

## 企業レポート

東証プライム・機械

2024年12月24日

## 樫本チエイン（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）

## 2025年は業績の再加速に加え、継続的な株主還元が期待されよう

- 総括：** 樫本チエイン（以下、同社）を取り巻く外部環境は、世界的な高金利およびインフレに伴う民間設備投資の低迷、中国経済の鈍化、日系自動車メーカーの認証不正などを背景に厳しい状況にあり、同社業績も踊り場局面を迎えている。しかし、業績モメンタムは相対的に良好であり、強固なバランスシートと高いキャッシュ創出能力は健在である。事業セグメント間の収益性格差が大きく開いている点に課題が残るものの、その対策次第では、全社ベースの営業利益率は中期経営計画で掲げた数値目標（9～11%）の達成が視野に入ってくると思われる。新たに中計最終年度である26/3期に向けたキャッシュ・アロケーション（イメージ）が提示され、自社株取得を含む積極的な株主還元に加え、資本政策を通じた目標ROE8%以上の達成にこだわる姿勢が示されたことは好印象である。今後は長期ビジョン2030およびPBR1倍以上の実現に向けて、納得感のある長期的な成長ストーリーの提示、課題解決と新規事業の育成、サステナビリティの向上に期待したい。
- 業績動向：** 25/3期業績予想は、25/3上期決算発表と同時に小幅下方修正された。しかし、新規案件の獲得や製品価格の改定などが奏功、機械業界および自動車部品業界との比較において、相対的に堅調な業績推移を見せている。2025年はチェーンおよびモビリティ事業を中心にポジティブな事業環境が見込まれ、モーションコントロールおよびマテハン事業における収益性の向上策、米国新政権による貿易関税リスク対策次第では、中計数値目標の達成も可能であるとCGRAは考える。
- ESG経営：** マテリアリティの解決に紐付いたエコプロダクトの売上高構成比は、国内製造子会社を含む国内売上高の37.9%（24/3期）へ上昇し、前期比9.5%増の445億円となった。ESG経営を通じたポジティブな財務影響であり、評価されよう。しかし、日本経済新聞社発表のSDGs経営評価が低下傾向にある。ESG経営の現場浸透を始め、サステナビリティの向上に向けた取り組みの継続的強化が求められよう。
- 株価バリュエーションと株主還元：** SOTP（サム・オブ・ザ・パーツ）で算出される同社の妥当なPBRは1.1倍（現状は0.79倍）と試算され、その実現にはMCおよびマテハン事業の収益性改善と長期的な成長イメージの獲得が求められよう。ただし、株主還元に関しては、公約連結配当性向が35%以上へ引き上げられ、過去2期間において自己株式の取得と連続増配が実施されている。現中計の最終年度となる26/3期においても、積極的な株主還元が期待される。

## 樫本チエインの連結業績および各種株価データ

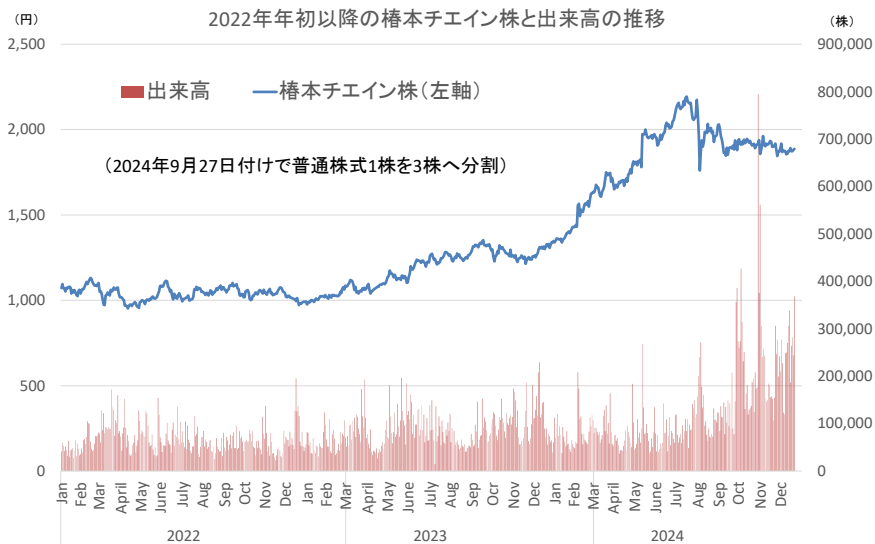
トレーディング・データ	業績推移	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3会予	
株価（24年12月20日）：円	1,887	売上高：億円	2,264	1,933	2,158	2,515	2,668	2,740
52週レンジ：円	1,819～1,982	営業利益：億円	161	88	178	189	212	200
時価総額：億円	2,099	経常利益：億円	166	110	200	209	234	220
発行済株式総数：百万株	111.24	当期純利益：億円	115	87	145	137	185	200
平均売買代金（20日）：億円	4.4	EPS：円	102.9	78.4	130.9	123.7	170.5	192.2
会社予想PER：倍	9.8	ROE：%	6.7	4.8	7.4	6.4	7.7	-
PBR（24/3末）：倍	0.79	1株当たり配当金：円	40.0	25.0	40.0	43.3	53.3	80.0
予想1株配当金：円	80.0	配当性向：%	38.9	31.9	30.5	35.0	31.3	41.6
予想配当利回り：%	4.2	FCF：百万円	60	183	119	120	294	-
ROIC（24/3）：%	4.8	NetCash：百万円	-85	68	175	257	492	-

注：EPSおよび1株当たり配当金は、2024年10月1日付けの株式分割（1株→3株）を調整済み

## 目次

- 会社概要： p 3
- 橋本チェーンにおける 3 つの注目ポイント： p 4～5
- 前回レポートからの変化点： p 6
- 四半期業績の推移： p 7
- 中期経営計画 2025 と進捗状況： p 8
- 2025 年の事業機会とリスク： p 9
- チェーン事業： p 10
- モーションコントロール（MC）事業： p 11
- モビリティ事業： p 12
- マテハン事業： p 13
- 株価バリュエーションの考察： p 14
- 株主還元： p 15～16
- サステナビリティ経営： p 17
- 連結損益計算書と貸借対照表およびキャッシュ・フロー： p 18～19

**図表 1：橋本チェーン株は株価上昇とともに出来高が増加**



出所：CGRA 作成

## 会社概要

### 事業内容：動かす領域において部品、ユニットからシステムまで手掛ける

同社は、1917年大阪において自転車用チェーンを製造する町工場として創業し、産業用チェーンをはじめ、モーションコントロール、モビリティ、マテハンの4つの事業領域へ展開することで、「動かす」領域を支える総合ソリューション提供企業へ発展を遂げてきた。

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、目指すべき姿として、「モノづくりにこだわり、モノづくりの先を行く。」を掲げ、保有する製造および知的資本（動力伝動・搬送技術、すり合わせ技術、量産化技術、材料技術、電動化技術など）を基盤に、新たなイノベーションと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。同社は産業用スチールチェーンの世界シェアが推定17%、自動車エンジン用タイミングチェーンシステムでは同40%を確保、ともに世界シェア1位を誇る。

現在、同社は①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、ユニットなどの動力の変・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（以下、MC事業）、③自動車エンジンに搭載され、燃費改善や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の自動保管システムなどを手掛けるマテハン事業、の4事業セグメントを有する。

また、持続的成長の実現に向けて、ヒューマンアシスト、メンテナンス、アグリ、ライフサイエンス、エネルギーインフラ、ニューモビリティなどの次世代ビジネスの創出にも積極的に取り組んでいる。

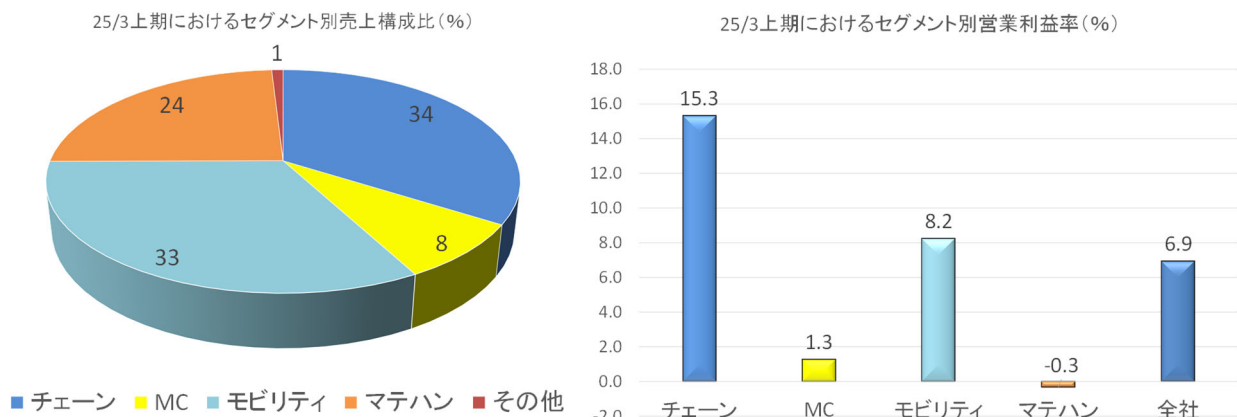
産業用チェーンや自動車向けタイミングチェーンシステムは世界シェアNo.1を誇る

### 高い収益性を誇るチェーン事業が営業利益のけん引役

25/3上期の連結売上高は、前年同期比5.9%増の1,363億円、営業利益は同9.7%増の94億円（営業利益率6.9%）であった。外部顧客への売上高を報告セグメント別に見ると、チェーン事業が連結売上高の34%、MC事業が同8%、モビリティ事業が同33%、マテハン事業が同24%、その他事業が同1%を占める。セグメント別営業利益は、チェーン事業が前年同期比8.5%減の72億円（営業利益率15.3%）、MC事業が同37.7%減の1億円（同1.3%）、モビリティ事業が同14.9%増の36億円（同8.2%）、マテハン事業は1億円の営業赤字（前上期は16億円の赤字）、その他事業も5億円の営業赤字（同4億円の赤字）、調整額10億円であった。連結営業利益の75%をチェーン事業が稼ぎ出している。

営業利益率約15%を誇るチェーン事業が連結営業利益の75%を占める収益源である

図表2：売上構成比およびセグメント別営業利益率



出所：会社資料からCGRA作成

## 樁本チエインにおける 3 つの注目ポイント

### ポイント①：株主価値の最大化に向けた資本政策を発表

同社は、2024年5月14日、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」を発表するとともに、上限100億円（発行済株式総数の5.0%）の自己株式の取得を発表（11月30日で終了）した。この中で、中計2025の数値目標の達成に加え、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて、既存事業の持続的な利益成長を図りつつ、成長戦略の実行による持続的な利益成長、適切な現預金水準を意識した戦略的な株主還元を推進することで、ROE8%以上の達成を目指す方針が示された。具体策としては、①中計2025期間中の必要現預金水準を500億円（月商2か月分。25/3上期末におけるB/S上の現金及び預金は685億円）とし、積極的な投資と戦略的な株主還元を実施する、②連結配当性向を30%基準から35%以上へ引き上げる、③必要手元資金と利益創出額を勘案しつつ、自己株式の取得などを機動的に実施し、総還元性向を意識した株主還元を行う、④2026年3月末時点の連結純資産に対する政策保有株式比率10%以下を目標に売却を進める（25/3上期末の純資産に占める投資有価証券比率は15.5%）、が示された。同社は、高いキャッシュ創出能力を有しており、積極的な資本政策を実施することで目標ROEの達成とPBR1倍以上の回復を目指す方針である。

26/3期まで積極的な株主還元を継続する方針である

### ポイント②：キャッシュを活用した各種施策の実行に期待したい

24/3期における連結営業利益は、212億円（前期比12.0%増、営業利益率8.0%）にとどまり、コロナパンデミック前の19/3期における営業利益217億円並みであった。一方、24/3期における営業キャッシュ・フローは、棚卸資産を中心とした運転資本の圧縮が奏功し、19/3期の241億円を大幅に上回る385億円を確保するとともに、設備投資108億円を含む投資キャッシュ・フロー91億円を差し引いたフリー・キャッシュ・フローは過去最高の294億円に達した。短期借入金の返済52億円、配当金の支払い47億円、自己株式の取得による支出45億円などを含む財務キャッシュ・フロー156億円を差し引いた期末の現金及び現金同等物残高は、24/3期末時価総額の39%にあたる746億円（25/3上期末は648億円）へ増加している。現中計では、22/3～26/3期の5年間累計FCFを500～600億円と想定していたが、25/3上期を含む前半3ヶ年半の累計FCFは589億円に達している。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、株主還元の強化など、スピード感を伴う施策の実行に期待したい。

引き続き高いキャッシュ創出力を有する

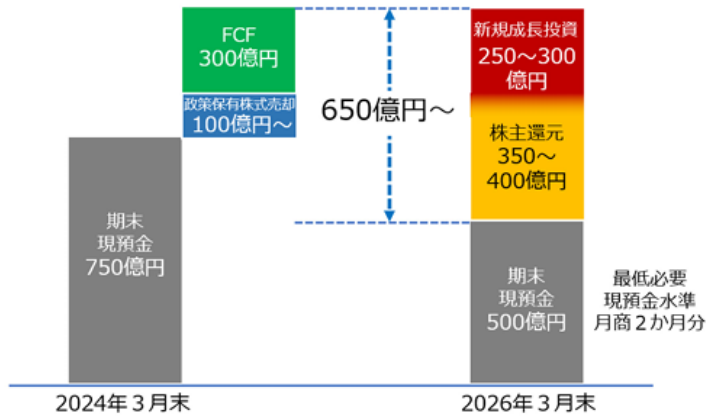
### ポイント③：エコプロダクト売上高の安定成長が続く

同社は長期ビジョン2030において、「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」の3つの社会課題の解決に貢献する企業グループを目指している。「動かす」の領域において、提供する製品の長寿命化、省エネ、小型化など、地球環境とお客様のコストメリットへの貢献を目指したサステナブルプロダクト認定基準を策定し、社内KPIを設定し、実効性を高めた活動を展開している。サステナブルプロダクトは、環境貢献型のエコプロダクトと社会貢献型のソーシャルプロダクトに分けられ、エコプロダクトは①気候変動に対応した商品、②循環型社会の実現に貢献する商品、に区分され、CO<sub>2</sub>排出削減量や再資源化率などをKPIに掲げ、開発および拡販に努めている。24/3期におけるエコプロダクトの売上高は、前期比9.5%増の445億円（国内製造子会社を含む国内売上高に対する構成比37.9%）と伸長した。顧客における機器選定の基準が、性能や価格だけでなく、社会貢献およびScope3を含めた環境（脱炭素）基準へ拡がり始めており、エコプロダクトのさらなる成長と収益貢献、海外展開に期待したい。

ESG経営の深耕を通じた財務インパクトとして、エコプロダクトの売上高の成長が続く

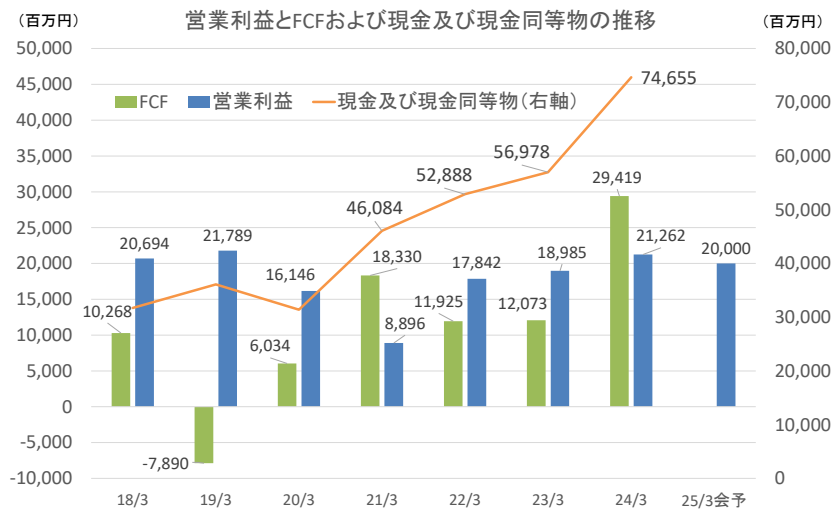
**図表 3 : 中計 2025 (25/3~26/3) 期間中のキャッシュ・アロケーション**

「中計2025」期間内(2025年3月期~2026年3月期)のキャッシュ・アロケーション(イメージ)



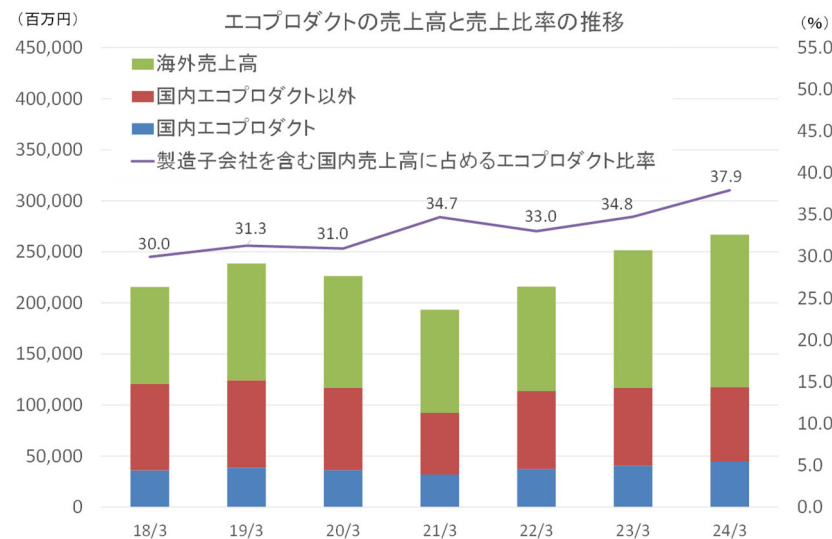
25/3 期における総還元額は約 183 億円、26/3 期においても 167~217 億円規模の総還元額が期待される

**図表 4 : 引き続き高いキャッシュ創出能力を有する**



高いキャッシュ創出力を背景に高水準のキャッシュを保有

**図表 5 : エコプロダクト製品は安定成長が続く**



エコプロダクトの製造子会社を含む国内売上構成比は 37.9%へ上昇

出所：会社資料などから CGRA 作成



## 前回レポートからの変化点

### 橋本チエイン：2024年の主な注目イベント

前回（2023年12月20日）発行レポート以降における主なイベントとしては、2024年5月14日発表の株主還元を含む資本政策に関する内容が特筆すべき内容であり、その後の同社株価の大幅な上昇に繋がった。加えて、最適ポートフォリオの実現や収益性の改善に向けた事業改革、さらには新規ビジネスの創造に向けた活動も着実に実施されている印象である。今後の業績、財務面への貢献に期待したい。

新たな株主還元策が発表され、社内では着々と収益性改善に向けた施策が実行されている印象

図表 6：2024年における主要ニュース

2024年	日付	内容
IR情報	5月14日	・自己株式の取得 ・政策保有株の売却 ・配当方針の変更 ・資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について
	8月15日	・株式会社木田屋商店のアグリ事業を買収
	10月31日	・25/3期業績予想を下方修正
サステナビリティ	3月12日	・「健康経営優良法人2024」に認定
	10月16日	・「TSUBAKI REPORT2024」を発行
組織変更	4月1日	・MC事業部の技術および製造統括を再編 ・マテハン事業にビジネス開発部を新設 ・新事業開発センターにプロジェクト部を新設
	10月1日	・ヒューマンアシスト事業開発部を新設

出所：CGRA 作成

### 外部環境：民間設備投資および中国、欧州経済の低迷が続く

工作機械受注に代表される民間設備投資の回復遅れ、中国および欧州経済の低迷、日系自動車メーカーの認証不正問題などを背景に、自動車および機械業界を取り巻く事業環境は芳しくない。このため、日産自動車が20%の生産能力と9,000名の人員削減、ホンダは中国での人員削減を実施するとともに、アイシンなどの自動車部品各社に加え、工作機械メーカーのオークマ DMG 森精機、FA 関連の安川電機などが業績見通しの下方修正を発表した。同社も25/3通期業績予想を下方修正したものの、相対的な業績モメンタムは強く、同社株価は他社をアウトパフォームしている。

外部環境が悪化する中、同社は相対的に堅調な業績を確保している印象

図表 7：前回レポート発行以降の変化

主要項目	前回(2023年12月13日)	今回(2024年12月20日)
株価：円	1,313	1,887
1株当たり配当金：円	53.3(24/3実績)	80(25/3会予)
配当利回り：%	4.1(24/3)	4.2(25/3会予)
PER：倍	7.7(24/3実績)	9.8(25/3会予)
PBR：倍	0.65(23/3期末)	0.79(24/3期末)
売上高：億円	2,668(24/3実績)	2,740(25/3会予)
営業利益：億円	212(24/3実績)	200(25/3会予)
自動車生産台数(万台)	FY2023 9,000(予想) FY2024 -	9,000(実績) 8,800(予想)
工作機械受注高(億円)	FY2023 14,600(予想) FY2024 -	14,531(実績) 14,600(予想)
米国政策金利：%	5.50	4.50
USD：円	145.6	156.8
TOPIX	2,355	2,702

出所：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予想はCGRA作成。

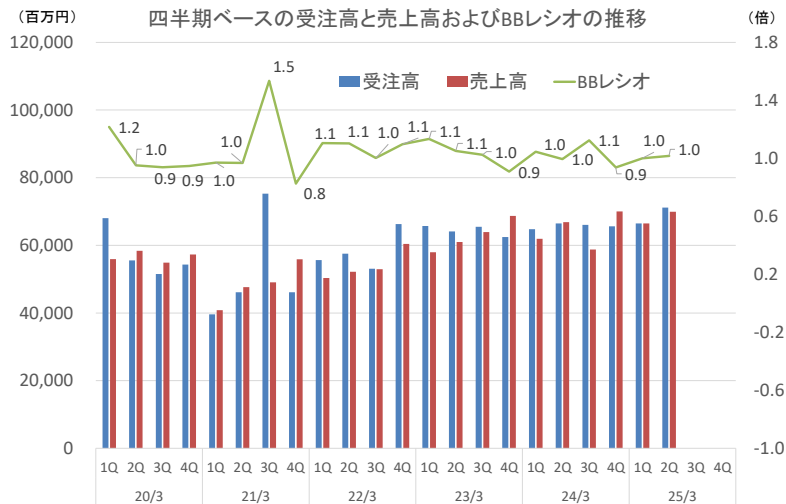
## 四半期業績の推移

### BBレシオは安定的に1倍水準を確保している

四半期ベースの受注高および売上高は、コロナ禍以前の水準に回復し、受注高を売上高で除したBBレシオ（株価および業績の先行指標）は安定的に1倍以上を確保している。25/3上期は、受注高が前年同期比4.9%増の1,376億円（1Q：664億円、2Q：711億円）、売上高は同5.9%増の1,363億円（1Q：664億円、2Q：699億円）となり、上期末の受注残高は月商3.2か月の740億円（24/3期末：724億円）となった。

BBレシオや受注残高を見る限り、底堅い業績推移が続きそう

図表8：受注高および売上高はコロナ禍前水準を上回り、安定的に推移



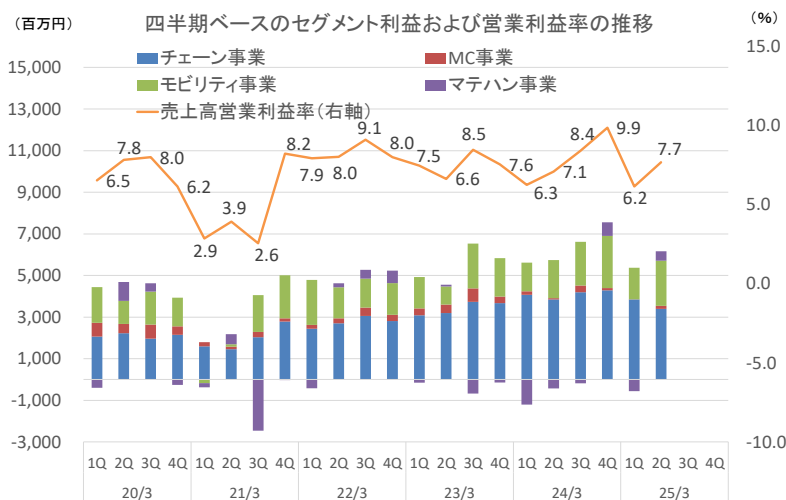
出所：CGRA 作成

### 営業利益率の一段の改善にはMCとマテハン事業の収益性改善が必要

四半期ベースの営業利益は、既にコロナ禍前の水準を上回って推移しているが、営業利益率に関しては、ボラティリティが高まる中、7%前後で横這いの状況が続いている。引き続きチェーンおよびモビリティ事業が利益のけん引役であるが、チェーン事業に少し踊り場傾向が見られ始めている。営業利益率がボックスレンジを脱し、中計目標に掲げている9~11%を安定的に確保するためにはMCおよびマテハン事業においてスピード感を伴った収益性の改善が求められよう。

チェーンおよびモビリティ事業に次ぐ業績けん引役の登場が欲しい

図表9：更なる収益性の向上にはMCとマテハン事業の改善が待たれる



出所：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

「中期経営計画 2025」は、最終年度の主要目標として、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、連結配当性向 30%（連結配当性向 35%以上へ上方修正済み）を掲げてスタートした。基本方針は、①持続的成長が可能となる次世代ビジネスの創出、②既存事業のさらなる市場地位向上と収益力の強化、③モノづくり改革および人づくり強化による事業基盤の強化、④ESG への取組み強化、であり、長期ビジョン 2030 の実現に向けて持続的成長につながる「新事業の種まき期間」と位置付けられた。

事業間の収益格差が大きいものの、全社業績は概ね順調に推移

図表 10：中期経営計画 2025 の数値目標

項目	指標	2025年度(26/3)目標		事業セグメント	2025年度(26/3)目標		2023年度 CGRA評価
		売上高(億円)	営業利益率		売上高(億円)	営業利益率	
収益性	売上高	3,000～3,200億円		チェーン	800～850	15%以上	◎
	営業利益率	9～11%	△		320～350	12%以上	×
資本効率	ROE	8%以上	○	MC	950～1,000	11%以上	△
	配当性向	35%以上(当初30%)	◎				
株主還元	配当性向	35%以上(当初30%)	◎	マテハン	900～950	6%以上	×
	ESG	CO <sub>2</sub> 排出量	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)	△

◎:既に達成、○:計画通り、△:若干未達、×:未達

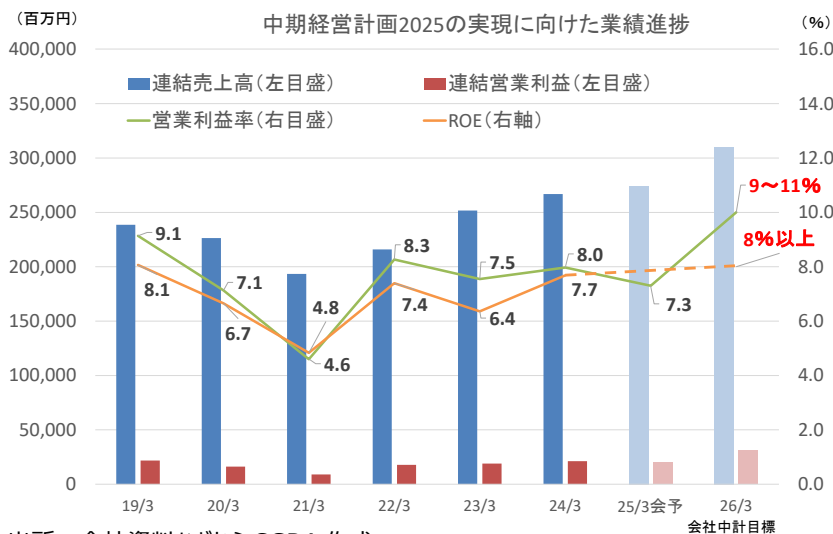
出所：会社資料などから CGRA 作成

## 中期数値目標の実現に向けて収益課題の解決が求められよう

中計 3 年目となる 24/3 期は、売上高が 2,668 億円、営業利益は 212 億円（営業利益率 8.0%）、ROE は 7.7%、配当性向 31.3%（総還元性向は 55.6%）を確保し、順調な進捗が見られた。中計 4 年目となる 25/3 期は、想定以上の外部環境の悪化に見舞われ、上期決算の発表とともに、予想売上高が 2,800 億円から 2,740 億円、営業利益は 230 億円（同 8.2%）から 200 億円（7.3%）へ下方修正された。1 株当たり予想配当金は 80 円が据え置かれ、連結配当性向は 41.6%の見通し。事業セグメント別では、チェーン事業が中計目標値を 3 年前倒して達成したうえ、モビリティ事業も新規案件の獲得などから健闘している。ただし、MC 事業とマテハン事業は大きく下振れており、両事業における収益性の改善が中計達成の鍵を握っていると言えよう。

達成の確度を高めるためにはMCおよびマテハン事業の収益性改善を加速させたい

図表 11：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



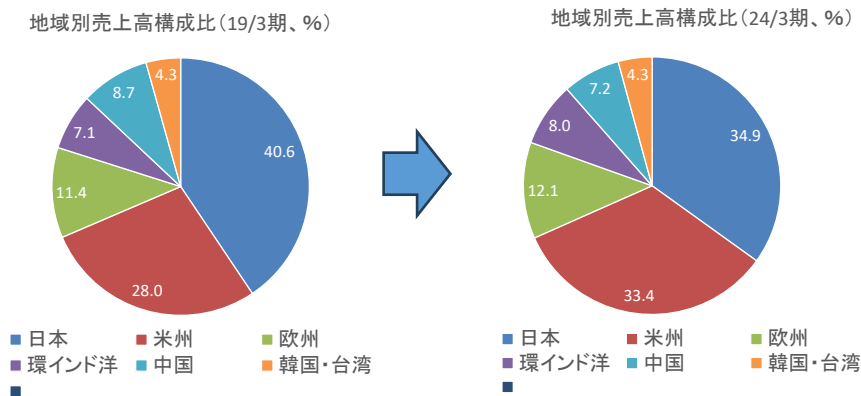
## 2025 年の事業機会とリスク

### 中国売上高比率は約 7%と低く、日本および米州で約 6 割を占める

25/3 上期決算を見る限り、空気圧機器の世界最大手メーカーである SMC をはじめ、アイシンなどの自動車部品メーカーにおいても中国需要の減少に加え、中国ローカル企業との競争激化などを背景に、通期業績予想の下方修正に踏み切った。2025 年以降においても中国リスクは懸念事項の 1 つとなりそうだ。同社における中国向け売上高比率は 19/3 期の 8.7%から 24/3 期は 7.2%へ低下する一方、環インド洋市場などが緩やかに成長しつつ、日本と米州が連結売上高の約 6 割を占める構図は変わっていない。特に、収益頭であるチェーン事業は、日本と米州で売上高の約 7 割を占めており、地政学リスクは相対的に軽微であると CGRA は考える。

相対的に地政学リスクは少ない

図表 12 : 地政学リスクは相対的に小さい



### 2025 年はアップサイドの事業機会が多くなりそう

2024 年は、中国経済の低迷、米国大統領選挙を見据えた民間設備投資の先送り、AI を除く半導体設備投資の回復遅れ、日系自動車メーカーの認証不正に伴う生産減、世界的なインフレと高金利などを背景に、機械業界および自動車関連業界の業績悪化リスクが顕在化した。しかし、2025 年の同社事業環境を見渡すと、日系自動車メーカーの挽回生産や米国や日本を中心とした民間設備投資の回復などが期待され、同社にとっては比較的良好な事業環境の到来が予想される。マクロリスクとしては、米国における輸入関税の導入と各国の報復関税などが考えられる一方、同社固有のリスクとしては、MC 事業およびマテハン事業における収益性の低迷が懸念される。

貿易関税リスクに関しては先手の対応策の検討が求められる

図表 13 : 2025 年は事業機会がリスクを上回りそう

	事業機会		リスク
マクロ環境	日系自動車メーカーの生産回復 (認証不正からの反動増) 米国大統領選挙終了に伴う民間設備投資回復 (工作機械、マテハンなどの受注回復)	マクロ環境	中国経済の低迷長期化 米国貿易関税の導入と報復関税 BEV化の再加速 部材高騰を含むインフレ環境の長期化
チェーン事業	米国および国内需要の回復 ロボハンドなどの新たな用途開拓 次世代ローラーチェーン「G9」の市場投入(2026年)	チェーン事業	米国での競争激化
MC事業	自動化・省力化に関する構造的な需要増 世界最小ローラーチェーンによる新アプリケーション開拓 欧州の大形コンベヤチェーン製造拠点獲得に伴うシェア拡大	MC事業	収益性改善の遅れ
モビリティ事業	車載用クラッチの用途拡大 日系および欧州系自動車向け需要の回復 HEV/PHEV向け需要の再拡大	モビリティ事業	米国における輸入関税の強化 BEV化促進施策の導入 中国需要の大幅な下振れ
マテハン事業	物流のDXソリューションニーズの拡大 得意とする国内物流向け需要の回復 アフターサービスビジネスの拡大	マテハン事業	収益性改善の遅れ 工事進行におけるトラブル発生

出所：会社資料などから CGRA 作成

# チェーン事業

## CGRA 見解：底堅い需要環境が持続

チェーン事業が扱う各種チェーンは、各種生産・搬送設備の動力伝達部品として必要不可欠であり、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、長寿命化などの社会価値創造に貢献している。近年は円安や製品価格の改定に加え、米国における市場シェア上昇が業績の押し上げに寄与したが、インフレ環境における景気先行指標である CRB（Commodity Index）との連動性も見られ、今後も堅調な需要環境が継続しそうだ。

鉾山資源などのヘビーデューティー向けを中心に堅調な需要環境が続く

## 業績動向：25/3 期予想営業利益は若干下方修正

25/3 上期（4～9 月）売上高は、同社計画（470 億円）を上回り、前年同期比 0.8%増の 472 億円（円安効果を除くと同 4.6%減収）となった。営業利益は、人件費の増加などから同 8.5%減の 72 億円（営業利益率 15.3%）と減益に転じたが、同社計画（70 億円）を上回って着地した。25/3 通期業績予想は、期初予想から見直され、売上高は 950 億円から前期比 3.0%増の 970 億円へ増額されたものの、営業利益は人件費などの固定費負担の増加を背景に、155 億円から同 8.5%減の 150 億円（同 15.5%）へ下方修正された。

## 受注動向：2025 年は需要拡大局面の到来に期待

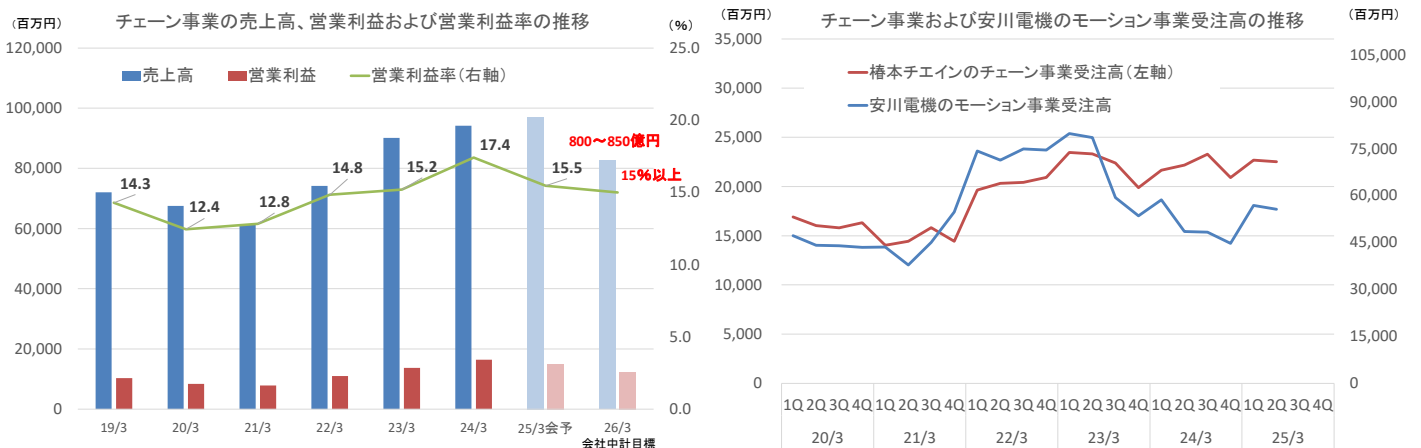
同社チェーン事業と安川電機のモーション事業における四半期ベースの受注高（サーボモータとインバータ）を比較すると、同社チェーン事業の底堅さが理解できよう。高い市場シェアとブランド力を背景とした製品価格の改定に加え、景気減速が続いている中国市場への依存度が約 3%と低い点などが挙げられよう。また、米州への依存度が約 4 割程度と高いうえ、近年は環インド洋が着実に成長を遂げており、構成比も約 8%へ上昇している。現状は踊り場状況にあるものの、今後は大統領選挙を終えた米国経済の再拡大、新製品の投入などを通じた用途開拓などを背景に、2025 年以降は再び需要の拡大局面が到来しそうだ。

米国および日本市場を中心に民間設備の回復が次なる業績けん引役へ

## 中期経営計画の進捗状況：3 年前倒して達成

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。売上高および営業利益率ともに、23/3 期に目標値をクリアし、24/3 期の営業利益率は 17.4%に達した。同社発表のニュースリリースを見ると、24/3 期は 5 つの新製品、25/3 期は世界最小ローラチェーンを含む 7 つの新製品を既に投入している。新たな用途開拓を含む需要創造と収益性の向上が期待されよう。

図表 14：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

# モーションコントロール (MC) 事業

## CGRA 見解：収益性の悪化に歯止めが掛かっていない

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、締結具などは、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。チェーン事業は国内売上高比率が33%にすぎないが、同事業は国内売上高比率が67%を占める内需依存型である。近年は米州や環インド洋を中心に増収基調にあり、海外売上高比率の上昇が見られるものの、24/3 期以降の収益性はコロナ時以上に悪化しており、施策の見直しが求められよう。

買収した ATR 社とのシナジー効果や新製品の投入効果に期待したい

## 業績動向：25/3 期業績予想を下方修正

25/3 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 1.8%増の 113 億円 (円安効果を除くと微減) となったものの、営業利益は同社計画 (3 億円) を下回り、同 37.7%減の 145 百万円 (営業利益率 1.3%) となった。モータなどの仕入部品の価格上昇や人件費の増加などが響いた。25/3 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 1.2%増の 230 億円、営業利益は 10 億円から同 39.4%減の 4 億円 (同 1.7%) へ見直された。11 月には国内製品の値上げを実施したうえ、次世代主力製品の確立に注力しており、来期に向けて効果の顕在化が見込まれる。

## 受注動向：2024 年 10~12 月が当面のボトムと CGRA は予想

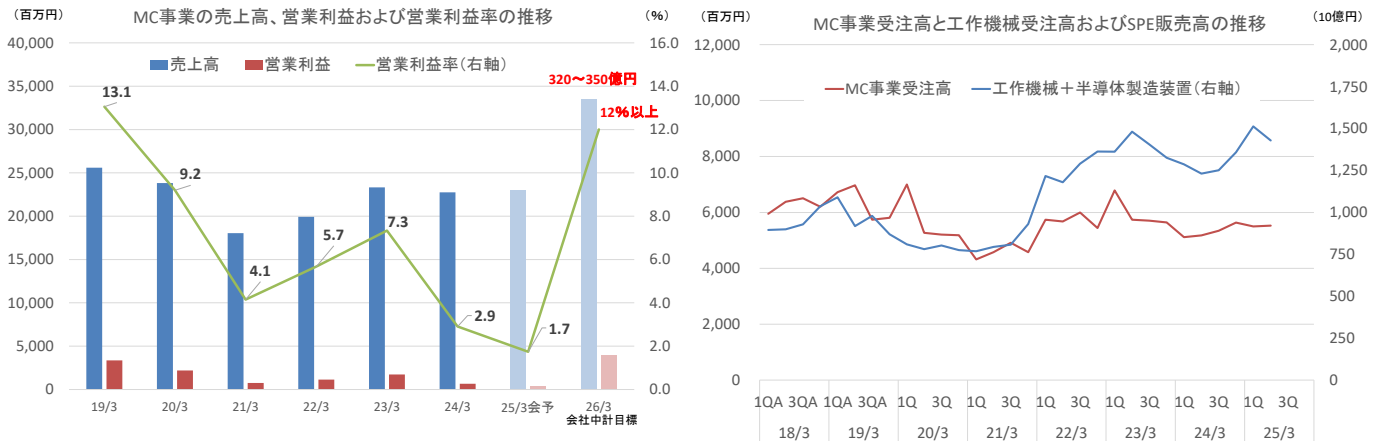
民間設備投資のバロメータであり、同社 MC 事業の受注高と高い相関関係にある四半期ベースの工作機械受注高は、踊り場環境が続いている。一方、半導体製造装置 (SPE) の販売高は、2024 年 4 月以降、前年同月比 2 桁増基調にある。同社 MC 事業受注高は、工作機械受注高と半導体製造装置販売高を合算した先行指標に対して、出遅れ感が見られている。代理店や顧客における在庫調整などが原因と考えられ、今後は両者のギャップを埋める格好で、同社 MC 事業における受注の回復傾向が強まると考えられる。

2025 年は工作機械および半導体製造装置向けの需要回復が期待される

## 中期経営計画の進捗状況：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。23/3 下期の営業利益率は 7.8%へ改善したものの、半導体製造装置や工作機械向けを中心とした需要減と固定費負担の増加を背景に、収益性の悪化が見られている。26/3 期は半導体設備投資や工作機械受注の回復の恩恵を受けると見られるが、中計数値目標の実現には追加の製品値上げやアフターサービスの強化、ROIC 経営を通じた製品や業種などの「選択と集中」が求められよう。

図表 15：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、(一社) 日本半導体製造装置協会などから CGRA 作成。

# モビリティ事業

## CGRA 見解：今後 1～2 年はアップサイドポテンシャルが大きそう

モビリティ事業が提供するタイミングチェーンシステムは、自動車エンジンの小型・軽量・高性能化・低騒音化・低燃費化に必要な製品である。100%電気で動く BEV (Battery Electric Vehicle) ではエンジンが不要となるため、タイミングチェーン自体も使用されないが、HEV 用エンジンや水素エンジンでは必要である。近年は BEV 化の流れが鈍化し、HEV・PHEV への揺り戻しが生じている。市場シェアの獲得も期待可能であり、今後 1～2 年は好調な収益環境が期待できそうだ。ただし、長期的な BEV 化対策に加え、米国貿易関税に向けた対策シミュレーションが求められそうだ。

当面は HEV・PHEV への需要揺り戻しと日系自動車メーカーの挽回生産が見込まれる

## 業績動向：25/3 通期業績予想は小幅に下方修正

25/3 上期 (4～9 月) 売上高は、同社計画 (440 億円) をクリアし、前年同期比 10.1%増の 446 億円、営業利益は同社計画 (33 億円) を上回り、同 14.9%増の 36 億円 (営業利益率 8.2%) となった。増産に伴う製造経費や人件費の増加などを増収効果で吸収し、増収増益を確保した。25/3 通期業績予想は、売上高が 900 億円から前期比 4.0%増の 880 億円へ、営業利益は 82 億円から同 1.5%減の 77 億円 (同 8.8%) へ小幅下方修正された。下期の営業利益率は、9.3%が見込まれている。今後のトップライン次第では、26/3 期において中計で掲げた収益性目標の達成が見えてこよう。

## 業績先行指標：自動車生産台数は底打ちへ

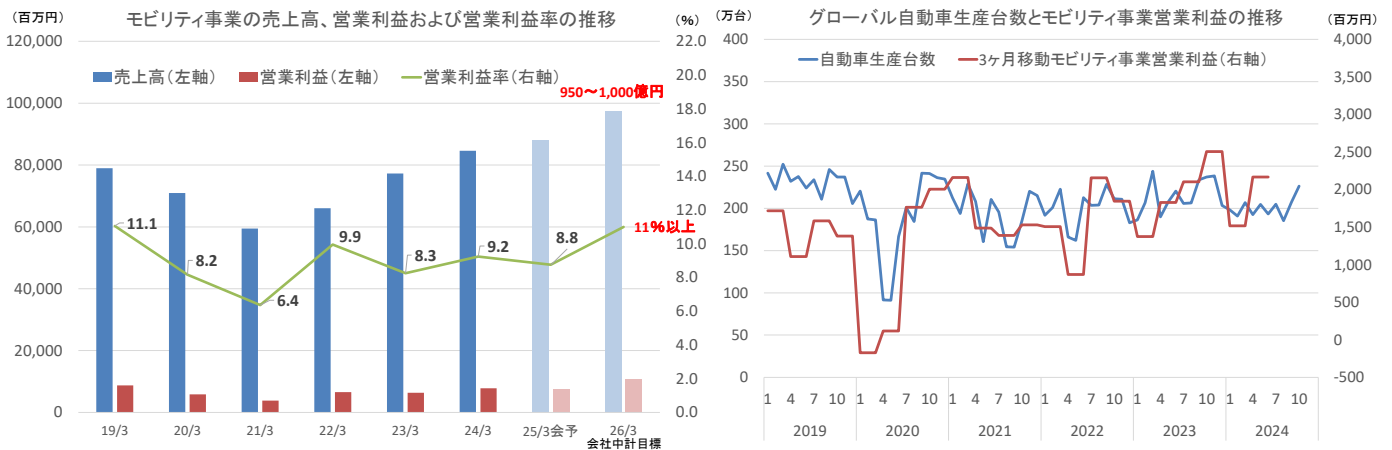
日系自動車メーカー 8 社のグローバル生産台数は、認証不正問題などを背景に低迷が続いているものの、底打ちの兆しが見られている。2025 年は自動車メーカーの挽回生産や BEV からの揺り戻しも期待され、モビリティ事業の回復が同社業績をけん引しそうだ。

グローバル自動車生産台数の再拡大に注目したい

## 中期経営計画の進捗状況：達成の確度が高まった

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。中国においては、他社同様に大幅な下振れリスクが懸念されるものの、欧州での大型新規案件の本格立ち上げに加え、日系自動車メーカーの挽回生産、HEV/PHEV への需要の回帰、生産拠点の集約などから 26/3 期は売上高および営業利益率も中計目標を上回る確度が高まった印象である。拠点集約に関しては、欧州 UK の拠点をチェコ工場へ、環インド洋ではタイの生産拠点数を 2 から 1 へ集約を図るなど利益の最大化を目指した施策が打ち出された。また、長期的な BEV 化に向けた新規ビジネスの開発も進捗している模様である。

図表 16：モビリティ事業の業績推移と先行指標



出所：各種資料から CGRA 作成

## マテハン事業

### CGRA 見解：抜本的な収益性改善策が求められる

マテハン事業は、正確かつ高速な仕分け装置やシステムによる高効率な物流、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。ただし、過去 15 年間で 1 度も営業利益率が 5%を超えていない事業である。また、24/3 期末のセグメント資産利益率も-2.0%にとどまっている。ROIC 経営の導入を契機に、「選択と集中」に向けた施策の導入は待ったなしと考える。

他社にないユニークな事業展開は魅力的だが、稼ぐ力の早期再構築が求められる

### 業績動向：収益性改善策の効果が緩やかに顕在化しつつある

25/3 上期（4～9 月）売上高は、同社計画（340 億円）を下回ったものの、前年同期比 9.9%増の 330 億円へ伸長した。しかし、営業利益は同社計画（1 億円）を下回り、黒字予想から一転して 1 億円の営業赤字となった。粉流体搬送コンベヤや米州自動車向けシステム、国内の物流および自動車向け案件が増収をけん引した。営業利益は、一見ネガティブに見えるが、1Q の 558 百万円の赤字に対して、2Q は 452 百万円の黒字（営業利益率 2.5%）に転じた。25/3 通期業績予想は、売上高が 710 億円から前期比 1.1%増の 660 億円、営業利益は 12 億円から 5 億円（同 0.8%）へ下方修正された。下期の予想営業利益は 6 億円（同 1.8%）の見通し。

### 受注動向：底打ちした印象

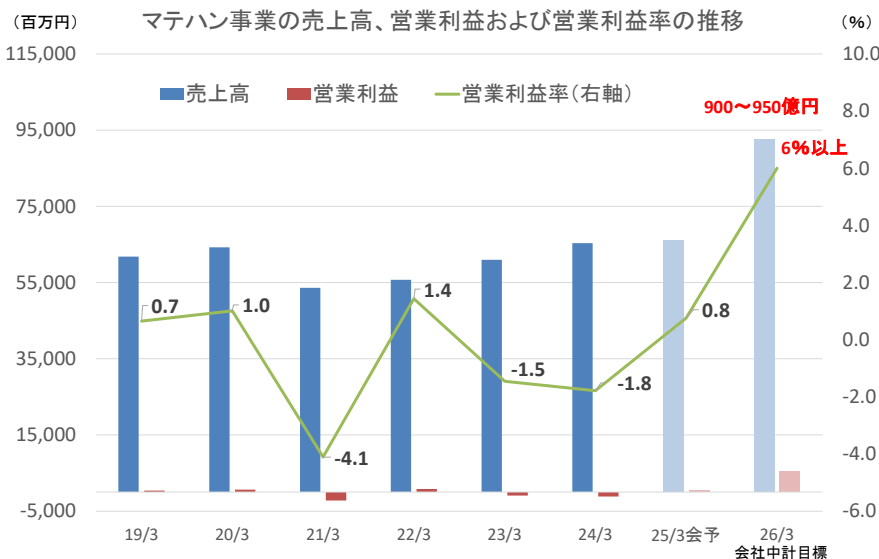
25/3 期 2Q（7～9 月）の受注高は、前年同期比 15.1%増の 199 億円へ伸長した。受注高から収益性を判断することは難しいが、選別受注による利益貢献に期待したい。

### 中期経営計画の進捗：収益性を考慮した事業展開に期待

マテハン事業は、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%以上を目指している。達成は難しい印象であるが、KDDI と設立した物流倉庫のデジタル変革および自動化を支援する共同出資会社が 4 月 1 日から事業がスタートしたうえ、世界最高レベルの AI 画像認識技術を自動仕分けシステムで実用化するなど、他社と差別化を図った事業展開を進めている。また、安定収益源の確保を目指したアフターサービスビジネスの強化を進めており、持続的な黒字体質の構築に期待したい。

株式市場ではダイフクとの収益格差は明確であり、抜本的な改善策を望む意見が多い

図表 17：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

## 現時点での妥当な PBR は 1.1 倍と試算される

セグメント利益構成比に基づいた SOTP（サム・オブ・ザ・パーツ）で妥当株価の試算を行ってみたい。まず、モビリティ事業の予想セグメント利益構成比 38.5%に自動車部品メーカー主要 3 社(アイシン、愛三工業、東海理化)の平均予想 PER9.9 倍を当てはめて試算される PER は 3.8 倍である。

一方、モビリティ事業を除くチェーン事業を含むセグメント利益の構成比は 61.5%であり、そこに機械業界（プライム市場上場 113 社）の平均 PER16.2 倍を当てはめた PER は 9.9 倍と試算される。両者を足し合わせた同社の期待 PER は 13.7 倍であり、同社予想 EPS192.25 円を当てはめた理論株価は 2,633 円（時価総額 2,929 億円 = PBR1.1 倍）と試算される。現在株価との差額が、MC 事業およびマテハン事業の低収益性によってもたらされたディスカウント部分と考えられる。

## PBR1 倍以上を安定的に確保するためには 10%程度の ROE が欲しい

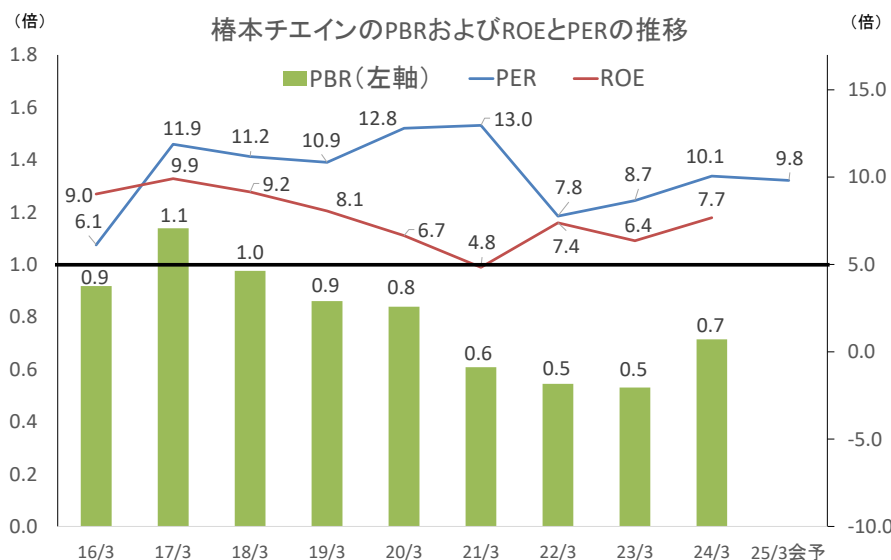
25/3 期予想を含む過去 10 年間の同社 PBR および ROE と PER の推移を見ると、18/3 期以前は安定的に 10%前後の ROE を確保しており、PER に関しても 10 倍を超える水準で評価された結果、PBR は 1 倍を超えて推移していた。18/3 期以前における ROE のけん引役は、セグメント資産利益率 15~17%を確保していたモビリティ事業であり、チェーン事業は同 7~10%であった。しかし、24/3 期においては、チェーン事業のセグメント資産利益率が 15.3%に達する反面、モビリティ事業は同 6.9%と立場が逆転している。その一方で、24/3 期末調整前セグメント資産の 11%を占める MC 事業のセグメント資産利益率は 1.9%、同 19%を占めるマテハン事業のセグメント資産利益率は-2.0%と低位にとどまっている。

資本政策を通じた PER および ROE の上昇には限界があり、安定的な PBR1 倍以上の獲得には本業の収益性改善を伴う 10%程度の ROE の確保と長期的な成長イメージの獲得およびサステナビリティの向上が求められよう。

自助努力による同社株価の上昇余地は大きいそう

PER の上昇に向けて中長期的な成長イメージの獲得とサステナビリティの向上が求められる

図表 18：過去 10 年間の同社 PBR および ROE と PER の推移



出所：各種資料から CGRA 作成



## 株主還元

### 引き続き現中計期間中は積極的な株主価値向上策が期待できそうだ

同社は現中計で掲げた ROE を中心とする主要 KPI およびキャッシュ・アロケーションに基づき、2023 年 5 月 23 日に上限 50 億円（120 万株、発行済株式総数の 3.24%）の自己株式取得と売却を発表した。さらに、2024 年 5 月 14 日発表の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」の中で、連結配当性向を 30%基準から「35%以上」へ引き上げ、自己株式の取得などを機動的に実施し、「総還元性向を意識した株主還元」を行うと方針を見直した。同日、保有する政策保有株 3 銘柄の売却（売却益約 60 億円、2024 年度中に実施予定）に加え、上限 100 億円（発行済株式総数の 5.0%）の自己株式の取得が発表された（11 月 30 日で終了）。

配当性向は「連結配当性向 35%以上」へ上方修正された

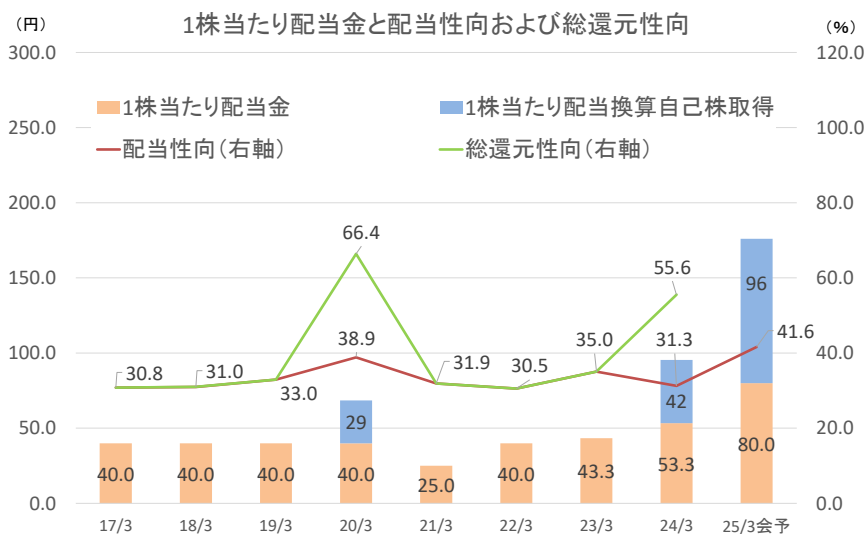
### 26/3 期には 167～217 億円規模の株主還元が期待可能

・公約配当性向 35%以上（25/3 期予想配当性向 41.6%、株式分割考慮後 1 株当たり配当金 80 円）

・25/3～26/3 期における株主還元総額イメージは 350～400 億円（25/3 期は自己株式の取得 100 億円と配当総額 83 億円を含め 183 億円が予定されており、26/3 期に向けて残り 167～217 億円の株主還元が想定されるイメージ）

普通株式 1 株につき 3 株の株式分割を考慮した 24/3 期の 1 株当たり配当金は、前期比 10 円増配の 53.3 円である。配当性向は 31.3%であるが、上記の自己株式の取得を加味した総還元性向は 55.6%と試算される。25/3 期は 2024 年 10 月 31 日付けで通期業績予想が下方修正されたものの、株式分割考慮後 1 株当たり配当金 80 円（配当性向 41.6%）が据え置かれた。上記の自己株式の取得を配当金に換算して算出される 1 株当たり配当金は 176 円であり、自己株式の取得を含む総還元性向は 91.6%と試算される。同社の予想キャッシュ・アロケーション・イメージから試算される今後の還元余地を見る限り、中計最終年度となる 26/3 期においても、積極的な株主還元が期待できそうだ。

図表 19：同社は継続的な増配と自己株式の取得を実施している



出所：会社資料から CGRA 作成

### インカムゲインとキャピタルゲインのバランスがとれている

上記のように、配当性向の引き上げを通じたインカムゲインの向上がみられているうえ、24/3 期の ROE は 20/3 期以降において最高の 7.7% へ上昇している。この結果、インカムゲインの向上のみならず自己株式の取得および本業の収益性改善を通じたキャピタルゲインが寄与することで、24/3 期の DOE（純資産配当率）は前期比 +0.2 pt の 2.4% へ改善が進んでいる。同社は、DOE を現中計における主要指標に掲げていないが、インカムゲインおよびキャピタルゲインのバランスのとれた DOE の改善に向けた取り組みに期待したい。

DOE を意識した経営に期待したい

図表 20：インカムゲインのみならず ROE の改善も DOE 向上に寄与

(%)	DOE (純資産配当率)	=	ROE (キャピタルゲイン)	×	配当性向 (インカムゲイン)	総還元性向
19/3	2.7		8.1		33.0	33.0
20/3	2.6		6.7		38.9	66.4
21/3	1.5		4.8		31.9	31.9
22/3	2.3		7.4		30.5	30.5
23/3	2.2		6.4		35.0	35.0
24/3	2.4		7.7		31.3	55.6
25/3会予	-		-		41.6	-

出所：会社資料から CGRA 作成

### 過去 3 年の同社 TSR は TOPIX および機械指数をアウトパフォーム

同社の配当および株価パフォーマンス（＝キャピタルゲイン）を加味した株主総利回り（TSR）は、3 年前以降、配当込みの TOPIX および配当込みの機械株指数をアウトパフォームしている。例えば、5 年前に同社株を購入した投資家は、+45.7% のリターンが得られたものの、TOPIX の +96.2%、機械株指数の +117.0% に対して、アンダーパフォームしていた。しかし、3 年前に同社株を購入した場合、+82.3% のリターンとともに、TOPIX の +52.5%、機械株指数の +52.8% を約 30pt アウトパフォームしており、絶対、相対的にも良好なリターンが創出されている。

図表 21：同社 TSR は TOPIX および機械株指数をアウトパフォーム

(%)	1年前	2年前	3年前	4年前	5年前	7年前	10年前
樫本チエイン	65.2	78.1	82.3	42.6	45.7	29.2	184.3
TOPIX	41.3	49.6	52.5	116.8	96.2	115.9	188.6
機械指数	46.2	58.8	52.8	144.3	117.0	123.6	201.8
対 TOPIX	+23.8	+28.5	+29.7	-74.2	-50.5	-86.7	-4.2
対機械指数	+18.9	+19.3	+29.5	-101.7	-71.3	-94.4	-17.5

出所：会社資料から CGRA 作成

## サステナビリティ経営

### ROIC 経営：経営判断ツールとしての活用に期待したい

昨年発行の「TSUBAKI REPORT2023」において、2023 年度中に事業部門別の ROIC を経営指標に加え、資本コストを算出し、株価（時価総額、PBR）を意識し、株主資本コストを上回る ROE および WACC を上回る ROIC の達成について、具体的な取り組みを取締役会で議論する方針であると明記された。一方、「TSUBAKI REPORT2024」では、安藤社外取締役がインタビューにおいて、「2024 年に事業部門別の ROIC が判断指標に取り入れられた」と述べられたのみで、具体的な内容の記載は見られなかった。今後は、資本コストを含むデータの開示に加えて、ROIC を「選択と集中」を行う経営判断のツールとして活用して欲しい。

実効性の高い ROIC 経営に期待したい

### 環境（E）：環境活動がポジティブな財務インパクトを生んでいる

同社は、2025 年度を最終年度とした国内および海外グループ会社における CO<sub>2</sub> 削減目標を開示していたが、2023 年 5 月に SBT（Science Based Targets）の認定取得を行うとともに、「TSUBAKI REPORT2024」において、初めてグローバルベースの CO<sub>2</sub> 排出量削減目標（2030 年度に 2021 年度比 42%削減）を開示した。また、Scope3 に関しても、カテゴリ 1 と 11 において 2021 年度比 25%の削減目標が示された。同社は 2050 年度に Scope1、2、3 においてカーボンニュートラルを実現する計画であり、開示を含め着実に実行されている。また、環境活動を通じた財務インパクトとして、エコプロダクト製品の売上高が着実に成長している点は注目に値しよう。

ESG 経営を通じた財務インパクトの創出は好評価が可能

### 社会（S）：今後はお客様満足度と調達アンケートの開示をお願いしたい

有給取得率（単体）の上昇や役付女性従業員比率の上昇などが見られているうえ、新入社員の 3 年内離職率は 3.4%と低位にとどまっており、働きやすい職場環境にあるとみられる。一方、国内の従業員を対象に 2 年に 1 度実施している意識調査（9 項目）における仕事のやりがいに対する評価は、49.8%にとどまっている。今後は従業員満足度調査（ES）の内容や頻度を充実させ、社内のモチベーション向上を図ることで、人的投資の強化を通じた財務インパクトの顕在化につなげて欲しい。また、お客様満足度アンケートおよびサステナブル調達アンケートの内容開示をお願いしたい。

### ガバナンス（G）：取締役会の議案などの開示内容を充実させて欲しい

政策保有株の売却や自己株式の取得を含む株主価値の最大化に向けた株主還元の強化は好評価される。しかし、取締役会の議案を含む実効性部分の開示が不足している印象は否めない。特に、ROIC 経営を通じたビジネスモデルの改革と最適ポートフォリオを含むあるべきバランスシートの議論、課題認識や CEO や COO のサクセッションプランなどに関する内容の開示を充実させて欲しい。

### 対外評価：対外評価の低下が見られた

日本経済新聞発表の「SDGs 経営調査」において、2023 年はコマツが 5 点満点の 4.5 点、荏原やクボタ、ダイキン工業、DMG 森精機、ダイフクなどが 4.0 点で評価される中、同社は IHI や NTN、井関農機など同様に 3.0 点で評価された。具体的には、総合評価 3.5 点を獲得した昨年は「SDGs 戦略・経済価値」、「社会価値評価」、「環境価値評価」、「ガバナンス評価」とともに A + であったが、2024 年は「ガバナンス評価」以外の 3 項目において評価の低下がみられた。

## 連結損益計算書と貸借対照表およびキャッシュ・フロー

図表 22 : 連結損益計算書とセグメント業績

(百万円、%)	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3会予
<b>売上高</b>	<b>203,976</b>	<b>198,762</b>	<b>215,716</b>	<b>238,515</b>	<b>226,423</b>	<b>193,399</b>	<b>215,879</b>	<b>251,574</b>	<b>266,812</b>	<b>274,000</b>
増収率	3.7	-2.6	8.5	10.6	-5.1	-14.6	11.6	16.5	6.1	2.7
売上原価	142,241	138,191	152,629	171,958	166,158	145,764	153,134	180,321	189,046	-
原価率	69.7	69.5	70.8	72.1	73.4	75.4	70.9	71.7	70.9	-
販売管理費	40,164	38,924	42,392	44,767	44,118	38,737	44,902	52,267	56,503	-
販管費率	19.7	19.6	19.7	18.8	19.5	20.0	20.8	20.8	21.2	-
<b>営業利益</b>	<b>21,570</b>	<b>21,647</b>	<b>20,694</b>	<b>21,789</b>	<b>16,146</b>	<b>8,896</b>	<b>17,842</b>	<b>18,985</b>	<b>21,262</b>	<b>20,000</b>
増益率	0.7	0.4	-4.4	5.3	-25.9	-44.9	100.5	6.4	12.0	-5.9
営業利益率	10.6	10.9	9.6	9.1	7.1	4.6	8.3	7.5	8.0	7.3
営業外収支	539	357	1,049	-167	552	2,129	2,204	1,973	2,188	2,000
営業外収益	1,505	1,505	1,784	1,809	1,918	3,265	3,230	2,933	3,770	-
持分法投資利益	49	17	5	27	44	47	81	122	17	-
営業外費用	966	1,148	735	1,976	1,366	1,136	1,026	960	1,582	-
持分法投資損失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
金融収支	470	485	632	637	781	584	802	1,168	1,968	-
受取利息	134	99	119	150	152	129	154	332	1,039	-
受取配当金	661	670	780	851	1,010	775	944	1,119	1,248	-
支払利息	325	284	267	364	381	320	296	283	319	-
<b>経常利益</b>	<b>22,109</b>	<b>22,004</b>	<b>21,743</b>	<b>21,621</b>	<b>16,698</b>	<b>11,026</b>	<b>20,045</b>	<b>20,958</b>	<b>23,450</b>	<b>22,000</b>
増益率	-0.7	-0.5	-1.2	-0.6	-22.8	-34.0	81.8	4.6	11.9	-6.2
経常利益率	10.8	11.1	10.1	9.1	7.4	5.7	9.3	8.3	8.8	8.0
特別損益	-1,665	-429	-579	-2,189	111	1,133	35	-2,666	2,444	-
特別利益	75	10	0	4	533	1,190	130	376	3,719	-
特別損失	1,740	439	579	2,193	422	57	95	3,042	1,275	-
税前利益	20,444	21,575	21,164	19,432	16,809	12,159	20,081	18,292	25,894	-
法人税住民税+調整額	7,643	6,721	6,422	5,577	5,123	3,377	5,418	4,429	7,282	-
税率	37.4	31.2	30.3	28.7	30.5	27.8	27.0	24.2	28.1	-
少数株主利益	33	257	75	75	109	75	119	120	60	-
持分法投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>親会社株主に帰属する当期利益</b>	<b>12,766</b>	<b>14,596</b>	<b>14,666</b>	<b>13,779</b>	<b>11,576</b>	<b>8,706</b>	<b>14,543</b>	<b>13,742</b>	<b>18,551</b>	<b>20,000</b>
増益率	-9.8	14.3	0.5	-6.0	-16.0	-24.8	67.0	-5.5	35.0	7.8
当期利益率	6.3	7.3	6.8	5.8	5.1	4.5	6.7	5.5	7.0	7.3
連結EPS	113.73	130.05	129.15	121.34	102.90	78.41	130.96	123.70	170.55	192.25
<b>セグメント売上高</b>										
チェーン	63,998	60,600	67,338	72,023	67,526	61,312	74,174	90,096	94,151	97,000
モーションコントロール	21,975	21,563	24,156	25,591	23,813	18,024	19,906	23,316	22,731	23,000
モビリティ	73,473	75,147	79,545	78,992	70,949	59,450	66,027	77,275	84,616	88,000
マテハン	44,354	41,043	44,187	61,827	64,212	53,618	55,728	60,973	65,312	66,000
その他	3,186	3,001	3,331	3,548	3,542	3,941	3,074	3,200	3,404	3,000
消去	-3,011	-2,594	-2,843	-3,469	-3,622	-2,948	-3,031	-3,287	-3,402	-3,000
連結売上高	203,976	198,762	215,716	238,515	226,423	193,399	215,879	251,574	266,812	274,000
<b>セグメント利益</b>										
チェーン	6,172	7,102	8,502	10,292	8,406	7,862	11,005	13,687	16,396	15,000
モーションコントロール	2,428	2,218	3,060	3,340	2,189	747	1,129	1,710	660	400
モビリティ	12,258	12,385	10,258	8,734	5,791	3,782	6,568	6,376	7,815	7,700
マテハン	659	706	416	402	647	-2,202	799	-888	-1,165	500
その他	84	-1	-41	-43	20	-330	-442	-534	-944	-1,000
消去	-30	-765	-1,502	-936	-909	-963	-1,217	-1,365	-1,499	-2,600
連結営業利益	21,570	21,647	20,694	21,789	16,146	8,896	17,842	18,985	21,262	20,000
<b>セグメント利益率</b>										
チェーン	9.6	11.7	12.6	14.3	12.4	12.8	14.8	15.2	17.4	15.5
モーションコントロール	11.0	10.3	12.7	13.1	9.2	4.1	5.7	7.3	2.9	1.7
モビリティ	16.7	16.5	12.9	11.1	8.2	6.4	9.9	8.3	9.2	8.8
マテハン	1.5	1.7	0.9	0.7	1.0	-4.1	1.4	-1.5	-1.8	0.8
その他	2.6	0.0	-1.2	-1.2	0.6	-8.4	-14.4	-16.7	-27.7	-33.3
連結営業利益率	10.6	10.9	9.6	9.1	7.1	4.6	8.3	7.5	8.0	7.3

注：連結 EPS は株式併合および株式分割後の数値に修正済み

出所：会社資料より CGRA 作成



図表 23 : 連結貸借対照表とキャッシュ・フロー

(百万円、%)	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3
<b>流動資産</b>	<b>116,619</b>	<b>116,536</b>	<b>125,400</b>	<b>132,144</b>	<b>143,949</b>	<b>134,083</b>	<b>145,185</b>	<b>166,512</b>	<b>182,054</b>	<b>205,853</b>
現金・預金	17,504	20,195	26,332	29,590	33,647	29,019	41,869	49,104	56,908	77,321
受取手形・売掛金	47,338	48,726	50,760	55,612	59,807	57,046	55,377	59,131	63,208	67,350
有価証券	12,020	7,533	7,965	4,646	4,114	3,965	6,189	6,339	2,674	603
棚卸資産	33,574	33,153	33,875	37,676	41,884	40,278	38,389	49,008	55,882	58,156
その他流動資産	6,183	6,929	6,468	4,618	4,495	3,773	3,360	2,930	3,381	2,421
<b>固定資産</b>	<b>142,122</b>	<b>137,570</b>	<b>141,814</b>	<b>151,429</b>	<b>161,966</b>	<b>160,015</b>	<b>162,147</b>	<b>166,107</b>	<b>163,823</b>	<b>185,444</b>
有形固定資産	101,613	102,777	105,435	113,285	116,946	118,579	115,059	114,918	115,097	118,942
無形固定資産	5,132	4,352	3,841	2,968	12,787	11,361	10,695	10,700	9,081	8,904
投資その他資産	35,376	30,444	32,537	35,175	32,233	30,074	36,391	40,488	39,644	57,598
<b>資産合計</b>	<b>258,742</b>	<b>254,106</b>	<b>267,215</b>	<b>283,574</b>	<b>305,916</b>	<b>294,098</b>	<b>307,332</b>	<b>332,620</b>	<b>345,878</b>	<b>391,298</b>
<b>流動負債</b>	<b>59,435</b>	<b>55,525</b>	<b>66,558</b>	<b>70,796</b>	<b>82,617</b>	<b>67,081</b>	<b>61,690</b>	<b>67,839</b>	<b>65,588</b>	<b>77,499</b>
支払手形・買掛金	25,902	24,986	25,462	34,148	33,701	27,030	25,674	28,373	29,643	33,291
短期借入金・1年以内償還長期借入金	11,761	10,547	20,225	11,292	22,779	17,139	11,953	13,142	9,328	9,984
その他流動負債	21,773	19,992	20,872	25,356	26,137	22,912	24,064	26,324	26,617	34,224
<b>固定負債</b>	<b>55,014</b>	<b>52,766</b>	<b>44,439</b>	<b>43,012</b>	<b>47,844</b>	<b>50,961</b>	<b>58,147</b>	<b>55,023</b>	<b>53,707</b>	<b>53,238</b>
SB・CB	10,000	10,000	10,000	10,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
長期借入金	15,146	14,269	4,409	5,288	5,992	9,369	14,214	9,727	9,457	3,728
その他固定負債	29,868	28,497	30,030	27,723	26,851	26,592	28,933	30,295	29,249	34,510
<b>負債合計</b>	<b>114,450</b>	<b>108,291</b>	<b>110,997</b>	<b>113,808</b>	<b>130,461</b>	<b>118,043</b>	<b>119,838</b>	<b>122,863</b>	<b>119,295</b>	<b>130,738</b>
非支配株主持分	3,851	3,774	3,744	1,848	1,720	1,695	1,703	2,000	2,184	2,159
自己資本	140,439	142,041	152,474	167,916	173,734	174,360	185,791	207,756	224,398	258,400
純資産合計	144,291	145,815	156,218	169,764	175,454	176,055	187,494	209,757	226,582	260,559
<b>負債・資本合計</b>	<b>258,742</b>	<b>254,106</b>	<b>267,215</b>	<b>283,574</b>	<b>305,916</b>	<b>294,098</b>	<b>307,332</b>	<b>332,620</b>	<b>345,878</b>	<b>391,298</b>
<b>(百万円、%)</b>	<b>15/3</b>	<b>16/3</b>	<b>17/3</b>	<b>18/3</b>	<b>19/3</b>	<b>20/3</b>	<b>21/3</b>	<b>22/3</b>	<b>23/3</b>	<b>24/3</b>
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>22,189</b>	<b>19,090</b>	<b>25,434</b>	<b>27,657</b>	<b>24,197</b>	<b>20,275</b>	<b>27,890</b>	<b>21,000</b>	<b>21,352</b>	<b>38,580</b>
税金等調整前当期純利益	22,583	20,444	21,575	21,164	19,432	16,809	12,159	20,081	18,292	25,894
減価償却費	9,476	10,402	10,342	11,005	12,366	12,739	12,682	12,694	13,299	13,883
運転資本の増減	-4,110	-3,721	-2,804	720	-5,847	-3,318	3,143	-7,998	-5,851	2,624
法人税等の支払額	-7,193	-9,785	-6,126	-6,664	-7,354	-5,089	-3,810	-3,533	-7,403	-6,534
その他	1,433	1,750	2,447	1,432	5,600	-866	3,716	-244	3,015	2,713
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-14,306</b>	<b>-13,593</b>	<b>-13,420</b>	<b>-17,389</b>	<b>-32,088</b>	<b>-14,241</b>	<b>-9,560</b>	<b>-9,075</b>	<b>-9,279</b>	<b>-9,161</b>
投資有価証券の取得	-548	-194	-229	-11	-212	-15	-252	-12	-24	-620
投資有価証券の売却	0	0	19	0	328	215	166	352	793	2,775
有形固定資産の取得	-9,384	-13,750	-14,151	-15,542	-17,273	-14,661	-9,723	-8,004	-8,922	-10,844
有形固定資産の売却	356	147	135	167	198	171	689	178	354	178
子会社出資金の取得	0	0	0	0	-15,457	0	0	0	0	0
その他	-4,730	207	807	-2,001	327	48	-440	-1,589	-1,480	-650
<b>フリー・キャッシュ・フロー</b>	<b>7,882</b>	<b>5,496</b>	<b>12,013</b>	<b>10,268</b>	<b>-7,890</b>	<b>6,034</b>	<b>18,330</b>	<b>11,925</b>	<b>12,073</b>	<b>29,419</b>
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-2,647</b>	<b>-5,476</b>	<b>-4,084</b>	<b>-13,191</b>	<b>12,679</b>	<b>-10,385</b>	<b>-4,354</b>	<b>-7,780</b>	<b>-9,963</b>	<b>-15,695</b>
長期債務の調達・返済	-1,239	-1,540	-688	-9,410	15,780	-2,398	1,213	-658	-4,581	-279
短期債務の調達・返済	1,135	-190	913	1,042	1,813	376	-1,687	-3,005	145	-5,226
配当金の支払	-2,432	-3,554	-3,928	-4,544	-4,731	-4,541	-3,330	-3,516	-4,813	-4,767
その他	-111	-192	-381	-279	-183	-3,822	-550	-601	-714	-5,423
現金及び現金同等物に係る換算差額	741	-957	-649	374	-414	-358	730	2,658	1,980	3,952
現金及び現金同等物の増減額	5,976	-937	7,279	-2,548	4,374	-4,708	14,706	6,803	4,089	17,677
現金及び現金同等物期首残高	21,291	27,360	26,422	34,142	31,712	36,087	31,378	46,084	52,888	56,978
現金及び現金同等物期末残高	27,360	26,422	34,142	31,712	36,087	31,378	46,084	52,888	56,978	74,655
総資産回転率(回)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
有形固定資産回転率(回)	2.0	2.0	1.9	2.0	2.1	1.9	1.7	1.9	2.2	2.3
流動資産回転率(回)	1.8	1.7	1.6	1.7	1.7	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
棚卸資産回転日数(日)	84.2	85.6	88.5	85.6	84.4	90.2	98.5	104.2	106.2	110.1
売上債権回転日数(日)	85.0	85.9	91.3	90.0	88.3	94.2	106.1	96.8	88.7	89.3
仕入債務回転日数(日)	47.5	45.5	46.3	50.4	51.9	49.0	49.7	45.7	42.1	43.0
自己資本比率(%)	54.3	55.9	57.1	59.2	56.8	59.3	60.5	62.5	64.9	66.0
CCC(日)	121.8	126.0	133.5	125.1	120.8	135.5	154.8	155.3	152.8	156.3
ROE(%) : 当期純利益/自己資本	10.9	9.0	9.9	9.2	8.1	6.7	4.8	7.4	6.4	7.7
ROA(%) : 当期純利益/総資産	5.8	5.0	5.6	5.3	4.7	3.9	2.9	4.5	4.1	5.0

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月に勸学総合研究所（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 23 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。