計数値目標の達成や ROE および株価バリュエーションの改善にはモーションコントロールおよびマテハン事業における早期の収益改善策の実施が求められるものの、3 セグメントを合算した産業機械事業としてみた場合、安定収益を確保可能な典型的なシクリカル事業としての評価も可能であろう。

主要 3 セグメントを産業機械事業として合算した場合、典型的なシクリカル事業として堅調な業績を確保している

ポイント②：潤沢なキャッシュの戦略的な使途に注目が集まる

同社 23/3 期および 24/3 期を新型コロナウイルス感染症発生前の 19/3 期と比較すると、19/3 期売上高 2,385 億円に対して、23/3 期売上高は 2,515 億円、24/3 期予想売上高は 2,630 億円であり、円安効果も加わり、コロナ前の売上高水準を 5～10%上回って推移している。しかし、営業利益に関しては、19/3 期実績 217 億円に対して、23/3 期は 189 億円、24/3 期予想は 161 億円であり、コロナ前の営業利益水準を 13～26%下回って推移している。一方、キャッシュ・フローを見ると、過去 5 年平均営業キャッシュ・フローは、運転資本の抑制などで高水準の 229 億円を確保しつつ、設備投資が 18/3 期の 181 億円をピークに減少しており、投資キャッシュ・フローの抑制が続いている。このため、FCF は、中期経営計画がスタートした 22/3 期以降の 2 期間で累計 239 億円、19/3 期以降の 5 年間で累計 404 億円を創出しており、中計で掲げた目標 FCF を上回る可能性が高い。23/3 期末の現金及び現金同等物の残高は 569 億円（21/3～23/3 期はネット・キャッシュ）に達しており、潤沢なキャッシュを活用した戦略投資や新規事業の育成、更には最適ポートフォリオの構築や株主還元強化など実効性を伴う施策の実行に期待したい。

業績の下振れ懸念とは裏腹に、キャッシュ創出能力が向上しており、FCF は中計目標値をクリアする公算大

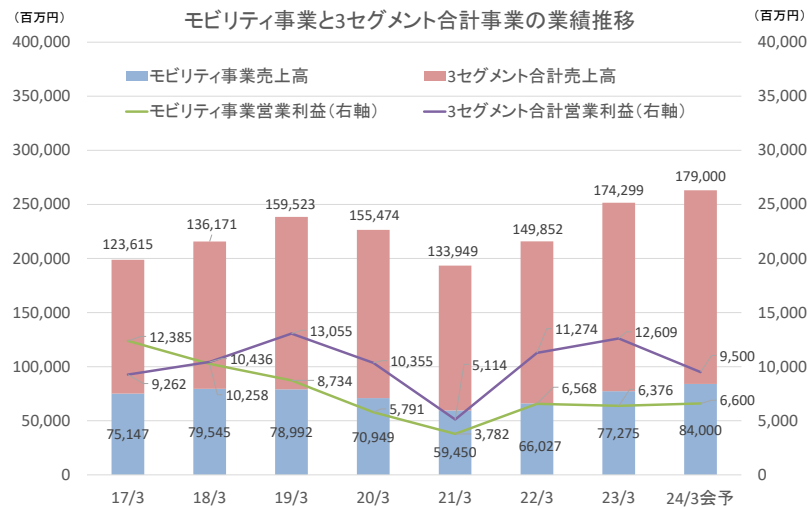
ポイント③：自社株取得と消却を発表

同社は 2023 年 5 月 23 日、取得価額の総額 50 億円を上限に、発行済株式総数の 3.24%にあたる 120 万株の自己株式を東京証券取引所における立会内の市場買付を行うとともに、取得した全株の消却を行うと発表した（取得期間：2023 年 6 月 1 日～2024 年 3 月 29 日。2023 年 10 月 27 日取得完了）。中計では配当性向 30%を基準に、22/3～26/3 期の 5 年間で 200～240 億円を実施するとともに、自己株式の取得の可能性も明記されていたが、消却は新しい内容である。発表後の同社株価は、概ね TOPIX 並みに上昇を見せてきたが、8 月以降は TOPIX および機械株指数をアウトパフォームする傾向を強めている。

自社株取得を含む 24/3 期予想総還元性向は 67%（配当性向 34%）に上昇する見通し

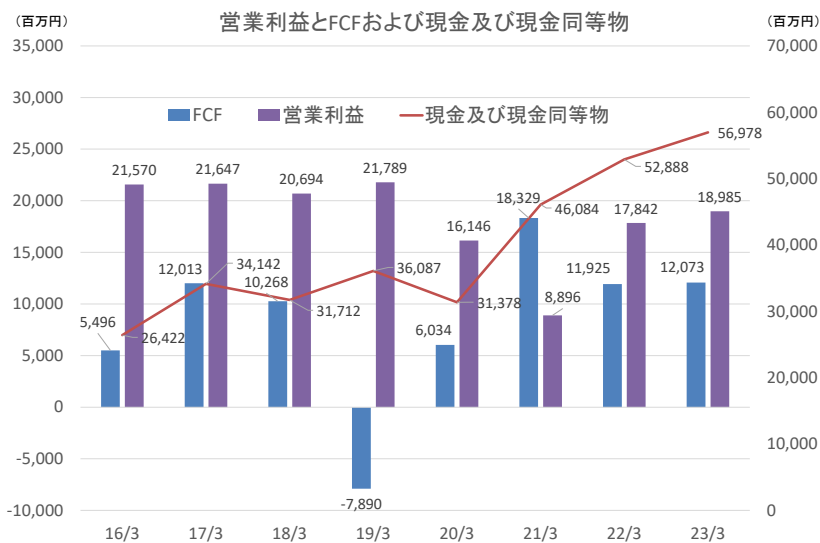
18/3 期以降の同社 PBR は、ROE が 10%を下回り始めたことを契機に、1 倍を割り込み始め、23/3 期末 PBR は 0.53 倍にまで低下した。また、長期的な EV リスクやマテハン事業の構造的な低収益性懸念などを背景に、PER も 10 倍を割り込み、23/3 期 PER は 8.7 倍へ低下した。PBR の改善には、資本コストを意識した事業ポートフォリオ管理と最適資本構成の確立、更には PER の上昇に向けた長期ビジョンの実現とサステナビリティの確保に向けた施策の実行が求められよう。

図表 3 : 3 セグメントを合算した産業機械事業の業績は堅調に推移



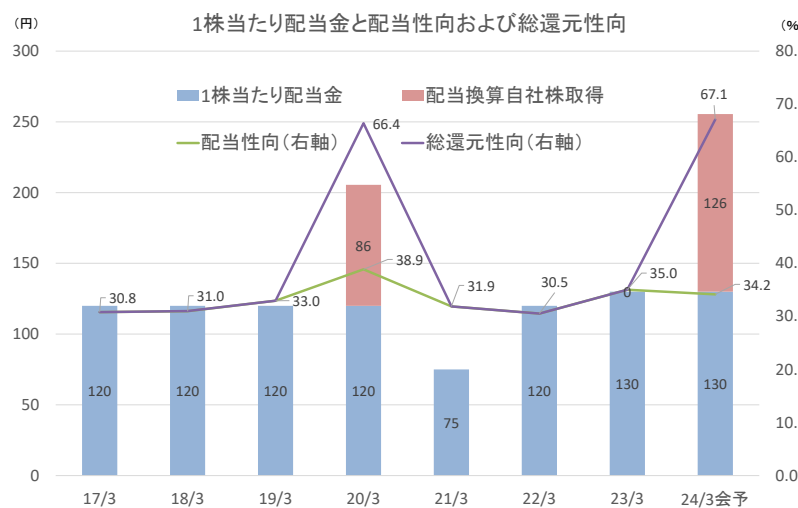
業績予想は3期連続で下方修正されたものの、利益水準自体は堅調を維持

図表 4 : キャッシュ創出能力は着実に強まっている



各種改善施策などが奏功、FCF は改善傾向を強めている

図表 5 : 自社株取得および消却を発表



継続的な株主還元の実施に期待したい

出所：会社資料などから CGRA 作成

2023 年の主なイベントと前回レポートからの変化

2023 年の主なイベント

2023 年の主なイベントとしては、自社株取得および消却の発表に加え、温室効果ガスの排出量削減目標が SBT 認定を受けるなど、サステナビリティの改善に向けた活動がうかがえる。また、新規事業の開拓に向けた「新事業開発センター」の新設などの組織再編が着実に実施されている。新製品としては、主なプレスリリース案件のみを掲載したが、2023 年は 7 つの新製品が発表されている（2022 年は 6 件。2021 年は 5 件）。

今後は更なる戦略的かつスピード感を伴う施策の実行が求められるよう

図表 6：2023 年の主要イベント

項目	日付	内容
IR情報	10月31日	業績予想を下方修正
	5月23日	自己株式の取得と消却を発表（10月27日取得完了）
サステナビリティ	11月17日	電池サプライチェーン協議会に加入（環境）
	10月11日	本社機能を集約し、オフィス環境をリニューアル（社会）
	9月28日	統合報告書を発行（ESG）
	6月16日	温室効果ガス排出量削減目標がSBT認定を取得（環境）
	4月6日	環境省から「エコ・ファースト企業」に認定（環境）
主な新製品 （プレスリリース）	9月28日	3次元マテハンシステム「T-AstroX」新発売（マテハン）
	6月29日	「クイックソート」に環境負荷低減モデルを追加（マテハン）
	5月19日	EV用充放電装置「eLINK」がユアスタンド製システムと連携（その他）
	4月24日	多目的電動アシスト3輪自転車を開発（モビリティ）
組織改革	9月21日	研究開発センターの組織改革
	5月8日	AI画像認識技術においてEAGLYSと資本業務提携
	4月1日	新事業開発センターを新設

24/3 期業績予想はマテハン事業の不振などから下方修正された

前回 2023 年 2 月 6 日発行のフォローアップ・レポート以降、同社株価および株価バリュエーションは、自己株式の取得効果などもあり、上昇傾向にある。外部環境に関しては、自動車生産台数の回復傾向が強まっている反面、民間設備投資のバロメータである工作機械受注は想定以上の減少が顕在化している。為替の円安が進む中、各種材料価格の高止まりや、人財への投資、マテハン事業の下振れもあり、24/3 期業績予想は下方修正された。

今後も継続的な株主還元に加え、収益力の強化に向けた実行が求められるよう

図表 7：前回発行フォローアップ・レポート以降の変化

	前回（2023年2月6日）	今回（2023年12月13日）
株価：円	3,030	3,940
1株当たり配当金：円	130（23/3会予）	130（24/3会予）
配当利回り：％	4.3（23/3会予）	3.3（24/3会予）
PER：倍	8.2（23/3会予）	10.4（24/3会予）
PBR：倍	0.54（22/3期末）	0.65（23/3期末）
売上高：億円	2,450（23/3会予）	2,630（24/3会予）
営業利益：億円	175（23/3会予）	161（24/3会予）
自動車生産台数：万台	CY2022 8,100（予想）	8,501（実績）
	CY2023 9,000（予想）	9,000（予想）
工作機械受注高：億円	CY2022 17,596（実績）	17,596（実績）
	CY2023 16,000（予想）	14,600（予想）
米国政策金利：％	4.75	5.50
USD：円	128.6	145.6
TOPIX	1,970	2,355

出所：CGR A 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予想は CGRA 作成

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。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されている。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。

図表 8：中期経営計画 2025 の数値目標

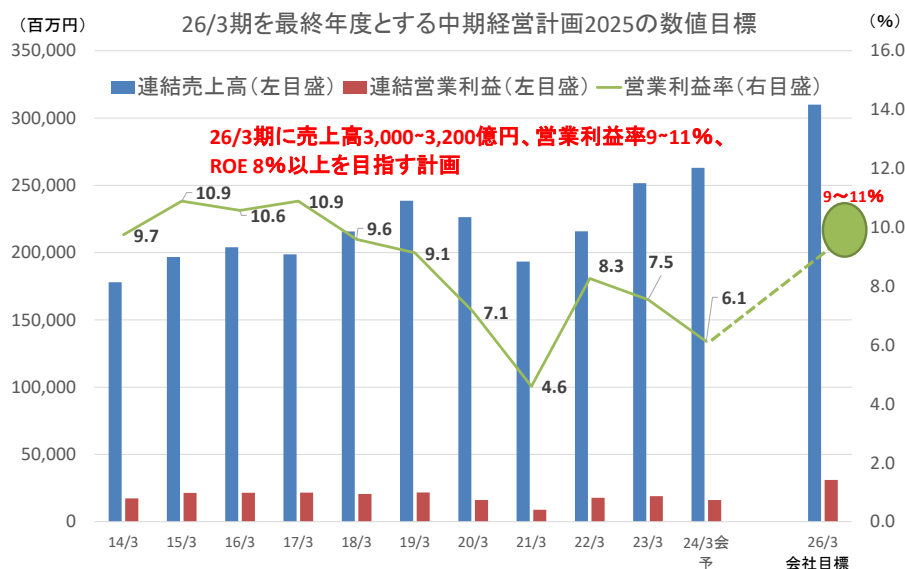
目的	指標	2025 年度	事業セグメント	2020 年度実績		2025 年度目標値 [※]	
				売上高	営業利益率(%)	売上高	営業利益率(%)
収益性	売上高	3,000～3,200 億円	チェーン	613	12.8%	800～850	15%以上
	営業利益率	9～11%	モーションコントロール	196	4.1%	320～350	12%以上
資本効率性	ROE	8%以上	モビリティ	577	6.4%	950～1,000	11%以上
株主還元	配当性向	30%を基準とする	マテハン	536	△4.1%	900～950	6%以上
ESG	CO ₂ 排出量削減	2013 年度比 △30% (対象：国内グループ会社) 2018 年度比 △20%以上 (対象：海外グループ会社)					

中期経営計画で掲げた数値目標の達成は難しそう

中計 1 年目の 22/3 期業績は、売上高が前期比 11.6%増の 2,158 億円、営業利益は同 100.6%増の 178 億円（営業利益率 8.3%）を確保、順調な進捗が見られた。23/3 期は売上高が前期比 16.5%増の 2,515 億円、営業利益は同 6.4%増の 189 億円（営業利益率 7.5%）となった。中計 3 年目となる 24/3 期は、上期決算発表時に業績予想が下方修正され、予想売上高が前期比 4.5%増の 2,630 億円、予想営業利益は同 15.2%減の 161 億円（同 6.1%）が提示された。セグメント別に業績動向を見ると、チェーン事業は既に 26/3 期数値目標をクリアしているが、残る 3 事業が下振れている。特にマテハン事業は、収益性の低迷が恒常化している印象であり、数値目標の達成には抜本的な対策が求められよう。モビリティ事業においても、景気低迷と EV シフトが進む中国市場における需要の弱さが目立っており、目標値の達成は難しそうだ。

数値目標の達成には各事業の業績の足並みが揃ったうえで、抜本的な収益性の改善策が求められよう

図表 9：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

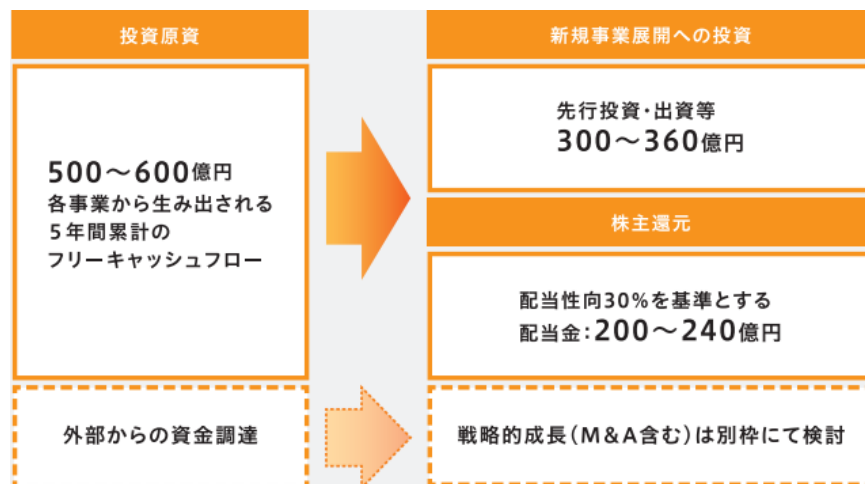
キャッシュ創出力の向上が目立つ

中計では FCF500～600 億円を目標に掲げている

同社は現中計において、5 年累計 FCF500～600 億円を獲得し、うち 300～360 億円を次世代ビジネスの創出に向けた先行投資や出資などへ投資しつつ、配当性向 30%を基準に 200～240 億円を配当金に充当する計画である。加えて、M&Aを含む戦略的な成長投資に対しては、規模にもよるが、外部からの資金調達などで対応する方針である。

目標 FCF の確保は実現性が高まっているが、新規事業への投資には目立った動きが見られない

図表 10：中計で掲げたキャッシュ・アロケーション目標



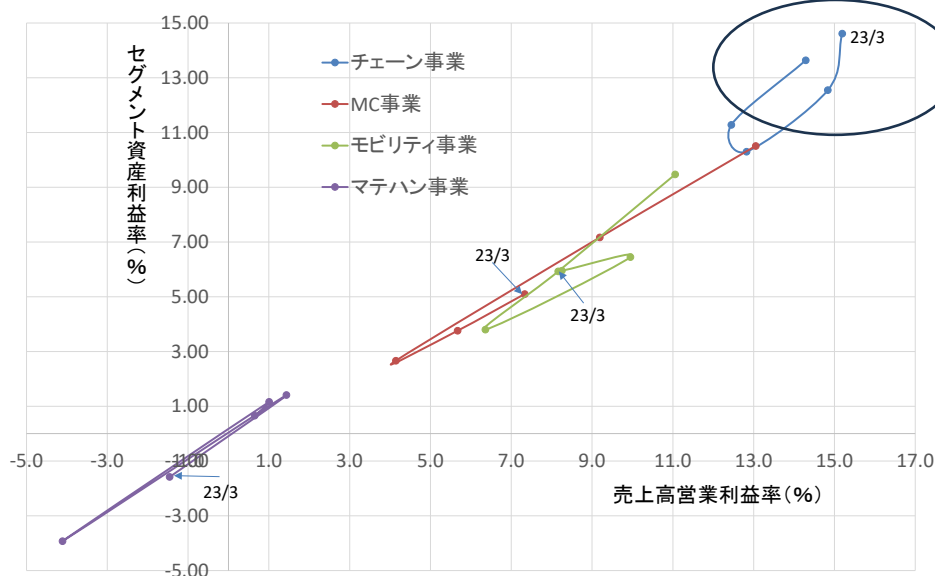
チェーン事業の資産効率が改善する一方、モビリティ事業は悪化傾向

中計で掲げた業績数値目標の達成は難しそうであるが、同社キャッシュ創出能力の向上が図られている。22/3～23/3 期累計 FCF は既に 239 億円を確保しているうえ、24/3 上期の FCF は 135 億円に達している。運転資本の圧縮や生産効率の改善、生産リードタイムの短縮などが奏功していると考えられる。特に、チェーン事業の資産効率が向上している効果が大きそうだ。ただし、モビリティ事業において、若干ながら資産効率の悪化が見られている点には注意が必要と CGRA は考える。

2023 年 4 月 11 日
同社発行の「チェーン事業説明会と京田辺工場見学」レポートを参照

図表 11：チェーン事業における資産効率の向上が目立つ

セグメント別売上高営業利益率とセグメント資産利益率の推移



出所：有価証券報告書などから CGRA 作成

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

チェーン事業は、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・省力化などの社会価値創造に貢献している。一方、事業戦略としては、主力工場の京田辺工場において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などを掲げている。

事業戦略が着実に実行され、資産効率および収益性の更なる向上が期待される

24/3 通期業績予想：上方修正された

24/3 期上期（4～9 月）売上高は、同社計画（430 億円）を上回り、前年同期比 7.6%増の 469 億円となった。営業利益も同社計画（58 億円）を大幅に上回り、同 26.0%増の 79 億円（営業利益率 16.9%）を確保した。鈍化が懸念された米州地域が好調を維持したうえ、日本、欧州、環インド洋も想定を上回って推移した。人件費や研究開発費などの費用増を生産性向上に伴うコスト低減や製品値上げ、円安効果などで吸収し、営業増益を確保した。

24/3 通期業績予想は、期初予想から上方修正され、売上高は 860 億円から前期比 2.1%増の 920 億円、営業利益は 118 億円から同 0.8%増の 138 億円（同 15.0%）へ引き上げられた。7～9 月期受注高は同 4.9%減の 221 億円（4～6 月期比 2.4%増）と調整局面を迎えているが、好調な上期決算、製品値上げ効果や円安効果が奏功、過去最高益の更新が見込まれる。

同社受注高は相対的に堅調を維持している

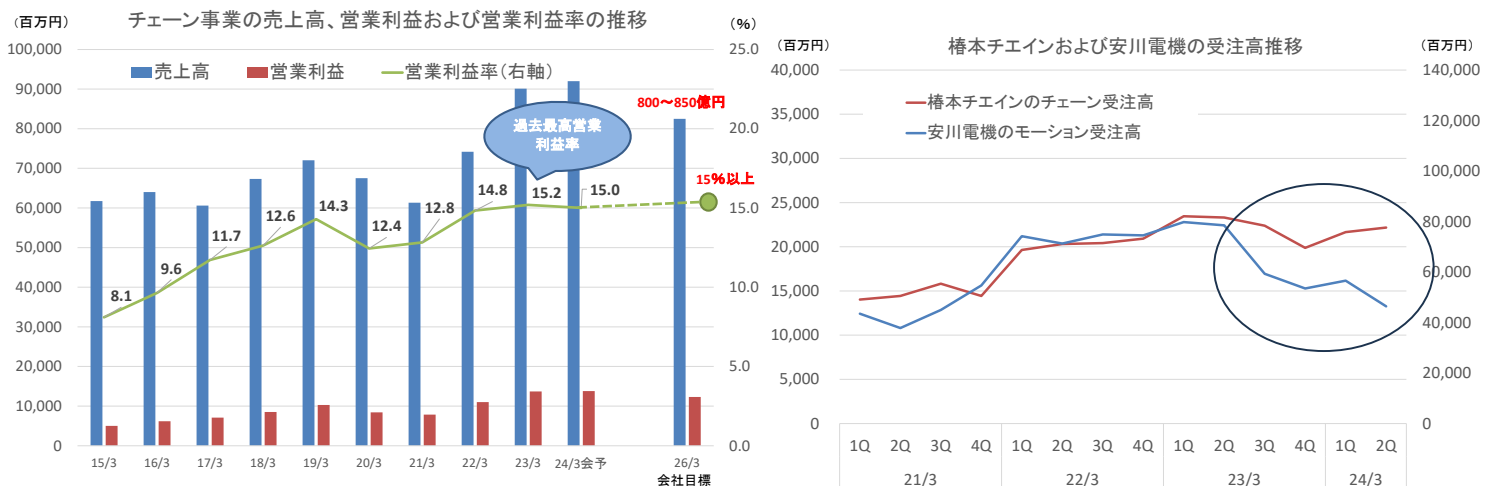
下の図表 12 の右グラフは、同社チェーン事業と安川電機のモーション事業の受注高（サーボモータとインバータ）を比較したものである。安川電機は同社よりも決算発表が 1 ヶ月程度早いので、CGRA では民間設備投資の先行指標として注目している。現在、民間設備投資は、調整局面を迎えている。しかし、同社チェーン事業は市場シェアの上昇に加え、消耗品的な側面も強く、相対的に堅調な受注環境が継続している。

米国市場を中心とした市場シェアの上昇が受注を下支えている

中期経営計画と進捗状況：3 年前倒しで達成

チェーン事業は、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が、既に数値目標を 3 年前倒しでクリアしている。今後は用途開拓や製品ラインアップの拡充などによる売上高の安定成長と利益率の更なる向上が期待されよう。

図表 12：チェーン事業の業績推移と先行指標



出所：各社の決算資料から CGRA 作成

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 事業が手掛ける減速機や電動シリンダ、クラッチ、軸継手、締結機などは、各種機械の可動・駆動部に組み込まれて使用され、動作性能や加工精度を左右する重要な部品である。一方、事業戦略としては、チェーン事業と MC 事業の一体化による新商品開発や調達、設備導入の協業などのシナジー効果に加え、2022 年 7 月に買収した米カップリング製造・販売会社 ATR 社とのセット販売や製品ラインアップ強化、アジア地域などへ販売エリアの拡大を図る方針である。

買収企業とのシナジー効果や今後予定されている新製品の投入効果に期待したい

24/3 通期業績予想：下方修正された

24/3 期上期(4～9 月)売上高は、同社計画（110 億円）をクリアし、前年同期比 2.6%増の 111 億円となったものの、営業利益は同社計画（5 億円）を下回り、同 68.6%減の 233 百万円（営業利益率 2.1%）にとどまった。米州や中国、環インド洋の売上高は、増収を確保し、堅調を維持したものの、先行発注で過剰在庫を抱えた販売代理店における在庫調整などにより日本の売上高が減少したこと、材料価格の高止まり、人件費などの固定費負担が重く、営業減益に転じた。

24/3 通期業績予想は、期初予想から下方修正され、売上高は 240 億円から前期比 5.6%減の 220 億円、営業利益は 15 億円から収支トントンの見通し。上期業績の下振れに加え、7～9 月期の受注高は、前年同期比 9.8%減（4～6 月期比 1.2%増）の 51 億円と低迷が続いているうえ、人件費や研究開発費などの固定費負担の増加、材料価格の高止まりなどが主因である。

工作機械受注高は底打ちを探る局面が到来

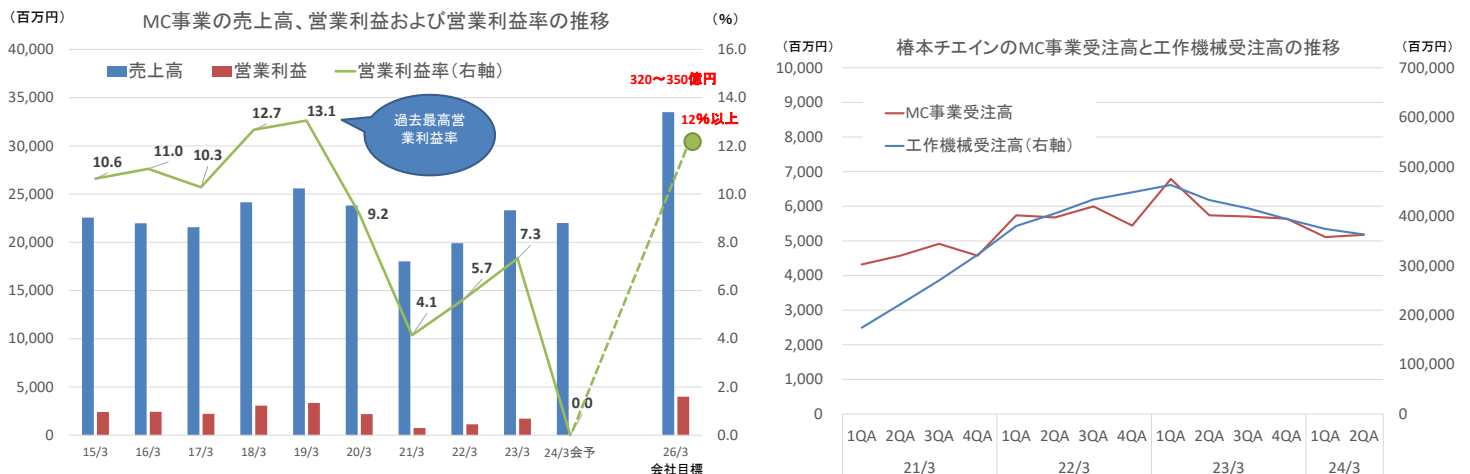
下の図表 13 の右グラフは、同社 MC 事業の受注高と日本工作機械工業会発表の四半期ベースの工作機械受注高を見たものである。民間設備投資のバロメータでもある工作機械受注高は、既に前年同月比伸び率がマイナスに転じて、実質 15 ヶ月が経過している。CGRA は、2024 年半ば以降に同伸び率はプラスに転じると見ており、2025 年に向けて受注回復期の到来が見込まれよう。

国内向け売上比率が約 7 割と高く、好採算である国内事業の環境改善が待たれる

中期経営計画と進捗状況：苦戦が続く

MC事業は、26/3期において売上高320～350億円、営業利益率12%以上を目指しているが、民間設備投資の低迷、販売代理店の在庫調整なども加わり、業績の低迷が続いている。製品値上げ効果も見られているが、新製品の早期市場投入や買収した ATR 社とのシナジー効果、アフターサービスの強化などの戦略に期待したい。

図表 13：MC 事業の業績推移と先行指標



出所：同社決算資料、（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

モビリティ事業が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である。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必要である。一方、事業戦略としては、タイミングチェーンシステムへの設備投資を抑制しつつ、市場シェアの獲得を進めるとともに、長年培ってきた動力伝動技術を生かした 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。

中国市場が懸念されるが、来 25/3 期も順調な業績拡大が見込めそう

24/3 通期業績予想：小幅に下方修正された

24/3 期上期（4～9 月）売上高は、同社計画（390 億円）を上回り、前年同期比 11.4%増の 405 億円、営業利益は同社計画（22 億円）を 46%上回り、同 34.9%増の 32 億円（営業利益率 7.9%）となった。半導体不足の緩和に伴う完成車各社における生産台数の回復に伴い、日本、米州、環インド洋、韓国などで増収を確保した。増収効果に加え、価格転嫁効果や材料価格の低下で人件費などの固定費負担の増加を吸収し、増益を確保した。

24/3 通期業績予想は、売上高が 800 億円から前期比 8.7%増の 840 億円へ増額されたが、営業利益は 69 億円から同 3.5%増の 66 億円（同 7.9%）へ小幅下方修正された。7～9 月期受注高は同 14.3%増の 211 億円（4～6 月期比 5.3%増）と回復基調が継続している。ただし、中国市場の回復遅れなどを考慮し、下期業績は緩やかな回復にとどまる見通し。

業績先行指標の自動車生産台数は回復基調を維持

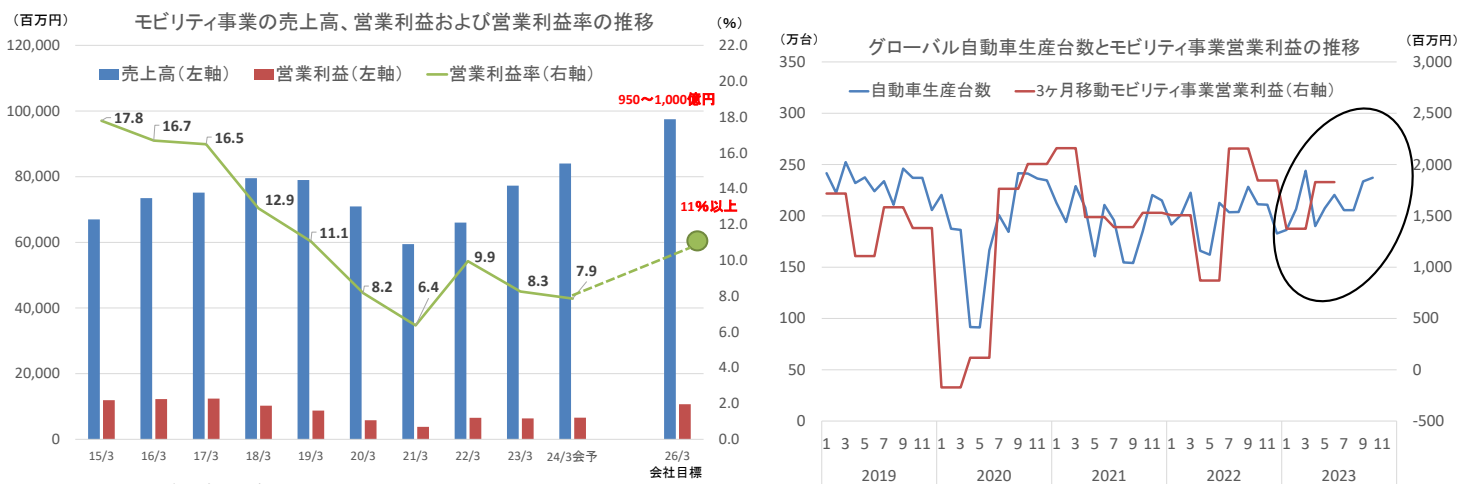
下の図表 14 の右グラフは日系自動車メーカー 8 社のグローバル生産台数とモビリティ事業営業利益（決算期のずれを考慮して 3 ヶ月遅延）の推移を見たものである。自動車生産台数は、着実に回復傾向を強めており、来 25/3 期もモビリティ事業は同社業績のけん引役となりそうだ。

引き続き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

モビリティ事業は、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。EV 化が加速する中国市場に加え、タイ市場においても先行きが懸念されるものの、市場シェアの上昇と生産改革などを通じた収益性向上に加え、BEV 向け新規案件の獲得などに期待したい。

図表 14：モビリティ事業の業績推移と先行指標



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

マテハン事業が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を通じた自動化や省エネ、更には低・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、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。一方、事業戦略としては、IT・AI などの先進技術を活用した差別化、KDDI との提携を通じた物流倉庫の自動化ソリューションの提供などの新規事業に加え、データを活用したビジネス基盤作り、メンテナンスビジネスの強化、再生医療ビジネスの拡大を展開する方針である

他社にない差別化された事業展開を進めつつ、稼ぐ力の向上が求められる

24/3 通期業績予想：営業赤字幅が拡大

24/3 期上期（4～9 月）売上高は、同社計画（320 億円）を下回り、前年同期比 7.0%増の 300 億円、営業利益は同社計画（1 億円）を大きく下回り、黒字予想から一転して 16 億円の営業赤字となった。米 CCC の業績悪化要因 15 億円に加え、材料価格の高騰、好採算である国内事業の減収が響いた。

24/3 通期業績予想は、期初予想から下方修正され、売上高は 660 億円から前期比 6.6%増の 650 億円、営業利益は 10 億円の黒字から 18 億円の営業赤字へ転落する見通しである。7～9 月期受注高は同 8.9%増の 173 億円（4～6 月期比 0.3%増）と緩やかな回復基調にあるが、上期業績の赤字転落、今後の売上計上案件を考慮し、下期も営業赤字が残る想定である。

米 CCC 社は収益改善に苦戦

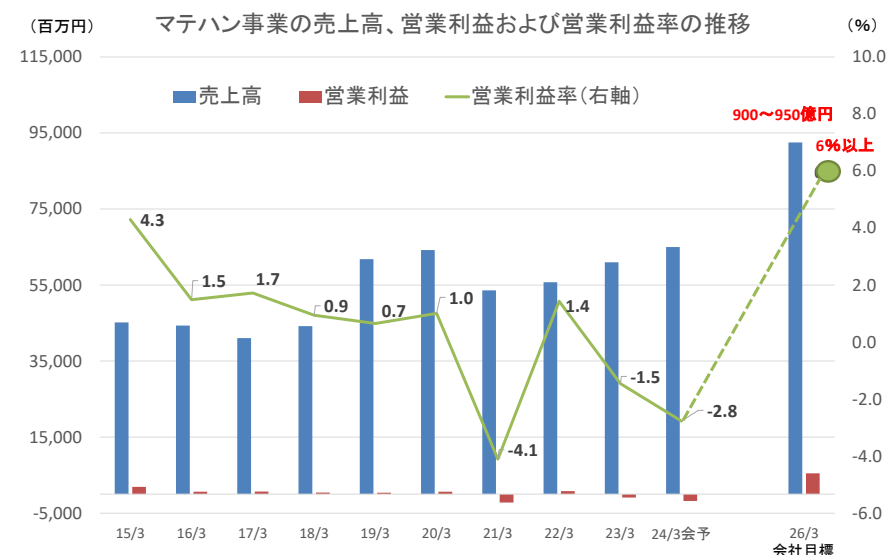
米国子会社 CCC は、米国 GM など 2 ヶ月続いた労働ストの影響で受注した案件の着工が遅れ、固定費回収が難しく、営業赤字の拡大が続いている。ただし、ステランティスやフォード向け受注残が増加しているうえ、EV 向けにも新規の受注獲得が進んでいる様子。

株式市場では抜本的な改善策を望む意見が多い

中期経営計画と進捗状況

マテハン事業では、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。現状、達成は難しい印象ではあるが、興味深い事業展開や新製品の市場投入が進んでおり、“稼ぐ力”の強化に期待したい。

図表 15：マテハン事業の業績推移



出所：各種資料から CGRA 作成

株価バリュエーションの考察

SOTP アプローチでの妥当株価の試算

本来 SOTP（サム・オブ・ザ・パーツ）で妥当株価を試算する際、セグメント利益構成比を用いるが、マテハン事業は営業赤字予想であるためチェーンと MC 事業の合算売上構成比（43%）とモビリティ事業の売上構成比（32%）にセクター予想 PER を当てはめて試算した。2023 年 11 月時点のプライム市場における機械銘柄 112 社の平均 PER17.4 倍および EV リスクを抱えるアイシン、愛三工業、エフ・シー・シー、東海理化電機、東京ラジエターの平均予想 PER9.2 倍を上記売上構成比に当てはめて試算される同社妥当 PER は 10.4 倍であり、予想 EPS380.6 円を当てはめた理論株価は 3,958 円となる。PER の改善には、マテハン事業の収益力強化およびモビリティ事業の先行き不透明感の払拭などによるサステナビリティの向上が求められる。

モビリティ事業とマテハン事業は事業のサステナビリティが問われている

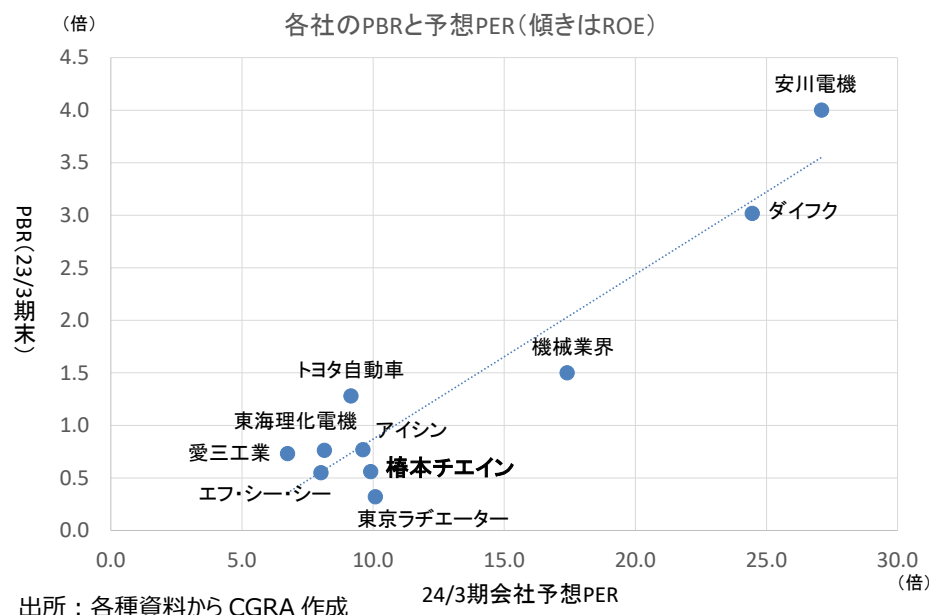
図表 16 では、主要企業における PBR と PER の位置付けをプロットした（傾きは ROE）。ロボットとモーション事業で長期的な成長期待が高い安川電機およびマテハン事業で高い成長性と収益性を有するダイフクは、長期的なサステナビリティを獲得しているために PER が高い。加えて、安川電機の ROE は 16%、ダイフクは 13%を確保しており、PBR の押し上げに寄与している。

同社 PBR は何を物語っているか

PBR は $ROE \times PER$ で算出される。23/3 期末の同社 PBR は 0.53 倍 $= ROE (6.4\%) \times PER (8.6 \text{ 倍} \cdot \text{年})$ で算出され、ROE は売上高当期利益率（5.5%） $\times$ 総資産回転率（売上高 $\div$ 総資産 $= 0.7$ 倍） $\times$ 財務レバレッジ（総資産 $\div$ 自己資本 $= 1.6$ 倍）に分解される。同社は低 PBR 銘柄と言われるが、かつての PBR は 1 倍を超えていた。例えば、17/3 期末の PBR は 1.1 倍、ROE は 9.9%、PER は 11.9 倍・年であった。当時の ROE は、売上高当期利益率 7.3%、総資産回転率 0.8 倍、財務レバレッジ 1.8 倍であり、比較的資産効率も高かった。加えて、モビリティ事業の営業利益率が 16.5%（24/3 期予想 7.9%）、残り 3 セグメントを合算した事業も 7.5%（24/3 期予想 5.3%）であり、高い収益性とサステナビリティを確保していた。PBR の改善には、資産効率（＝バランスシートの圧縮）および収益力の改善などを通じた ROE の上昇、更にはモビリティおよびマテハン事業におけるサステナビリティの向上を通じた PER の上昇が求められる。

同社 PBR は抜本的な変革を通じたバランスシート改革を行う必要性を示唆しているのかもしれない

図表 16：主要企業における PBR と PER の位置付け



株主還元

同社 TSR は改善傾向にある

同社期末株価に累計配当金を加味した総合的リターンを示す株主総利回り（TSR）を見ると、1年前の 22/3 期末に同社株価を保有した際のリターンは 9.5%、2 年前の 21/3 期末に保有した場合は 13.6%となり、ともに機械業界および TOPIX の配当込みリターンをアウトパフォームしている。業績の回復期待と増配が寄与していると考えられる。ただし、17/3 期から 20/3 期において同社株式を取得した投資家は 10~16%の含み損を抱えているうえ、対機械業界および TOPIX 対比で大幅にアンダーパフォームしている。

TSR の継続的改善には、業績の改善に加え、株主還元の継続が求められよう。近年は、オムロンなどの先進的 ESG 経営企業では、TSR を役員報酬の算定基準に織り込んでいる。同社は業績連動報酬制度（固定報酬比率 66%）を導入しているが、ガバナンスの強化および経営スピードの向上、株主・投資家目線での経営の実効性強化に向けて、TSR の導入も有効と CGRA は考える。

過去 2 年間の同社 TSR は改善傾向を示し始めている

図表 17：椿本チエインおよび機械業界、TOPIX の株主総利回り

	1年前(22/3)	2年前(21/3)	3年前(20/3)	5年前(18/3)	7年前(16/3)	10年前(13/3)
椿本チエイン	9.5	13.6	-10.4	-12.7	15.4	76.0
機械業界	8.6	4.5	67.1	29.3	98.2	152.6
TOPIX	5.8	7.9	53.4	31.8	75.2	142.1
対機械業界: pt	0.9	9.1	-77.5	-42.0	-82.8	-76.6
対TOPIX: pt	3.7	5.7	-63.8	-44.5	-59.8	-66.1

出所：各種資料から CGRA 作成

自己株式の取得と消却を発表

2023 年 5 月 23 日、経営環境の変化に対応した機動的な資本政策の遂行と、株主還元の充実および資本効率の向上を図るため、取得価額の総額 50 億円を上限に、発行済株式総数の 3.24%にあたる 120 万株の自己株式の取得と消却を発表した。2023 年 6 月 1 日から 2024 年 3 月 29 日の期間において、東京証券取引所における立会内の市場買付を行うと予定されていたが、取得上限株式数に達したため、10 月 27 日時点で自己株式の取得は終了した。

中期経営計画の中でも、自己株取得の可能性が明記されていたが、自己株の消却は新しい話である。10 月 27 日時点の発行済株式総数に対する自己株式の比率が 5.3%に達し、同社上位 10 社の大株主の 3 番目に位置するため、自己株の消却を決めた CGRA は考える。

自己株取得は、株主還元のツールの 1 つではあるが、株式交換による企業買収や日本版 ESOP（Employee Stock Ownership Plan）による社員への還元やモチベーション向上にも活用が可能である。キャッシュ・アロケーションに基づいた、戦略的かつ継続的な自己株式の取得に期待したい。

キャッシュ・アロケーションに基づいた戦略的かつ継続的な自己株式の取得に期待したい

サステナビリティ経営の深化

同社 ESG 経営の外部評価

日本経済新聞発表の「SDGs 経営調査」では、コマツやダイキン工業、DMG 森精機が 5 段階評価の 4.5 グループで評価され、同社はアマダや荏原、安川電機と同様に 3.5 グループにランクされた。項目別では、SDGs 戦略・経済価値が A++、社会価値が A++、環境価値が A++ であったが、ガバナンスが A+にとどまった。EV 時代の到来に向けて「長期ビジョン 2030」および中期経営計画の実現に向けた実効性が問われていると言えそうだ。

ガバナンス面に課題が残る外部評価

実効性のある ROIC 経営に注目が集まる

同社は、高いキャッシュ創出力と強固なバランスシートを有する反面、フローの収益力低下と長期的な成長期待の低下が ROE および PER の低下につながり、PBR1 倍割れが続いていると CGRA は分析している。このような中、2023 年 9 月に発行された同社つばきグループ統合報告書「TSUBAKI REPORT 2023」では、p14 および p17 において「2023 年度中に事業部門別の ROIC を経営指標に加え、資本コスト（WACC、株主資本コスト）を算出し、資本効率重視の事業運営を強化してゆく計画である」と明記された。

ROIC 経営を通じた実効性を伴う最適ポートフォリオの構築が望まれる

今後は、資本コスト、資本収益性（ROE、ROIC）、株価（時価総額、PBR）を意識し、株主資本コストを上回る ROE の達成、WACC を上回る ROIC の達成について、的確な現状把握と評価を行い、改善に向けた方針や目標、具体的な取り組みを取締役会で議論し、モニタリングする方針である。実効性を伴う事業ポートフォリオの見直しに加え、情報の適時開示も願いたい。

同社 PBR は 17/3 期に 1 倍を確保していたが、その後は 1 倍を割り込んで推移している。実際、CGRA の試算では、18/3 期以降の同社 ROIC と WACC のスプレッドはネガティブに転じている。資本効率を意識した実効性を伴う収益体質の変革が望まれる。

日立造船出身の谷所新任社外取締役 に期待する点

2023 年 6 月、日立造船で代表取締役社長兼 CEO を歴任された谷所敬（たにしょ かし）氏が社外取締役に就任した。日立造船は、2002 年に主力の造船部門を分離し、2021 年にはジャパンマリンユナイテッド（JMU）の全株式を放出し、造船事業から完全撤退を果たした。2024 年 10 月には社名を「カナデビア」に変更し、社名から造船の名称が完全になくなる。現在の日立造船は、環境、機械・インフラ、脱炭素、その他の 4 つの事業を抱え、培ってきた造船技術をベースに、時代のニーズに柔軟に対応した事業展開を遂げ、PBR は 1.1 倍、前期実績 ROE は 11.5%、24/3 期予想 PER は 11.7 倍に改善が進んでいる。谷所氏は、痛みを伴う事業改革に加え、企業買収なども経験され、新規事業の開拓にも尽力された経歴を有する。今後の椿本チエインの変革とチャレンジへ貢献して頂きたい。

新任社外取締役の谷所氏の手腕に期待が高まる

現場主義で培った経験とチャレンジ精神を、つばきグループの成長に生かしていきます



Takashi Tanisho

谷所 敬

2010年 6月 日立造船(株)取締役
2012年 4月 同社常務取締役
2013年 4月 同社代表取締役社長 兼 COO
2016年 4月 同社代表取締役社長 兼 CEO
2017年 4月 同社代表取締役会長 兼 社長
2020年 4月 同社代表取締役会長 兼 CEO
2022年 4月 同社代表取締役会長
2023年 3月 住友ゴム工業(株)社外取締役(現任)
2023年 4月 日立造船(株)取締役相談役
2023年 6月 当社取締役(現任)
2023年 6月 日立造船(株)相談役(現任)

連結損益計算書と貸借対照表および CF

図表 18：連結損益計算書とセグメント業績

(百万円、%)	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3会予
売上高	196,738	203,976	198,762	215,716	238,515	226,423	193,399	215,879	251,574	263,000
増収率	10.5	3.7	-2.6	8.5	10.6	-5.1	-14.6	11.6	16.5	4.5
売上原価	137,014	142,241	138,191	152,629	171,959	166,158	145,764	153,134	180,321	-
原価率	69.6	69.7	69.5	70.8	72.1	73.4	75.4	70.9	71.7	-
販売管理費	38,296	40,164	38,924	42,392	44,767	44,118	38,737	44,902	52,267	-
販管費率	19.5	19.7	19.6	19.7	18.8	19.5	20.0	20.8	20.8	-
営業利益	21,427	21,570	21,647	20,694	21,789	16,146	8,896	17,842	18,985	16,100
増益率	23.5	0.7	0.4	-4.4	5.3	-25.9	-44.9	100.6	6.4	-15.2
営業利益率	10.9	10.6	10.9	9.6	9.1	7.1	4.6	8.3	7.5	6.1
営業外収支	836	539	357	1,049	-167	552	2,129	2,204	1,973	3,100
営業外収益	1,516	1,505	1,505	1,784	1,809	1,918	3,265	3,230	2,933	-
持分法投資利益	33	49	17	5	27	44	47	81	122	-
営業外費用	680	966	1,148	735	1,976	1,366	1,136	1,026	960	-
持分法投資損失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
金融収支	259	470	485	632	637	781	584	802	1,168	-
受取利息	136	134	99	119	150	152	129	154	332	-
受取配当金	488	661	670	780	851	1,010	775	944	1,119	-
支払利息	365	325	284	267	364	381	320	296	283	-
経常利益	22,263	22,109	22,004	21,743	21,621	16,698	11,026	20,045	20,958	19,200
増益率	23.7	-0.7	-0.5	-1.2	-0.6	-22.8	-34.0	81.8	4.6	-8.4
経常利益率	11.3	10.8	11.1	10.1	9.1	7.4	5.7	9.3	8.3	7.3
特別損益	321	-1,665	-429	-579	-2,189	111	1,133	35	-2,666	-
特別利益	365	75	10	0	4	533	1,190	130	376	-
特別損失	44	1,740	439	579	2,193	422	57	95	3,042	-
税引前利益	22,583	20,444	21,575	21,164	19,432	16,809	12,159	20,081	18,292	-
法人税住民税+調整額	8,163	7,643	6,721	6,422	5,577	5,123	3,377	5,418	4,429	-
税率	36.1	37.4	31.2	30.3	28.7	30.5	27.8	27.0	24.2	-
少数株主利益	267	33	257	75	75	109	75	119	120	-
親会社株主に帰属する当期利益	14,153	12,766	14,596	14,666	13,779	11,576	8,706	14,543	13,742	13,800
増益率	38.6	-9.8	14.3	0.5	-6.0	-16.0	-24.8	67.0	-5.5	0.4
当期利益率	7.2	6.3	7.3	6.8	5.8	5.1	4.5	6.7	5.5	5.2
連結EPS	75.65	68.24	390.15	387.44	364.03	308.71	235.23	392.88	371.12	380.60
セグメント売上高										
チェーン	61,721	63,998	60,600	67,338	72,023	67,526	61,312	74,174	90,096	92,000
モーションコントロール	22,557	21,975	21,563	24,156	25,591	23,813	18,024	19,906	23,316	22,000
モビリティ	66,978	73,473	75,147	79,545	78,992	70,949	59,450	66,027	77,275	84,000
マテハン	45,169	44,354	41,043	44,187	61,827	64,212	53,618	55,728	60,973	65,000
その他	2,968	3,186	3,001	3,331	3,548	3,542	3,941	3,074	3,200	3,000
消去	-2,658	-3,011	-2,594	-2,843	-3,469	-3,622	-2,948	-3,031	-3,287	-3,000
連結売上高	196,738	203,976	198,762	215,716	238,515	226,423	193,399	215,879	251,574	263,000
セグメント利益										
チェーン	5,002	6,172	7,102	8,502	10,292	8,406	7,862	11,005	13,687	13,800
モーションコントロール	2,400	2,428	2,218	3,060	3,340	2,189	747	1,129	1,710	0
モビリティ	11,916	12,258	12,385	10,258	8,734	5,791	3,782	6,568	6,376	6,600
マテハン	1,940	659	706	416	402	647	-2,202	799	-888	-1,800
その他	123	84	-1	-41	-43	20	-330	-442	-534	-1,100
消去	44	-30	-765	-1,502	-936	-909	-963	-1,217	-1,365	-1,400
連結営業利益	21,427	21,570	21,647	20,694	21,789	16,146	8,896	17,842	18,985	16,100
セグメント利益率										
チェーン	8.1	9.6	11.7	12.6	14.3	12.4	12.8	14.8	15.2	15.0
モーションコントロール	10.6	11.0	10.3	12.7	13.1	9.2	4.1	5.7	7.3	0.0
モビリティ	17.8	16.7	16.5	12.9	11.1	8.2	6.4	9.9	8.3	7.9
マテハン	4.3	1.5	1.7	0.9	0.7	1.0	-4.1	1.4	-1.5	-2.8
その他	4.2	2.6	0.0	-1.2	-1.2	0.6	-8.4	-14.4	-16.7	-36.7
消去	-1.7	1.0	29.5	52.8	27.0	25.1	32.7	40.2	41.5	46.7
連結営業利益率	10.9	10.6	10.9	9.6	9.1	7.1	4.6	8.3	7.5	6.1

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 19：連結貸借対照表とキャッシュフロー

(百万円、%)	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3
流動資産	100,626	116,619	116,536	125,400	132,144	143,949	134,083	145,185	166,512	182,054
現金・預金	13,518	17,504	20,195	26,332	29,590	33,647	29,019	41,869	49,104	56,908
受取手形・売掛金	44,337	47,338	48,726	50,760	55,612	59,807	57,046	55,377	59,131	63,208
有価証券	7,877	12,020	7,533	7,965	4,646	4,114	3,965	6,189	6,339	2,674
棚卸資産	29,625	33,574	33,153	33,875	37,676	41,884	40,278	38,389	49,008	55,882
その他流動資産	5,269	6,183	6,929	6,468	4,618	4,495	3,773	3,360	2,930	3,381
固定資産	128,213	142,122	137,570	141,814	151,429	161,966	160,015	162,147	166,107	163,823
有形固定資産	96,852	101,613	102,777	105,435	113,285	116,946	118,579	115,059	114,918	115,097
無形固定資産	5,807	5,132	4,352	3,841	2,968	12,787	11,361	10,695	10,700	9,081
投資その他資産	25,554	35,376	30,444	32,537	35,175	32,233	30,074	36,391	40,488	39,644
資産合計	228,840	258,742	254,106	267,215	283,574	305,916	294,098	307,332	332,620	345,878
流動負債	62,003	59,435	55,525	66,558	70,796	82,617	67,081	61,690	67,839	65,588
支払手形・買掛金	25,269	25,902	24,986	25,462	34,148	33,701	27,030	25,674	28,373	29,643
短期借入金・1年以内償還長期借入金	18,847	11,761	10,547	20,225	11,292	22,779	17,139	11,953	13,142	9,328
その他流動負債	17,887	21,773	19,992	20,872	25,356	26,137	22,912	24,064	26,324	26,617
固定負債	45,208	55,014	52,766	44,439	43,012	47,844	50,961	58,147	55,023	53,707
SB・CB	0	10,000	10,000	10,000	10,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
長期借入金	17,690	15,146	14,269	4,409	5,288	5,992	9,369	14,214	9,727	9,457
その他固定負債	27,518	29,868	28,497	30,030	27,723	26,851	26,592	28,933	30,295	29,249
負債合計	107,212	114,450	108,291	110,997	113,808	130,461	118,043	119,838	122,863	119,295
非支配株主持分	3,194	3,851	3,774	3,744	1,848	1,720	1,695	1,703	2,000	2,184
自己資本	118,433	140,439	142,041	152,474	167,916	173,734	174,360	185,791	207,756	224,398
純資産合計	121,628	144,291	145,815	156,218	169,764	175,454	176,055	187,494	209,757	226,582
負債・資本合計	228,840	258,742	254,106	267,215	283,574	305,916	294,098	307,332	332,620	345,878

(百万円、%)	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3
営業活動によるキャッシュフロー	19,761	22,189	19,090	25,434	27,657	24,197	20,275	27,890	21,000	21,352
税金等調整前当期純利益	17,572	22,583	20,444	21,575	21,164	19,432	16,809	12,159	20,081	18,292
減価償却費	8,745	9,476	10,402	10,342	11,005	12,366	12,739	12,682	12,694	13,299
運転資本の増減	-220	-4,110	-3,721	-2,804	720	-5,847	-3,318	3,143	-7,998	-5,851
法人税等の支払額	-6,099	-7,193	-9,785	-6,126	-6,664	-7,354	-5,089	-3,810	-3,533	-7,403
その他	-237	1,433	1,750	2,447	1,432	5,600	-866	3,716	-244	3,015
投資活動によるキャッシュフロー	-17,166	-14,306	-13,593	-13,420	-17,389	-32,088	-14,241	-9,560	-9,075	-9,279
投資有価証券の取得	-223	-548	-194	-229	-11	-212	-15	-252	-12	-24
投資有価証券の売却	665	0	0	19	0	328	215	166	352	793
有形固定資産の取得	-13,232	-9,384	-13,750	-14,151	-15,542	-17,273	-14,661	-9,723	-8,004	-8,922
有形固定資産の売却	104	356	147	135	167	198	171	689	178	354
子会社出資金の取得	0	0	0	0	0	-15,457	0	0	0	0
その他	-4,479	-4,730	207	807	-2,001	327	48	-440	-1,589	-1,480
フリー・キャッシュフロー	2,594	7,882	5,496	12,013	10,268	-7,890	6,034	18,329	11,925	12,073
財務活動によるキャッシュフロー	-3,196	-2,647	-5,476	-4,084	-13,191	12,679	-10,385	-4,354	-7,780	-9,963
長期債務の調達・返済	-642	-1,239	-1,540	-688	-9,410	15,780	-2,398	1,213	-658	-4,581
短期債務の調達・返済	-175	1,135	-190	913	1,042	1,813	376	-1,687	-3,005	145
配当金の支払	-1,497	-2,432	-3,554	-3,928	-4,544	-4,731	-4,541	-3,330	-3,516	-4,813
その他	-882	-111	-192	-381	-279	-183	-3,822	-550	-601	-714
現金及び現金同等物に係る換算差額	1,378	741	-957	-649	374	-414	-358	730	2,658	1,980
現金及び現金同等物の増減額	776	5,976	-937	7,279	-2,548	4,374	-4,708	14,706	6,803	4,089
現金及び現金同等物期首残高	20,194	21,291	27,360	26,422	34,142	31,712	36,087	31,378	46,084	52,888
現金及び現金同等物期末残高	21,291	27,360	26,422	34,142	31,712	36,087	31,378	46,084	52,888	56,978
総資産回転率(回)	0.80	0.81	0.80	0.76	0.78	0.81	0.75	0.64	0.67	0.74
有形固定資産回転率(回)	1.90	1.98	2.00	1.91	1.97	2.07	1.92	1.66	1.88	2.19
流動資産回転率(回)	1.80	1.81	1.75	1.64	1.68	1.73	1.63	1.39	1.39	1.44
棚卸資産回転日数(日)	85.26	84.18	85.61	88.52	85.55	84.44	90.24	98.49	104.16	106.16
売上債権回転日数(日)	88.35	85.04	85.95	91.35	89.99	88.31	94.19	106.09	96.80	88.75
仕入債務回転日数(日)	53.06	47.47	45.53	46.32	50.43	51.91	48.95	49.73	45.69	42.09
自己資本比率(%)	51.75	54.28	55.90	57.06	59.21	56.79	59.29	60.45	62.46	64.88
CCC(日)	120.55	121.75	126.03	133.55	125.12	120.84	135.48	154.85	155.27	152.82
ROE(%)：当期純利益/自己資本	9.3	10.9	9.0	9.9	9.2	8.1	6.7	4.8	7.4	6.4
ROA(%)：当期純利益/総資産	4.6	5.8	5.0	5.6	5.3	4.7	3.9	2.9	4.5	4.1
ファイナンシャル・レバレッジ(倍)	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6
事業利益率(%)：(営業利益+金融収益)/売上高	10.1	11.2	11.0	11.3	10.0	9.6	7.6	5.1	8.8	8.1

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・フレミング証券（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・フレミング証券（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ツ・リサーチ&アドバイザー（CGRA）を設立、代表取締役役に就任。（一社）日本証券アナリスト協会認定アナリスト。

株式会社 キャピタルグッツ・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 12 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。