



2021年9月1日

各 位

会社名 株式会社椿本チエイン
代表者名 代表取締役社長 古世 憲二
(コード番号 6371 東証第一部)
問合せ先 経営企画室長 西田 努
TEL(06)6441-0054

当社に関するスポンサード企業レポート発行のお知らせ

当社は、株主・投資家の皆様とのコミュニケーションを円滑にし、当社に対するご理解を深めていただくため、スポンサード企業レポートを発行いたしました。当企業レポートは株式会社キャピタルグッツ・リサーチ&アドバイザーに作成を依頼しております。当社株への推奨はなく、当社のビジネスモデル、業界動向、業績推移、長期的な事業戦略など、すでに公表されている内容を分かりやすく説明するために作成したものです。詳細につきましては、別添資料をご参照ください。

以 上

企業レポート

東証1部・機械

2021年9月1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

「2030年のありたい姿」に向けて、新中計は新事業の種まきを実施する方針

- ★ 2021年6月14日、椿本チエイン（以下、同社）は、2030年に向けた長期ビジョン 2030 と中期経営計画 2025（22/3～26/3）を発表した。今後5年間は2030年のありたい姿（Linked Automationテクノロジーにより、社会課題の解決に貢献する企業グループを目指します）の達成に向けた種まき期間との位置づけで、5年間累計FCF500～600億円を新規事業へ積極投資する方針である。既存事業の収益力強化などで26/3期には売上高3,000～3,200億円、営業利益率9～11%（営業利益270～352億円：参考値）、ROE8%以上を目指す。配当性向は先行投資を優先するため、30%基準が維持されたものの、利益成長での増配を目指す考えである。
- ★ 同社チェーン事業およびモーションコントロール（MC）事業は、各種モータの動力を伝動させるなどの市場シェア1位を誇る部品・機器類を多数扱っている。また、チェーン事業の一部商品とMC事業の受注高は、安川電機のモーションおよびロボット事業の受注高に連動するため、隠れたFA・モータ関連事業と言える。一方、チェーン事業やモビリティ事業の海外競合である米Rexnord、米BorgWarnerはM&Aを通じた事業転換や多角化を進める反面、英RENOLDは既存ビジネスに固執、債務超過に陥っている。資本市場は環境の変化対応力を評価する傾向にあり、新中計で示された同社種まきの早期実現に期待したい。
- ★ CGRAでは、同社PBRが0.69倍、PER9.9倍に留まっている理由として、自動車エンジン用タイミングチェーンを扱うモビリティ事業（旧自動車部品事業）が電気自動車（BEV）の普及に伴い、構造的な需要減と同時に、総資産の32%を占めるセグメント資産の減損リスクを資本市場が懸念している可能性を考えている。しかし、欧州VW、トヨタ自動車などの日本勢は水素とCO2を触媒反応で合成したe-fuelや水素エンジンの開発を強化、内燃機を残したままでCO2削減対策を進めようとする動きもある。また、同社が注力するEne-driveチェーンはBEVの「モータ+ギヤ」よりも優位性が高い「モータ+チェーン」へ変更することを狙ったものである。これら製品の採用次第では株式市場における同社株のディスカウントが見直される可能性もあろう。

（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	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3会予
株価（21年8月27日）	3,340 円	売上高	1,987	2,157	2,385	2,264	1,933	2,250
52週レンジ	2,620～3,585 円	営業利益	216	206	217	161	88	160
時価総額	1,279 億円	経常利益	220	217	216	166	110	170
発行済株式総数	38,281 千株	親会社当期利益	145	146	137	115	87	125
平均売買代金（20日）	2.7 億円	EPS	390.1	387.4	364.0	308.7	235.2	337.7
会社予想PER	9.9 倍	ROE	9.9	9.2	8.1	6.7	4.8	-
PBR（21/3末）	0.69 倍	1株配当金	120.00	120.00	120.00	120.00	75.00	110.00
予想1株配当金	110.00 円	配当性向	30.8	31.0	33.0	38.9	31.9	32.6
予想配当利回り	3.3 %	FCF	120	102	-78	60	183	-
ROIC（21/3）	2.8 %	NetCash	-3	76	-60	-85	68	-

注：17/3～19/3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）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、今後予告なしに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ではなく、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

- (1) 樁本チェーンで注目される 3 つのポイント : p3~4**
- (2) 事業内容とビジネスモデル : p5~9**
 - ・事業内容 : p5
 - ・主力製品の説明 : p6
 - ・ビジネスモデルと 6 つの経営資本 : p7~8
 - ・歴史と沿革 : p9
- (3) 中期経営計画と SWOT&5Forces 分析 : P10~12**
 - ・長期ビジョン 2030 および中期経営計画 2025 を発表 : p10
 - ・中計経営計画 2025 の CGRA 注目ポイント : p11
 - ・SWOT & 5Forces 分析 : p12
- (4) 業績動向とセグメント別推移 : p13~19**
 - ・過去の業績説明と 22/3 期業績予想 : p13
 - ・チェーン事業の市場概況と業績見通し : p14
 - ・モーションコントロール事業の市場概況と業績見通し : p15
 - ・モビリティ事業の市場概況と業績見通し : p16~18
 - ・マテハン事業の市場概況と業績見通し : p19
- (5) 財務および非財務分析 : p20~22**
 - ・財務分析 : p20
 - ・非財務分析およびガバナンス体制 : p21~22
- (6) 連結損益計算書と貸借対照表およびキャッシュフロー : p23~24**

(1) 樁本チェーンで注目される3つのポイント

ポイント①：長期ビジョン 2030 および中期経営計画 2025 を発表

2021年6月14日、同社は長期ビジョン 2030 および中期経営計画 2025 を発表した。同社業績は米中貿易摩擦、世界的な COVID-19 の悪影響などを背景に、20/3 期および 21/3 期と悪化局面が続いた。しかし、四半期業績は 2020 年 4~6 月期でボトムアウト、自動車生産および民間設備投資環境の好転に伴い、回復局面を迎えている。5 月 11 日に開示された 22/3 期会社予想営業利益は前期比 80%増の 160 億円（営業利益率 7.1%）、予想 1 株配当金は 110 円（前期実績 75 円）と、大幅な増益および増配ガイダンスが発表された。

一方、新中計の最終年度である 26/3 期には目標売上高 3,000~3,200 億円、目標営業利益率 9~11%（営業利益 270~352 億円：参考値）、過去最高益の更新を目指している（図表 1）。新中計期間は 2030 年のありたい姿に向けた危機意識を伴った種まき期間として位置付けられ、今後 5 年間で創出する FCF500~600 億円のうち 6 割を新規事業展開へ配分する方針である。

ポイント②：海外競合はスピード感を伴った事業再編に着手

同社の競合企業としては、米 BorgWarner、米 Rexnord corporation、英 RENOLD、非上場である米 The Diamond chain company などが挙げられる。BorgWarner は 2019 年に車載用電池企業である ROMEO など、2020 年には EV 向けモータなどを手掛ける Delphi Technologies を買収、EV 時代に向けた布石を急ピッチで進めている。また、Rexnord は M&A を通じて各種バルブや住宅の水回り機器などの営業利益率約 23%を誇る Water management 事業を手掛けている。これらスピード感を伴った事業転換や多角化が評価され、図表 2 が示す通り、両社の PER は高評価されている。一方、チェーンなどの事業から脱却が出来ていない RENOLD は債務超過に転じ、バリュエーションが試算できない状況にある。樁本チェーンに関しても、RENOLD ディスカウントが株価に響いている可能性も考えられる。同社が新中計で掲げる営業利益率 9~11%が見えてくると、BorgWarner と同様に PER15 倍、中計目標 ROE8%以上が確保できれば、 $PBR = ROE (0.08) \times PER (15) = 1.2$ 倍程度に評価される可能性もあろう。

ポイント③：同社 PBR は減損リスクを過度に織り込んでいる印象

リーマン・ショック以降の同社 PBR は、業績悪化局面において一時的に 1 倍を割り込む傾向がみられたものの、低 PER 構造が続く自動車部品業界のバリュエーション・ディスカウントの影響を受けつつも、1~1.5 倍のレンジ内で推移してきた。しかし、19/3 期以降の PBR は、自動車業界の構造的な変化（電動化）に伴う内燃機関向けタイミングチェーンの需要減への懸念を背景に、低下傾向が著しい。モビリティ事業のセグメント資産は総資産の 32%を占めており、現在の PBR 0.69 倍はモビリティ事業の減損リスクを織り込んだ水準とも考えられる（図表 3）。

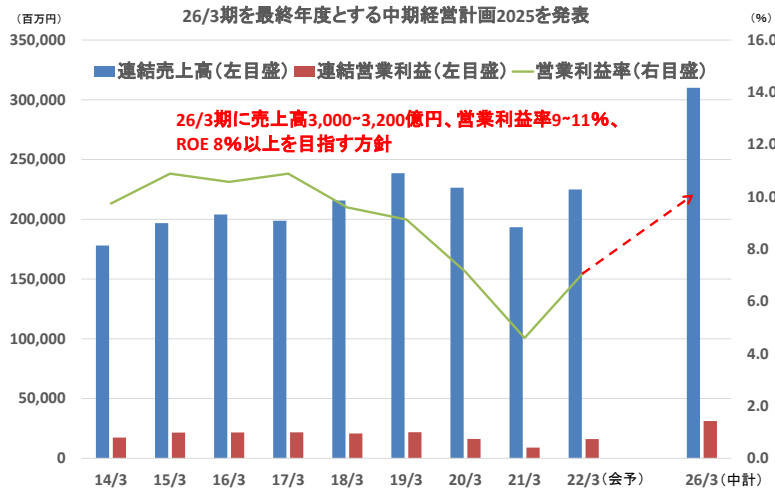
当面のモビリティ事業の業績は安定的な推移が見込まれそうだが、2030 年に向けては新中計での種まき効果の 1 つとして非タイミングチェーンビジネスの収益貢献の顕在化が期待される（特に、BEV 用ギヤの代替として Enedrive チェーンが採用される可能性がある）。ここにきて VW などの欧州自動車メーカーおよびトヨタ自動車が先導する格好で既存の内燃機関を活用した e-fuel や水素エンジンの議論も高まり始めている。既存の完成車メーカーの内燃機関を活用した CO2 排出削減策の動向次第では、株式市場で議論される同社の EV（電気自動車）リスクとモビリティ事業の減損リスクが緩和される可能性もありそうだ。

26/3 期を最終年度とする中期経営計画 2025 を発表

資本市場は環境の変化対応力を評価する傾向にある

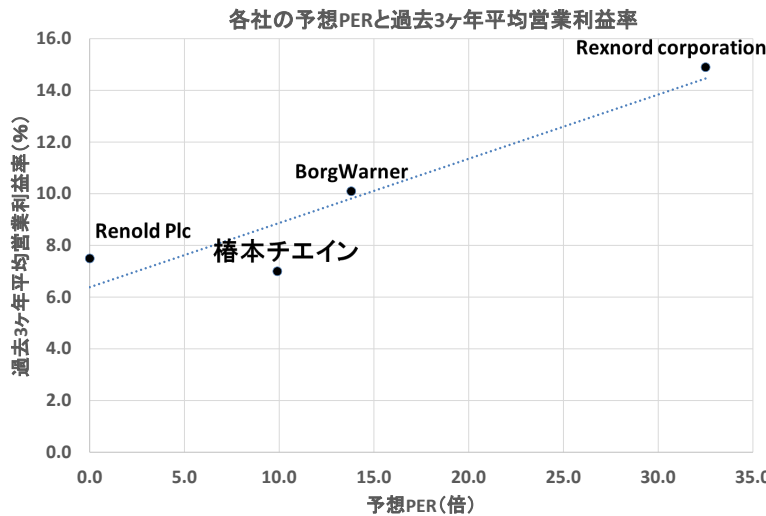
非タイミングチェーンビジネスの早期具現化に期待したい

図表 1 : 中期経営計画 2025 を発表



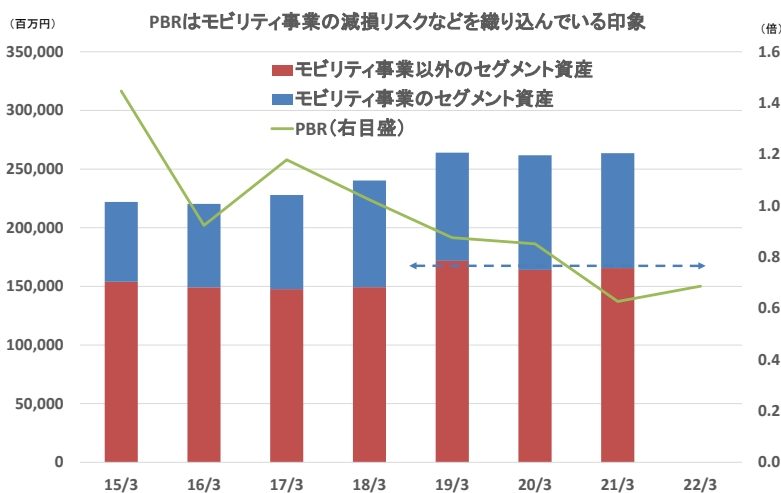
26/3 期に営業利益率 9~11%を目指す「中期経営計画 2025」を発表

図表 2 : 資本市場は変化対応力を評価している



変化対応力を有する企業は高い収益性とバリュエーションを誇る

図表 3 : 同社 PBR は過度なリスクを織り込んでいる水準



同社 PBR はモビリティ事業の減損リスクを織り込み、0.69 倍で推移

出所：会社資料などから CGRA 作成

(2) 事業内容とビジネスモデル

・事業内容

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 37%を確保、ともに世界シェア 1 位を誇る。

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

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。

2013 年以降、新規ビジネスの開拓を強化、EV 用充電器機能と停電時には非常用電源として双方向での充放電が可能である「eLINK」や各種ソフトウェア、IoT 対応遠隔監視プラットフォーム、植物工場の自動化などのアグリビジネスを手掛けている。

チェーン、MC、モビリティの 3 事業が安定収益源

21/3 期連結売上高は前期比 15%減の 1,933 億円、営業利益は同 45%減の 88 億円（営業利益率 4.6%）であった。チェーン事業が連結売上高の 31%、精機事業（現 MC 事業）が同 10%、自動車部品（現モビリティ事業）が同 30%、マテハン事業が同 28%、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 78 億円（営業利益率 12.8%）、自動車部品事業が 37 億円（同 6.4%）、精機事業も 8 億円（同 4.1%）を確保したものの、マテハン事業が 22 億円の営業赤字、その他事業も 3 億円の赤字に転じ、消去 9 億円を計上した。

過去最高売上高は 19/3 期に記録した 2,385 億円、営業利益も同様に 217 億円である。しかし、過去最高営業利益率は 08/3 期の 11.8%、ROE も同様に 12.8%である。

図表 4：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	31%	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 （旧精機事業）	10%	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 洗車機、車検機械 医療用機器関連 農業機械関連
モビリティ事業 （旧自動車部品事業）	30%	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、 テンションなど） 電動化対応製品 （Ene-drive Chainシリーズ） 車載用ワンウェイクラッチなど	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	28%	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 その他搬送・仕分け・保管システム 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

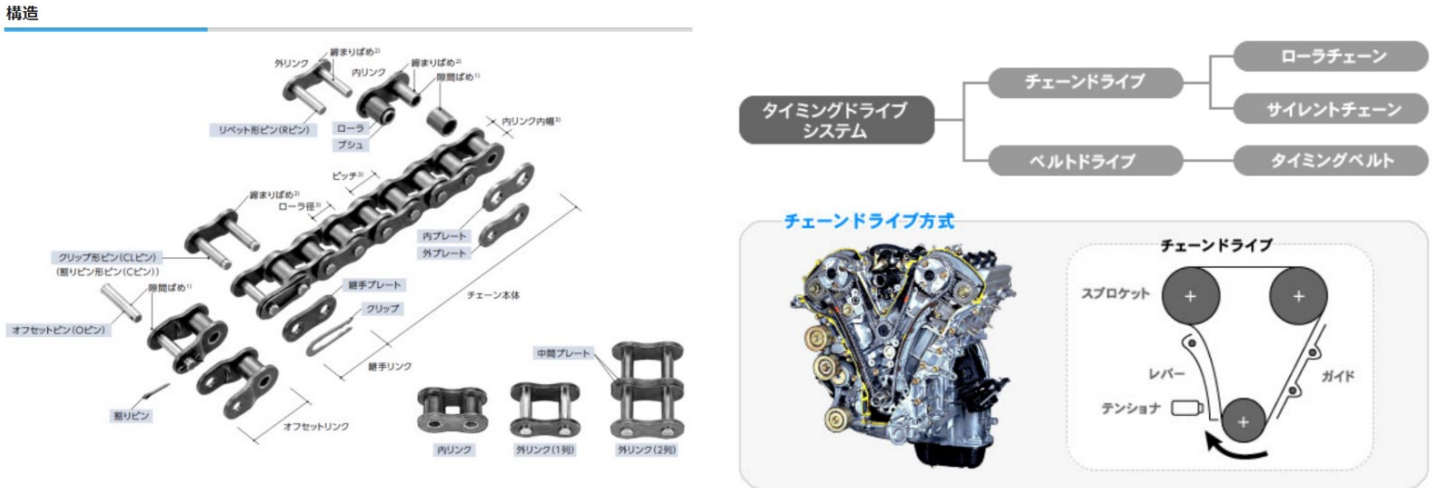
出所：会社資料などから CGRA 作成。売上構成比は 21/3 期実績

・主力製品の説明

高い信頼性が同社世界シェア No.1 の源泉

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を持ち、更には耐環境チェーン、無給油チェーンなどの商品を有している。チェーンの構造は単純であるが、高い性能と信頼性、豊富な製品ラインナップなどを背景に世界シェア 16%（1 位）の座を確保している。同社が世界シェア 37%（1 位）を誇る自動車エンジン用タイミングチェーンシステムは、チェーンを中心にテンショナやレバー・ガイド、スプロケットなどを完成車メーカーへ納入している。

図表 5：ローラチェーンおよびタイミングチェーンシステムの構造

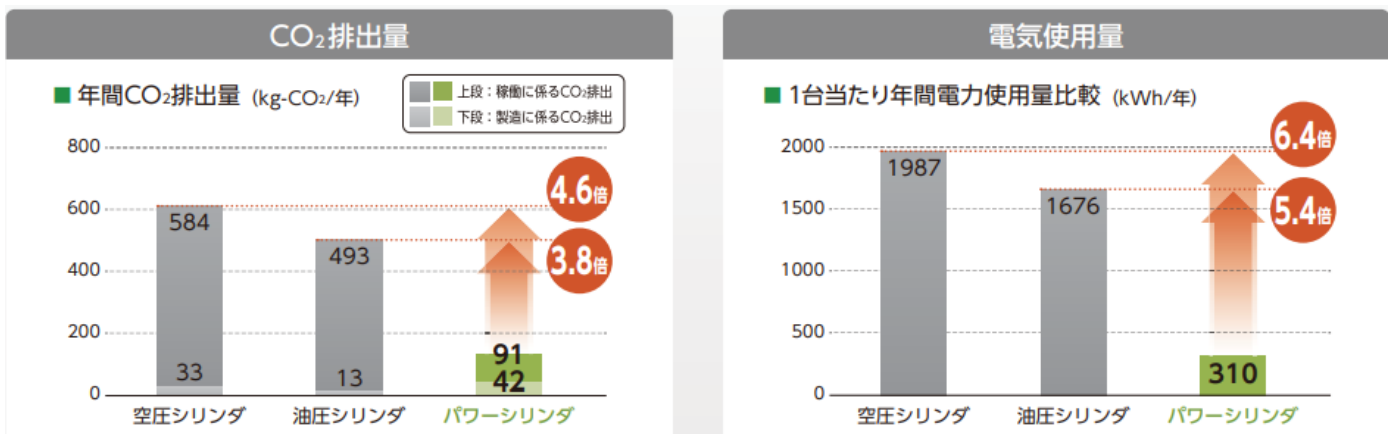


出所：同社 HP

電動シリンダは油圧や空圧と比較して省エネ・環境特性が高い

電動シリンダは同社 MC 事業売上高の約 2 割を占め、国内市場シェア 76%（1 位）を誇る。同社電動シリンダ（商品名：パワーシリンダ）は、油圧や空気圧を使わないため、コンパクトかつ設置・取り扱いが簡単である。また、図表 6 が示す通り油圧シリンダや空圧シリンダと比較して CO₂ 排出量、電力消費量が極めて少ない優位性を誇る。なお、同社 MC 事業には、国内シェア 56%を誇る締結具（商品名：パワーロック）、ウォーム減速機も国内シェア 36%、カムクラッチも同 90%など国内シェア 1 位の製品が多く、隠れた FA・モータ関連事業（連結売上高の推定約 3 割）と言える。

図表 6：パワーシリンダの優位性



出所：同社 HP

・ビジネスモデルと 6 つの経営資本

典型的な景気敏感企業だが不況抵抗力が強い

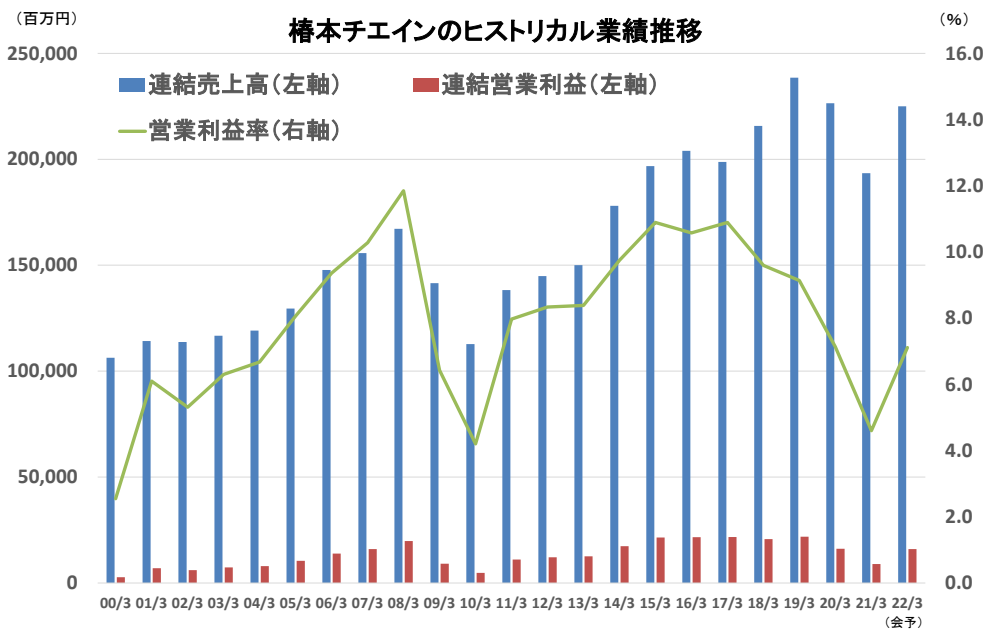
チェーン、MC、マテハンの 3 事業（3 事業合計売上構成比 69%）の需要動向は、民間設備投資に左右される。ただし、チェーンと MC は消耗品的な側面も有するため、鉱工業生産指数や米 ISM 指数などに連動し、比較的不況抵抗力が強い。MC 製品群はもとより、動力伝動用チェーンやスプロケットなども産業用モータに付随して使用されることが多く、売上高の推定 3 割が FA・モータ関連製品といえよう。モビリティ事業（同 30%）に関しては、グローバル自動車生産台数に連動しつつも、新規案件の獲得などが奏功、自動車生産台数をアウトパフォームする傾向がある。

連結売上高の推定 3 割が各種産業用モータの需要動向に連動する傾向がある

過去の業績を振り返ると、リーマン・ショック後の 10/3 期営業利益は 08/3 期の 198 億円から 47 億円（営業利益率 4.2%）へ落ち込んだものの、営業黒字を確保した。COVID-19 の悪影響が顕在化した 21/3 期営業利益に関しても 88 億円（営業利益率 4.6%）の黒字を確保、不況期における利益水準が切り上がる傾向にあり、不況抵抗力が強まっている印象を受ける。

同社のビジネスモデルは、動力伝動や搬送用の産業用チェーンをコアに、減速機、軸継手、締結具などの各種機器類、更には自動車エンジン用タイミングチェーンなどのパーツやユニットの販売を行いつつ、システム製品であるマテハンなどへ多角化展開を行っている。今後は顧客ニーズの変化に対して、製品の高付加価値化や複合化、ソリューション提案力強化などで事業の垂直展開を図る方針である。

図表 7： 椿本チェーンは不況抵抗力が強い



出所：会社資料などから CGRA 作成

6 つの経営資本についてのポイント

製造資本である生産面に関しては、チェーン事業は京田辺工場、MC 事業は長岡京工場、モビリティ事業とマテハン事業は埼玉工場がマザー工場である。21/3 期の設備投資は 82 億円（対売上高比率 4.3%）、減価償却費は 126 億円（同 6.6%）であった。同社はモビリティ事業の売上高 1,000 億円を目指した積極的な設備投資を実施、18/3 期設備投資は 181 億円（同 8.4%）に達した。その後の設備投資は正常化しているものの、減価償却費は高止まった状況にある。同社は 26 の国と地域に 81 社の関係会社を有し、21/3 期の海外売上高比率は 57% である。

知的資本に関しては、21/3 期の研究開発費は 42 億円、対売上高比率は 2.2%（過去 5 年平均研究開発費は年間 44 億円、同 2.1%）である。研究開発スタッフはグループ全体で約 400 名（連結従業員数の約 5%）、他社との差別化および顧客ニーズを満たした製品開発を行っている。

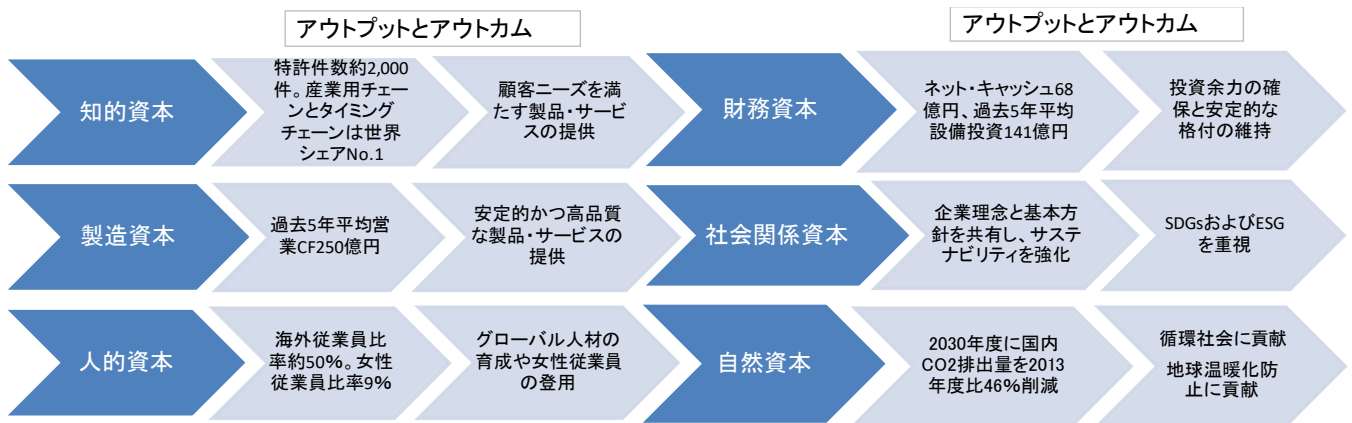
人的資本に関しては、21/3 期末の連結従業員数は 8,535 名（過去 5 年で 956 名増）である。役割・成果主義をベースに、「多様性」をキーワードとした人事制度改革を推進しているうえ、「海外トレーニー制度」を設けて、グローバル人材の育成に取り組んでいる。米 CCC の買収効果もあるが、外国籍の従業員が連結従業員数の約 50%を占める。また、女性従業員比率の向上と積極的な役職登用を目指しているうえ、若手技術者の育成のために「つばきテクノスクール」を開校、技術レベルの底上げを図っている。なお、21/3 期従業員 1 人当たり売上高は 22 百万円であり、日本精工の 25 百万円、安川電機の 30 百万円、ダイフクの 40 百万円に対して相対的に低位にとどまった。

財務資本としては、21/3 期の総資産 3,073 億円（有利子負債 411 億円、ネット・キャッシュ 68 億円）、自己資本 1,857 億円、自己資本比率は 60.5%である。財務資本をベースとしたアウトプットは、21/3 期連結売上高が 1,933 億円、営業利益 88 億円（営業利益率 4.6%。19/3 期過去最高営業利益 217 億円に対して 41%水準）、ROE 4.8%、営業 CF278 億円（過去 5 年平均 250 億円）、フリーCF183 億円（同 77 億円）を稼ぐ収益構造を有している。

社会関係資本に関しては、企業理念「TSUBAKI SPIRIT」に掲げる「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。」を通じた企業活動が、持続可能な社会の実現や技術革新による企業価値の向上と同時に、SDGs の貢献につながることを目指している。

自然資本としては、2000 年時点で「環境基本方針」を策定、持続可能な社会の実現に貢献すべく、中長期の視点で環境に優しいモノづくりと製品供給に努めている。生産現場では、2030 年をゴールとした環境長期目標を達成するため、環境会計の導入のみならず、各種 KPI を定めて環境負荷低減を進めている。同時に、製品ライフサイクルの視点で CO2 削減などを加味した製品開発と供給、SDGs 市場に向けた製品供給を積極化することで間接的に地球環境保全に貢献する事業展開を行っている。具体的には、21/3 期連結売上高の約 17%にあたる約 320 億円（計 254 商品）をエコ商品（SDGs 配慮商品）に認定、販売を強化している（注：対象は日本国内。海外生産は含まず）。

図表 8 : 樁本チェーンのアウトプットとアウトカム



出所：会社資料などから CGRA 作成

・歴史と沿革

モビリティ事業は2度目の課題に直面

1917年、第一次世界大戦のさなか、創業者である椿本説三が自転車用チェーンの製造を開始したことが同社の始まりである。1923年に外国製チェーンのカタログをヒントに産業機械用チェーンの製造を開始、1928年には自転車チェーンの製造を中止し、機械用チェーンの製造に転換した。1937年には同社製チェーンを組み込んだ大規模なコンベヤプラントを初納入、コンベヤ（現マテハン）事業が立ち上がった。1957年には自動車エンジン用タイミングチェーンの生産を開始、自動車部品（現モビリティ）事業へ参入した。1958年には大形チェーン減速機を開発、精機（現MC）事業が立ち上がった。2013年以降は新規ビジネスの開拓にも注力している。1980年代前半には自動車エンジン用タイミングチェーンがゴムベルトに置き換わる構造問題に直面したが、1995年頃には逆にチェーンに回帰する動きが強まった。現在は自動車のCASE（コネクティビリティのC、オートノマスのA、シェアードのS、エレクトリックのE）が新たな課題として台頭している。

モビリティ事業は新たなリスクと同時に飛躍のチャンスが到来

図表9：セグメント別の沿革と主なイベント

	椿本チェーン	チェーン事業	MC事業	モビリティ事業	マテハン事業	新規ビジネス
1917年	大阪市大淀区（現、北区）で創業					
1928年		機械用チェーンの生産に転換				
1931年	海軍省指定工場に認定					
1937年						
1938年		大阪・鶴見工場竣工				
1949年	大証・東証に株式上場	船用チェーン英ロイド検定合格				
1951年		米国ヘローラチェーン初輸出				
1953年		JIS認定工場に認定				
1957年			大形チェーン減速機を開発	タイミングチェーンの生産開始		
1958年					天井走行コンベヤを自動車工場へ納入	
1961年					埼玉工場が竣工	
1962年			ボルグワーナと合併会社設立			
1965年			小形ギヤモートル発売			
1966年			パワーシリンダ発売	埼玉工場内に部品工場竣工		
1967年						
1970年		台湾に初の海外拠点を設立				
1971年		米国に販売会社設立	京都（現長岡京）工場竣工			
1972年	オランダ、カナダなどに子会社設立					
1976年		RSローラチェーン世界トップ品質達成				
1970年代後半					FA高度システムを多数納入	
1980年				タイミングベルトの納入開始		
1982年				チェーンからベルトへ転換が進展	兵庫工場が竣工	
1984年					リニア搬送装置を発売	
1985年						
1986年		北米で現地生産を開始				
1986年		ブラチェーンの社内生産開始				
1989年				タイミングチェーン北米生産開始		
1992年			岡山工場が竣工		高速自動仕分装置「リニソート」発売	
1993年			ハイボイドモートル発売			
1995年頃				ベルトからチェーンへ回帰進む	Amazon創業	
1996年					給紙AGVを発売	
1998年			リニパワージャッキ発売	サイレントチェーンを発売		
1998年	環境基本方針を制定					
2001年		京田辺工場が竣工			創業支援機器「ラポストッカ」発売	
2002年			精機事業ユニットを分社化（ツバキエマソンを設立）	米テスラ・イーラーズが創業		
2003年	リスクマネジメント基本方針制定			4輪駆動用TDチェーン発売		
2004年	執行役員制度を導入	山久チェーン買収	2輪向けスタータクラッチ発売		08/3期に過去最高営業利益を達成	
2006年			ジップチェーン・リフト開発販売	オートエンジニアリングラボ開設		
2007年						
2008年		独カーベルシュレップを買収	リフトマスタを発売	環境対応型ZeroTechシリーズ商品化		
2009年						
2010年		中国に製造子会社を設立				
2011年			ツバキエマソンを100%子会社化（ツバキE&Mに改称）			
2012年					米メイフランを買収	新規ビジネス
2013年					インドネシア工場が竣工	EV充電システム「eLINK」発売
2014年	「長期ビジョン2020」策定	100周年モデル「G8」シリーズ発売				アグリビジネスに本格参入
2016年						IoT対応遠隔監視ソフトを販売
2017年	創業100周年、「TSUBAKI SPIRIT」制定		ツバキE&Mを吸収合併	17/3期に過去最高営業利益達成		
2018年	19/3期に過去最高営業利益達成	19/3期に過去最高営業利益達成	19/3期に過去最高営業利益達成	世界8カ国12工場体制を確立		
2019年	戦略策定・監督と業務執行を完全分離			自動車のCASE議論が本格化		
2020年	サステナビリティ基本方針を制定				米セントラル・コンベヤを買収	

出所：会社資料などからCGRA作成

(3) 中期経営計画とSWOT&5Forces分析

長期ビジョン 2030 および中期経営計画 2025 を発表

2021年6月14日、同社は長期ビジョン 2030 および新中期 5 年計画「中期経営計画 2025」(22/3 期～26/3 期) を発表した。

2030 年のありたい姿を、「Linked Automation テクノロジーにより、社会課題の解決に貢献する企業グループを目指します。」とし、「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 テーマを取り組むべき社会課題として掲げた。

中計基本方針は、「既存事業での収益力を強化するとともに、長期ビジョン 2030 の実現に向け持続的成長につながる新事業の種まき期間とする」である。数値目標は図表 10 に示すが、今回、初めて資本効率の KPI として目標 ROE 8%以上が明記された。

<具体的な方針>

- ① 持続的成長が可能となる次世代ビジネスの創出：社会課題の解決に対応する新事業分野への進出、新商品・新技術の創出と育成
- ② 既存事業のさらなる市場地位確立と収益力の強化：グローバルトップ商品およびニッチトップ商品の競争優位性の維持・強化と価格競争力の向上による販売の拡大
- 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
- ④ ESG への取り組み強化：CO2 排出総量の削減 (E)、製品を通じた社会価値向上 (S)、ガバナンス強化と事業基盤強化 (G)

<持続的成長が可能となる次世代ビジネスの創出に向けた具体的方策>

- ① ヒューマンアシスト：医療福祉や農業など、一般消費者向け自動化・省人化機器の開発と提供
- ② メンテナンス：メンテナンスサービスを強化、「コト売り」ビジネスの強化・拡大
- ③ アグリビジネス：植物工場などのアグリビジネスにおける自動化・スマート化を提案
- ④ ライフサイエンス：再生医療分野へ参画、細胞培養プロセス自動化設備の製造・販売
- ⑤ エネルギー・インフラ：EV 充電インフラ市場へ参入、V2X 充放電器および太陽光発電、蓄電池との連携システム提案
- ⑥ モビリティ：EV 向けクラッチや Enedrive チェーン、各種駆動部品などモビリティパーツビジネス強化
- ⑦ 新事業探索：独立した専任部門を新設し、新事業の芽を継続的に生み出す
- ⑧ 収益力の強化：市場情報とモノづくりのリンクによる競争力強化と人財活用
- ⑨ モノづくり DX：モノづくり DX 改革（生産の見える化、AI 的データ分析など）

図表 10：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(%)	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%						
資本効率性	ROE	8%以上	モーションコントロール	196	4.1%	320～350	12%以上	
株主還元	配当性向	30%を基準とする	モビリティ	577	6.4%	950～1,000	11%以上	
ESG	CO2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)	マテハン	536	△4.1%	900～950	6%以上	

*その他事業グループおよび新事業開発関連費用は含まず

出所：同社長期ビジョン 2030 および中計経営計画 2025 説明資料

・中期経営計画 2025 の CGRA 注目ポイント

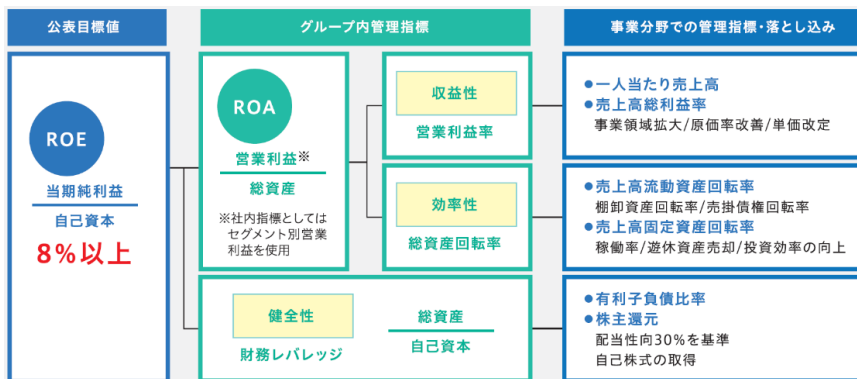
今後 5 年間は新規成長への種まきを積極的に行う

今回発表された長期ビジョン 2030 および中期経営計画 2025 のポイントは以下の 4 点。

- ① SDGs を前面に打ち出し、「Linked Automation テクノロジーにより、社会課題の解決に貢献する企業グループを目指す」（2030 年のありたい姿）。
- ② 今後 5 年間は、「既存事業の成長に加え、M&A などの革新技术で既存事業規模を拡大する。加えて、2030 年の売上規模 5,000 億円に向けて新規成長のための種まき期間と位置付け、新技術開発、M&A、アライアンスなどにより事業領域を拡大させる」。
- ③ 今回、新たに ROE 8%以上が KPI に設定された。財務分析は後述するが、同社 B/S は相対的に改善余地が大きい。事業部段階まで管理指標を落とし込み、収益性・資本効率の改善による企業価値の向上が期待される。
- ④ 今後 5 年間の累計フリーキャッシュフロー 500~600 億円に対して、新規事業展開への投資 300~360 億円、配当性向 30%を基準とした配当金 200~240 億円（DPS110~130 円）を計画している。なお、戦略的成長投資に関しては外部資金調達も検討する方針である。

CGRA では、同社競合である米 BorgWarner や Rexnord のように M&A を通じた成長機会の取り込みや業態変化も有効と考えるが、三菱ケミカルが「KAITEKI レポート」で示している定量的なリスクと対策の開示、更には TCFD のシナリオ分析、組織的 ESG 経営の実行が求められると考える。

図表 11：中期経営計画 2025 の財務戦略



図表 12：今後 5 年間の資金使途



出所：同社中期経営計画 2025 説明資料

・SWOT & 5Forces 分析

高い市場シェアを誇る部品メーカーの強みを発揮

同社の特徴および外部環境、更には内外競合企業を加味しながら、以下に SWOT および 5Forces 分析を試みた。図表に同社の強み（Strength）、弱み（Weakness）、機会（Opportunity）、脅威（Threat）を示したが、同社株価バリュエーションを見る限り、資本市場は弱みとリスクに対する対応策の説明が不十分と認識している感がある。強みに関しても、チェーンおよび MC 事業の高い市場シェアや技術優位性などの対外説明が不足している印象である。

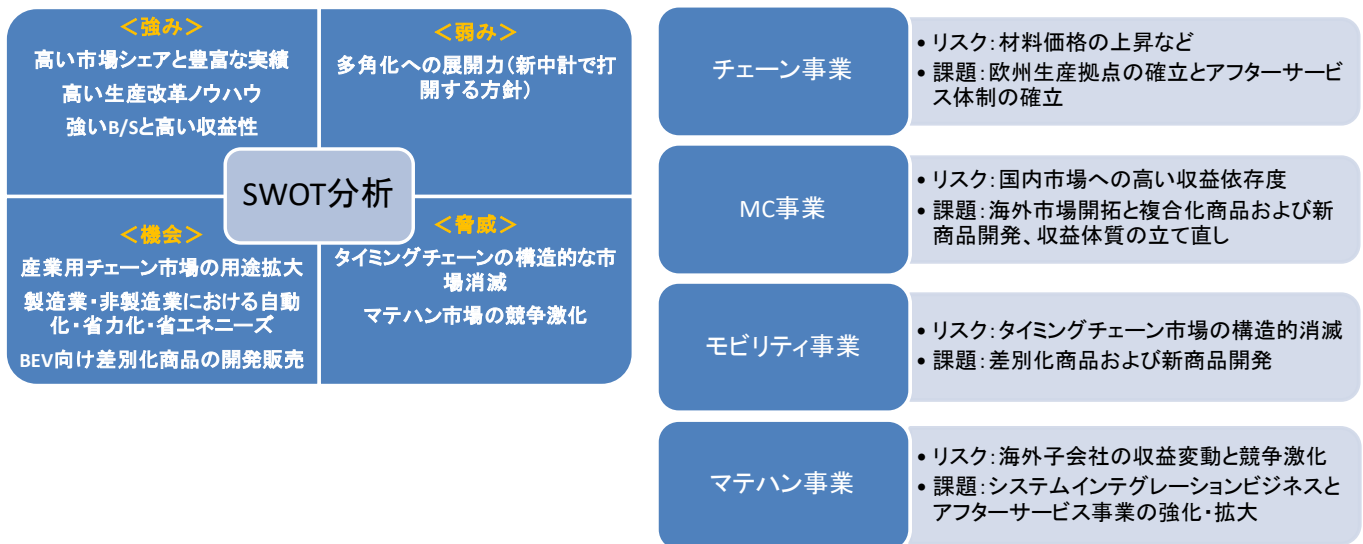
MC 事業における優位性などの資本市場への説明強化に期待したい

価格競争リスクは少なそうだ

5Forces 分析は SWOT 分析と似通った分析ではあるが、買い手と売り手の交渉力などの業界における立ち位置の理解に有効である。

業界内の競争：チェーン事業の競争環境は比較的和らいでいる印象があるものの、MC 事業およびモビリティ事業の競争環境は引き続き厳しい。マテハン事業は競争環境が厳しいものの、コア商品を中心としたソリューション提供に特化した戦略を実行している。**新規参入の脅威：**特にない。**代替品の脅威：**内燃機関が不要な電気自動車（EV）は同社タイミングチェーンには構造問題だが、内燃機関が不要な電気自動車であっても「モータ+ギヤ」→「モータ+チェーン」として採用が進む場合、チェーン需要が維持される可能性もある。産業用チェーンに関しても代替品は見当たらない。**売り手側の交渉力：**各種鋼材コストの上昇はリスクであり、22/3 期会社側業績予想に織り込み済である。ただし、過去の経緯を見る限り、同社は製品値上げで対処している。**買い手側の交渉力：**自動車向けビジネスに関しては、例年、売価低下リスクを伴う。しかし、産業機械向けに関しては、製品値上げなども実施しており、高い市場シェアと生産性改善策を武器に、買い手に対する交渉力は強いとの印象を受ける。

図表 13：橋本チェーンの SWOT およびリスク・課題分析



出所：CGRA 作成

(4) 業績動向とセグメント別推移

・過去の業績説明と 22/3 期業績予想

過去の売上推移：需要創出能力が高まっている

連結売上高を見ると、リーマン・ショック後のボトム売上高は 10/3 期の 1,127 億円であり、その後 9 年間で売上高は 2.1 倍になった。また、21/3 期売上高は直近ピークである 19/3 期水準から 19% 低下の 1,933 億円へ落ち込んだものの、リーマン・ショック後の売上高は 08/3 期ピークから 33% 減少しており、過去と比較して同社の需要創出能力（＝不況抵抗力）が高まっている印象である。連結営業利益についても 19/3 期に過去最高の 217 億円（営業利益率 9.1%）に達し、リーマン・ショック後の 10/3 期ボトム営業利益 47 億円から 9 年間で 4.6 倍（同期間の同社株価は約 5.6 倍）に拡大した。リーマン・ショック後の 10/3 期における営業利益は 08/3 期ピーク営業利益 198 億円から 76% 減少の 47 億円へ落ち込んだものの、21/3 期営業利益は 19/3 期直近ピーク比で約 59% 減の 88 億円にとどまっている。

今後は同社固有の要因として、減価償却負担の減少と CCC の収益性改善が期待可能

近年の営業利益率の鈍化は固定費負担の重さも一因

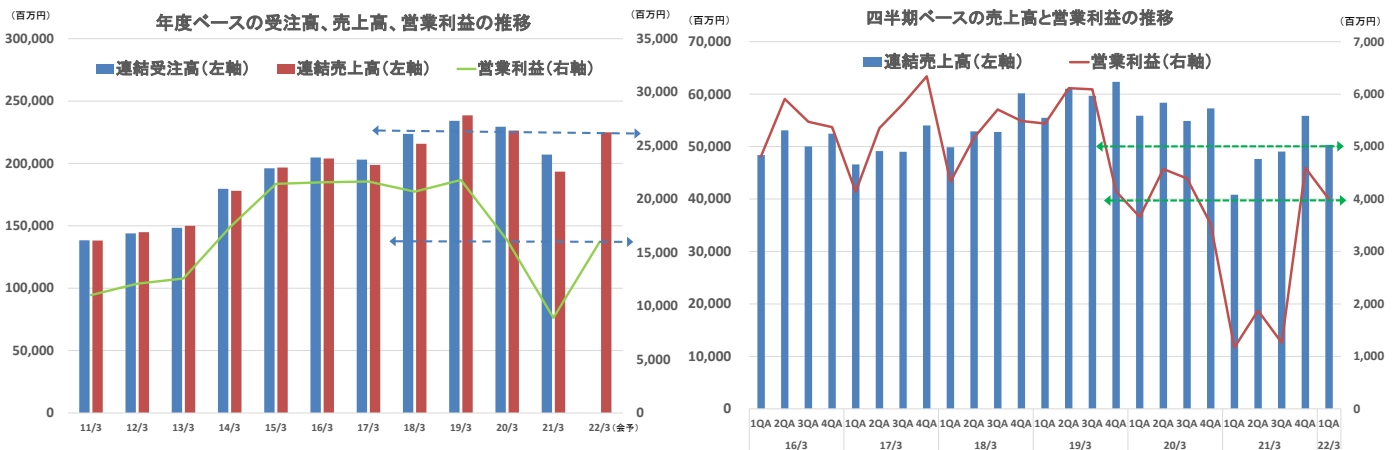
一方、営業利益率をみると、過去最高営業利益率は 08/3 期に記録した 11.8% であるが、過去最高営業利益を計上した 19/3 期営業利益率は 9.1% に低下している。要因としては、①モビリティ事業を中心とした積極的な設備投資に伴う固定費負担が重い、②08/3 期はマテハン事業の営業利益率が 11.9% を確保（ダイフクは同 8.9%）、などが主因である。しかし、減価償却費は 20/3 期でピークアウト、マテハン事業の収益性改善が期待され、今後は営業利益率の改善も期待できそうだ。

22/3 期業績予想は保守的な印象

22/3 期会社予想売上高は前期比 16% 増の 2,250 億円、営業利益は同 80% 増の 160 億円（OPM7.1%）、当期利益は同 44% 増の 125 億円（EPS 337.7 円）。予想 1 株配当金は前期比 35 円増配の 110 円（配当性向 32.6%）である。一見、大幅な増益予想に見えるが、売上高および営業利益水準ともに 2 年前の 20/3 期並みの水準である。トヨタ自動車を始めとする完成車各社ならびに自動車部品メーカー、軸受メーカー各社の 22/3 期業績計画は 20/3 期水準を上回る企業が大半である。また、1 株予想配当金は 110 円（配当性向 32.6%）であり、20/3 期 1 株配当金実績の 120 円（配当性向 38.9%、期初計画は 30.0%）よりも低い。業績予想のみならず予想 1 株配当金も相対的に保守的な印象が残ると CGRA は考える。

22/3 期業績予想および予想 1 株配当金も保守的な印象

図表 14：連結受注高および売上高と営業利益の推移



出所：会社資料から CGRA 作成

・チェーン事業の市場概況と業績見通し

消耗品としての安定的な需要創造が期待可能

産業用チェーンは、新設される設備や装置へ搭載されるものと、消耗品（交換部品）として既存の設備や装置に納入される需要がある。このため、チェーン需要は鉱工業生産指数などに連動する傾向があると同時に、工作機械受注に代表される設備投資需要が盛り上がる場合、代理店の在庫積み増し効果も加わって、予想以上に伸長する場面も見られる。図表 15 は年度ベースのチェーン事業売上高と工作機械（日本工作機械工業会ベース）および運搬機械（日本産業機械工業会ベース）の合算受注高の動向を見たものである。チェーン事業は消耗品の側面も有するため、合算受注高に対してボラティリティが少ないことが見て取れる。今回の新中計では「アフターサービスビジネスの強化」も掲げられており、今後の同社売上高は安定度が高まると考えられる。

消耗品的側面を有する同社の安定収益頭

今後のチェーン需要に関しては用途拡大もあり、堅調な成長を予想

今後の産業用チェーンのグローバル需要に関しては、①世界的な人口増加、各国における生活水準の向上、GDP の成長、②無給油チェーンや耐環境チェーン、噛み合い式チェーン（ジップチェーン）などの採用用途拡大、③製造業のみならず非製造業における省力化・自動化ニーズの高まり、などを背景に年率 3-5%の成長が可能と CGRA は考える。

ここ 3 年間は同社の稼ぎ頭に転じている

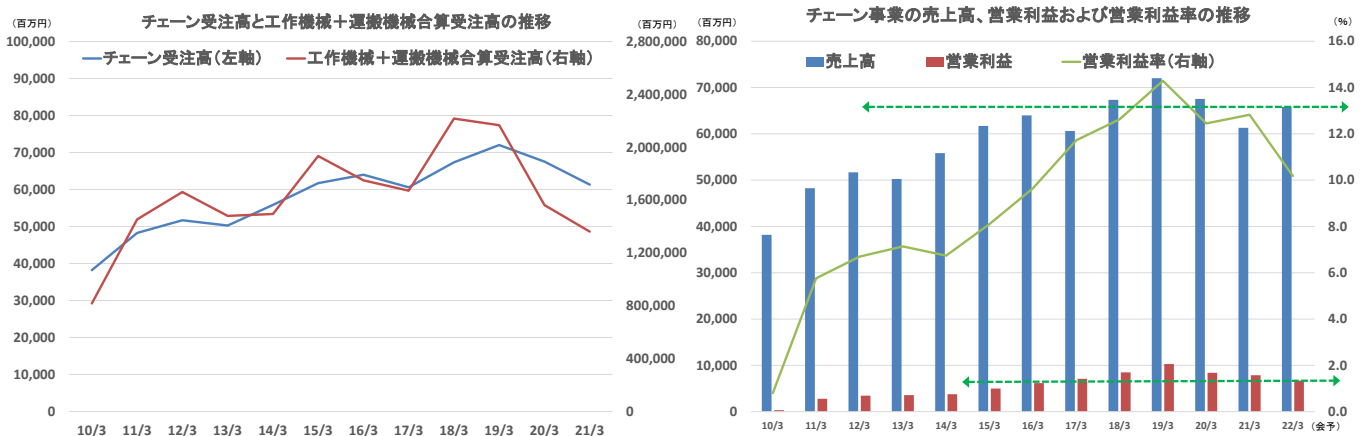
チェーン事業の 21/3 期売上高は、連結売上高の約 31%を占める 613 億円（前期比 9%減）、営業利益は同 88%を占める約 78 億円（同 7%減、営業利益率 12.8%）であった。かつてはモビリティ事業が連結営業利益の半分強を占めていたが、近年は新規顧客の採用増や市場シェアの上昇、生産性改善効果の顕在化などもあり、チェーン事業が同社の稼ぎ頭に転じている。

22/3 期業績予想は減益計画だが、保守的な印象

22/3 期会社側業績予想は、売上高が前期比 7%増の 658 億円（上期 330 億円、下期 328 億円）、営業利益は同 15%減の 67 億円（上期 35 億円、下期 32 億円）、営業利益率は 10.2%が提示された。売上高に関しては、20/3 期の 675 億円を若干下回り、営業利益は 20/3 期実績 84 億円（営業利益率 12.4%）を大きく下回る。同社は、①コロナ禍で圧縮した販管費や人件費の正常化、②各種材料価格の上昇、③高採算である米国需要の減少、などを掲げているが、保守的な印象と CGRA は考える。

22/3 期会社側業績予想は各種リスクを織り込み保守的な印象

図表 15 : チェーン事業の受注および業績推移



出所：各種資料などから CGRA 作成

・モーションコントロール事業の市場概況と業績見通し

設備投資への依存度が高いため、ボラティリティが若干高い

MC 事業（旧精機事業）は、減速機や電動シリンダ、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機械に搭載される産業用モータに付随して使用される商品を扱っている。従って、産業用チェーンよりも新設設備・装置への搭載部品として納入されるウエイトが高く、チェーンに比べて受注のボラティリティが高い。図表 16 は四半期ベースで見た同社 MC 事業の受注高と安川電機のモーション（サーボモータ+インバータ）およびロボット事業の合算受注高を見たものであるが、安川電機の受注高に遅行しながらも高い連動性が見取れる。

MC 事業製品は産業用モータに付随して使用される商品も多く、安川電機のモーション+ロボット事業の合算受注高が先行指標

グローバル MC 関連需要は年率 7%成長を予想

CGRA では、今後の MC 事業におけるグローバル需要は、チェーンと同様、マクロ景気動向に連動する格好でシクリカルグロースの動きを見せつつ、年率 7%程度の成長が可能と見る。ただし、同社 MC 事業は国内売上高比率が 76%（21/3 期）と高いうえ、単品販売の比率が高く、グローバルの市場成長率を下回って推移してきたと見られる。今後は海外への事業展開およびスマートモーションユニット（複合化新商品）の開発・販売が成長の鍵を握ると考えられる。

最近の営業利益率低下は同社固有の一時的な側面も含まれる

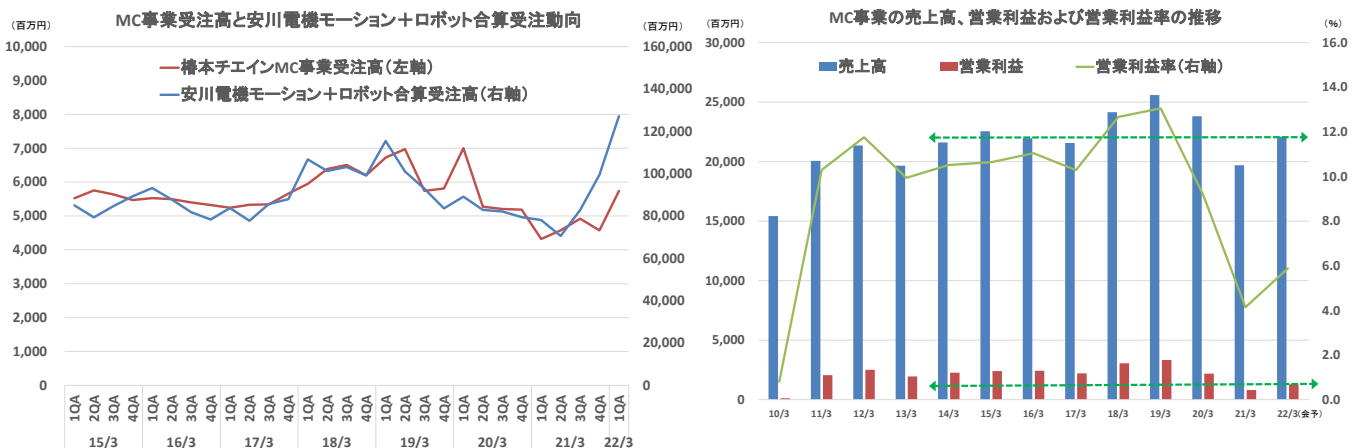
MC 事業における 21/3 期営業利益率は 4.1%（20/3 期は 9.2%、19/3 期は 13.1%）へ低下した。これは、①商品の再編を進める過程で、先行して販売を中止した商品がある、②モノづくりを強化する過程で、開発人員の増加と設備投資に伴う償却負担が重い、③市場投入予定である新商品の立ち上げが遅れている、などの同社固有の一時的要因が挙げられる。

22/3 期は営業利益率の改善度合いを注視したい

22/3 期会社側業績予想に関しては、売上高が前期比 12%増の 221 億円（上期 107 億円、下期 114 億円）、営業利益は同 59%増の 13 億円（上期 4 億円、下期 9 億円）、営業利益率は 5.9%（上期は 3.7%、下期は 7.9%）が提示された。なお、22/3 期から MC 事業からモビリティ事業へ AP クラッチ（売上高約 20 億円）が移管された。売上高に関しては、AP クラッチの移管分を加味すると、20/3 期の 238 億円並みの水準であるが、営業利益に関しては 20/3 期実績 21 億円（営業利益率 9.2%）を下回る計画である。

今後は具体的な新製品の開発と資料投入が待たれる

図表 16：安川電機のモーション+ロボット受注に遅行して推移



出所：各種資料などから CGRA 作成

・モビリティ事業の市場概況と業績見通し

一時は 20%近い営業利益率を確保したが・・・

モビリティ事業（旧自動車部品事業）は、自動車の低燃費を実現させるためのダウンサイジング化（＝タイミングチェーンはエンジンの小型化に最適）の流れの中で急成長、18/3 期には売上高が過去最高となる 795 億円（過去 5 年で 1.6 倍）に達した。営業利益に関しては、17/3 期に過去最高となる 123 億円を確保、営業利益率は 16.5%（過去最高営業利益率は 15/3 期の 17.8%）を記録した。16/3 期以降、売上高 1,000 億円を目指した積極投資を行ったため、減価償却負担増や人員増に伴う固定費負担増が見られ、その後の営業利益率は緩やかな下降線をたどった。

21/3 期売上高は前期比 19%減の 577 億円、営業利益は同 36%減の 37 億円（営業利益率 6.4%）となったが、21 年 1-3 月期の営業利益は前年同期比 47%増の 20 億円、営業利益率は 11.8%へ回復した。21 年 4-6 月期営業利益は 21 億円（同 12.6%）と回復傾向を強めている。

2025 年頃までは 10%台の営業利益率の確保が可能と見られる

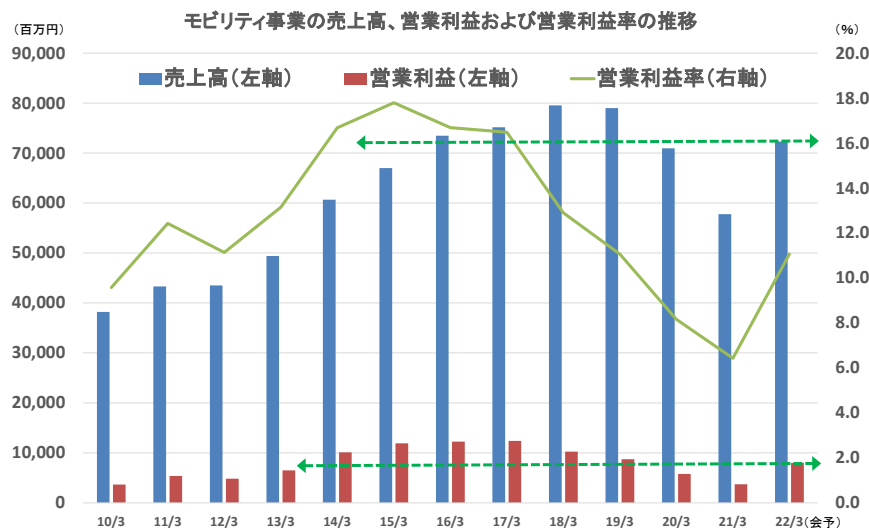
モビリティ事業における設備投資は、18/3 期に 120 億円へ拡大したものの、世界 8 カ国 12 工場生産体制が整い、21/3 期には 33 億円へ減少した。減価償却費に関しても 20/3 期の約 69 億円をピークに緩やかな減少局面を迎えている。従って、生産効率の一段の改善、固定費負担の減少もあり、営業利益率 10%台の安定的確保は可能と CGRA は考える。

22/3 期予想売上高は前期比 25%増の 723 億円（上期 360 億円、下期 363 億円）、営業利益は同 115%増の 80 億円（上期 38 億円、下期 42 億円）、営業利益率は 11.1%が提示された。20/3 期売上高 709 億円を若干上回るが、AP クラッチの移管を加味すると、ほぼ同水準である。営業利益に関しては、20/3 期実績 58 億円（営業利益率 8.2%）を上回る内容である。ただし、直近の四半期営業利益率は既に 12%台を確保しており、会社予想はクリア可能と言えそうだ。

2025 年に向けて安定的に 10%以上の営業利益率の確保を目指す

2021 年 4-6 月期における営業利益率は 12.6%を確保

図表 17：モビリティ事業の売上高、営業利益および営業利益率の推移



出所：会社資料より CGRA 作成

同社モビリティ事業はグローバル自動車生産台数を上回って成長

モビリティ事業の売上高は、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率を見せてきた（図表 18 参照）。

モビリティ事業のターゲットである ICE + HV 市場は、完成車各社の新規エンジン投入計画に基づくと、少なくとも 2025 年辺りまでは安定的に推移する見通しである。今後に関しては、同社の継続的なグローバル市場シェア上昇などが期待され、グローバル自動車生産台数を上回る堅調な売上推移が維持可能と考えられる。また、HV（ハイブリッド車）化はエンジンチェーンの構造上に大きな変化はなく、HV だから単価が低下する傾向は見られていない模様である。

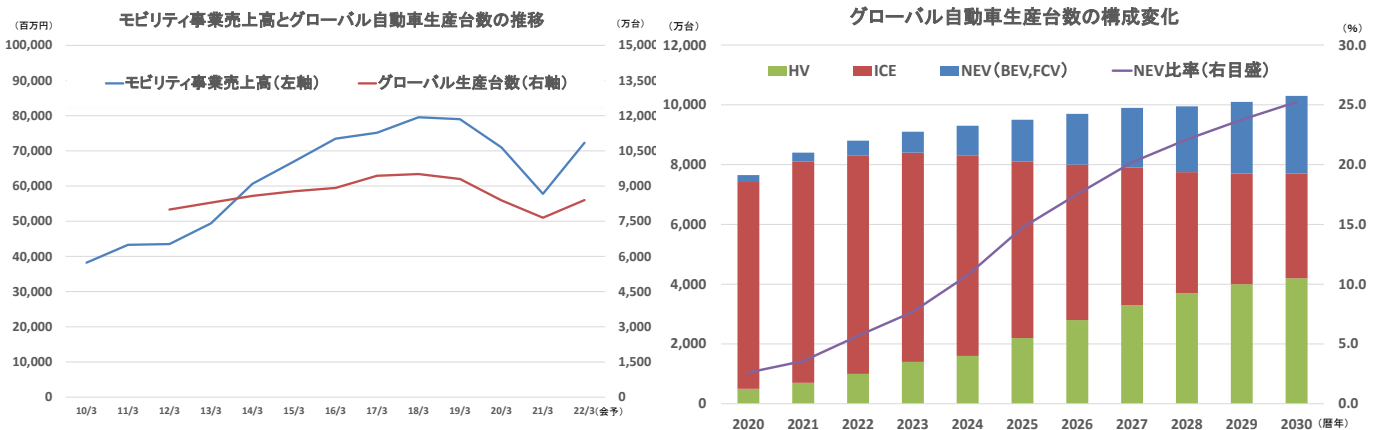
2025 年以降にも EV 化が顕著化しそう

同社は新中計の中で、2025 年までの自動車生産台数とモビリティ事業の売上高予想を開示、次世代エンジン向け環境対応商品による既存ビジネスエリアの拡大などから 22/3 期売上計画 723 億円に対して、23/3 期は 800 億円規模、26/3 期には 1,000 億円の売上高を計画している。

中計最後の 26/3 期には売上高 1,000 億円を目指す方針

CGRA では自動車各社の電動化戦略および各国政府の規制強化の動きなどを分析、2030 年に向けたグローバル自動車生産台数の構造変化に関して、①ICE（Internal Combustion Engine）+ HV（Hybrid Vehicle）のグローバル生産台数は 2025 年辺りまで高水準横ばいで推移する、②HV は 2030 年に向けて市場の 4 割程度を占める主力車種となる、③NEV: New Energy Vehicles(BEV: Battery Electric Vehicle + FCV: Fuel Cell Vehicle) は 2026 年辺りから新車投入が加速、2030 年にはグローバル自動車生産台数の 25%程度に達する、④ICE は 2025 年あたりから市場縮小が顕著となり、2030 年には市場構成比が 34%程度へ、などと予想する。

図表 18 : モビリティ事業売上高は自動車生産台数をアウトパフォーム



出所：各種資料などから CGRA 作成、自動車生産台数は CGRA 予想

BEV（電気自動車）はタイミングチェーンが不要

1980年代半ば、完成車メーカーの志向が軽量化と静音化などへシフトする中、スチール製のタイミングチェーンがゴム製のタイミングベルトへ置き換わる動きが見られた。しかし、1995年辺りからエンジンの小型・高性能化ニーズの高まりなどを背景に、タイミングチェーンへ回帰する動きが強まり、同社モビリティ事業の営業利益は17/3期に過去最高の123億円、売上高は18/3期に同795億円に達した。

しかし、2017年頃から自動車のCASE（コネクティビリティのC、オートノマスのA、シェアードのS、エレクトリックのE）の議論が始まり、地球温暖化対策とESG機運の高まりを背景に、自動車の電動化議論が加速している。駆動部がモータのみとなるBEV（Battery Electric Vehicle）では、エンジンを不要とするため、タイミングチェーンも不要となる。このことが同社PBR低下の一因と考えられる。しかし、HV・PHV車ではエンジンが搭載されるため、タイミングチェーンも採用が続く見通しである。

FCV（Fuel Cell Vehicle）の場合はタイミングチェーンが不要になる

Enedriveチェーンとe-fuelおよび水素エンジンが今後の鍵を握る

BEVでは小型高速モータの採用が進むと見られ、「モータ+ギヤ」構造が一般的と考えられている。しかし、ギヤよりもチェーンの方がレイアウトの自由度が高く、動力の伝達効率も高いうえ、質量やコストなどに関しても優位性が高い。引き続き同社Enedriveチェーンの採用動向に注目したい。

BEVにおいては「モータ+チェーン」構造にメリットが多い

e-fuelは、水を電気分解したH₂（水素）とCO₂を触媒反応で合成した液体の炭化水素燃料であり、欧州VWやトヨタ自動車などが開発を主導している。完成車各社は、既存の内燃機技術を温存することで、アップルなどの新規参入企業の抑止につなげたいうえ、日本勢はHV技術で優位に立ち、米中韓メーカーはEVを志向する傾向が強い。そのような中、欧州完成車メーカーと日本の完成車メーカーを中心にe-fuelを模索する動きもみられる。また、トヨタ自動車为主导する水素エンジンは、従来のガソリンエンジンから燃料供給と燃料噴射系の機構を変更、圧縮気体水素を燃焼させることで動力を発生させるため、走行中にCO₂は発生しない。e-fuelおよび水素エンジンの展開次第では、株式市場が懸念する「エンジン用タイミングチェーンはEV時代に需要が消滅する」との見方から「安定収益を稼げる事業」へ変化する可能性もあるとCGRAは考える。

図表19：EV向けチェーン対ギヤの特性分析と同社製品マッピング

<チェーン vs ギヤ 性能比較>

	チェーン	ギヤ
レイアウト自由度	A	B
信頼性	A	A
耐熱性	A	A
伝達効率	A	B
NV性能	A	B
質量	A	C
組付け性	A	A
コスト	A	B

A: Good
B: Average
C: No good



出所：会社HPおよび中期経営計画2025説明資料

・マテハン事業の市場概況と業績見通し

マテハン市場は e コマース (EC) 向けを中心に安定成長が続くそう

マテハン（物流機器）市場は、バブル経済崩壊以降、構造的な需要低迷期が続いたものの、1994年に米 Amazon 社が創業、2015年頃からEC市場が本格的に立ち上がり、世界的な小口運送需要の急増と人手不足を追い風に急拡大してきた。世界シェア推定 15%を誇る世界最大手のダイフクの業績は、15/3 期に売上高 2,673 億円、営業利益 149 億円であったものが、4年後の 19/3 期売上高は過去最高の 4,596 億円、営業利益も過去最高の 547 億円へ急成長を遂げた。

マテハン市場は急成長が続いてきた

マテハン事業の CCC を除く営業利益率は改善方向

マテハン事業の売上高は、2018年6月に米セントラルコンベヤ（CCC）を買収、e コマースなどの物流投資増などを背景に、20/3 期に過去最高の 642 億円に達した。しかし、リーマン・ショック以降の営業利益に関しては、15/3 期に記録した 19 億円（営業利益率 4.3%）がピークである。その後は米国における自動車工場の閉鎖や COVID-19 の悪影響などで CCC の業績が悪化、21/3 期には 22 億円の営業赤字に転じた。ただし、CCC を除く営業利益率は 5.3%を確保しており、収益性改善効果が顕在化している印象である。22/3 期会社側業績予想は CCC の収益改善を織り込み、売上高は前期比 24%増の 662 億円（上期 284 億円、下期 378 億円）、営業利益は黒字の 15 億円（営業利益率 2.3%。上期 1 億円、下期 14 億円）が提示された。CCC では競合 Dearborn Mid-west Company から Jeff Brinker 氏を新社長として招聘、プロジェクト管理体制強化、つばきグループとしてのシナジー効果の発揮、既存および新興自動車メーカーとの関係強化を図り、収益体質の強化を図る方針である。

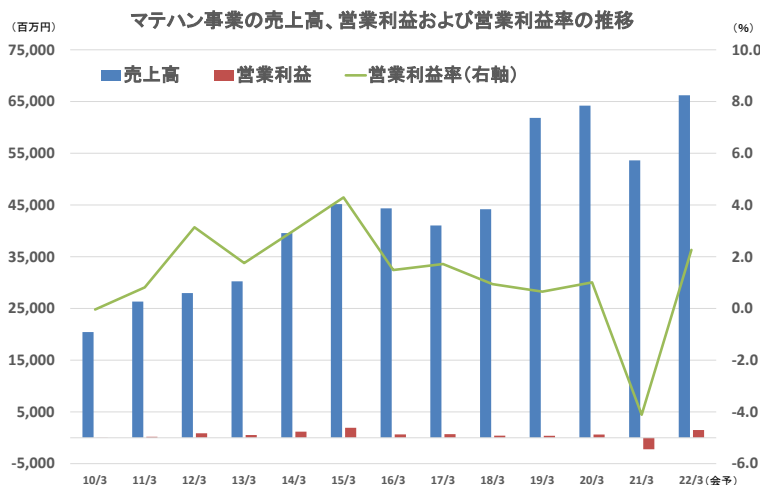
買収した CCC を除く営業利益率は改善傾向を強める

ダイフクとの営業利益率の違いはサービス事業にある

ダイフクの 21/3 期営業利益率は 9.4%と相対的に高い。ダイフクの場合、推定営業利益率 15%を誇るサービス事業が売上高の 25%を占め、本体の営業利益率は 7%程度と CGRA は試算する。また、ダイフクの国内事業（国内売上構成比 35%）営業利益率は 5%程度と見られ、海外市場で高い収益性を確保している模様である。椿本チエインの場合、サービス（メンテナンス）売上高比率が 20%程度と相対的に低く、国内売上構成比が高い。従って、CGRA では、アフターサービス事業の強化および米 CCC の収益改善、更にはエンジニアリング力の強化、システムインテグレーションビジネスの拡大などの戦略が収益性改善の鍵を握っていると考えられる。

今後はアフターサービス事業の強化などの戦略が求められよう

図表 20 : マテハン事業の売上高、営業利益および営業利益率の推移



出所：会社資料より CGRA 作成

(5) 財務および非財務分析

・財務分析

良好な B/S を維持するが、運転資金管理に課題

21/3 期末の連結自己資本比率は 60.5%（5 年前に比べて 4.6%上昇）を確保、配当の原資となる単体ベースの利益剰余金（21/3 期末）は 968 億円に達しており、22/3 期予想 1 株配当金 110 円（配当総額約 41 億円）、新中計期間中の配当総額 200～240 億円に対して潤沢な配当原資を有していると言えよう。

21/3 期末における有形固定資産回転率（売上高÷過去 2 年平均有形固定資産）は 1.66 回（19/3 期ピークで 2.07 回）であり、工具を手掛ける OSG の 1.32 回を上回るものの、トランスミッションなどの自動車部品を扱うアイシンの 2.43 回、軸受などを手掛ける日本精工の 1.96 回を下回っている。16/3 期以降のモビリティ事業への積極投資に加え、米中貿易摩擦、COVID-19 影響などによる減収が響いていると考えられる。

21/3 期末の運転資金動向をみると、CCC（キャッシュ・コンバージョン・サイクル：棚卸資産回転日数＋売上債権回転日数－仕入債務回転日数）は 154.8 日（過去 5 年平均 134.0 日）。こちらも日本精工の 120.9 日（同 99.9 日）よりも長期化している。特に、棚卸資産回転日数および売上債権回転日数が長い。売上高の 28%を占めるマテハン事業が影響しているものと思われたが、マテハン最大手であるダイフクの CCC は 98.8 日であり、マテハン事業以外にも課題があると CGRA は考える。ちなみに内燃機関用チェーンおよび産業機械用チェーンを手掛ける大同工業の 21/3 期 CCC は 145 日である。

B/S 上ののれんは 25 億円に過ぎないが、投資有価証券が 285 億円（自己資本に対して約 15%）と多い。ガバナンスの観点からも政策保有株の解消に課題が残る印象である。

FCF の安定創出が可能であり、ネット・キャッシュ状態を確保

過去 5 年間の平均営業キャッシュフローは 250 億円、同フリーキャッシュフローは 77 億円を確保、21/3 期末の有利子負債 411 億円に対して、480 億円（現預金 418 億円＋有価証券 61 億円）の手元流動性を有し、68 億円のネット・キャッシュ状態にある。18/3 期は 76 億円のネット・キャッシュであったが、過去 2 期間は有利子負債の増加を背景にネット・デットに転じたものの、21/3 期は運転資本の圧縮、設備投資抑制などを背景に 3 期ぶりにネット・キャッシュに転じた。

ROE10%を目指すには B/S 改革が求められると CGRA は考える

リーマン・ショック後の ROE は 15/3 期の 10.9%をピークに低下、21/3 期は 4.8%にとどまった（過去最高は 08/3 期に記録した 12.8%）。ROE 4.8%をデュポンモデルに分解すると、売上高当期利益率は 4.5%（15/3 期 7.2%）、総資産回転率（売上高÷過去 2 期間平均総資産）は 0.6 回（同 0.8 回）、財務レバレッジ（過去 2 期間平均総資産÷同自己資本）は 1.7 倍（同 1.9 倍）であり、自己資本が過大な印象を受ける。実際、同社自己資本は、15/3 期末の 1,404 億円から 21/3 期末には約 1.3 倍の 1,857 億円へ増加した（総資産は同約 1.2 倍）。

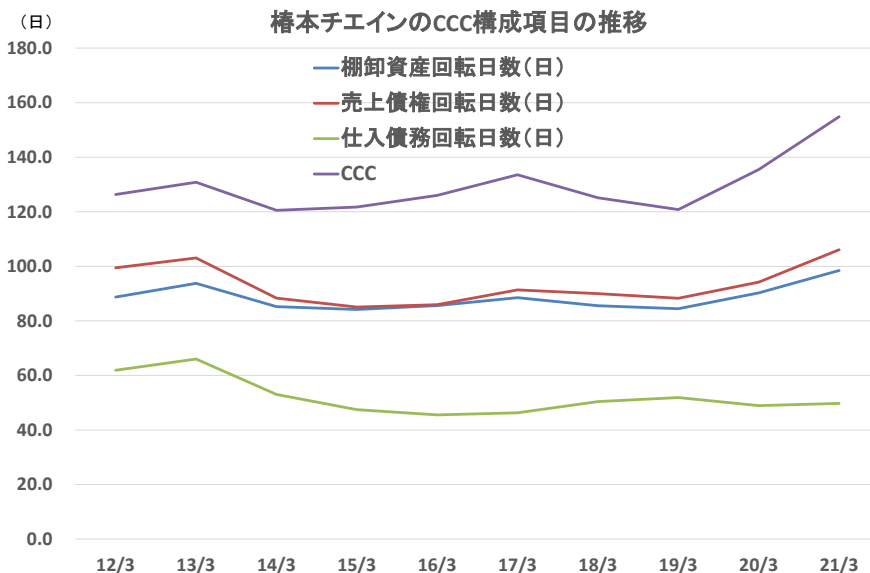
他社を例に挙げると、日本精工の 15/3 期 ROE は過去最高の 15.2%に達した。その際、売上高当期利益率は 6.4%と椿本チエインよりも収益性で劣るものの、総資産回転率は 0.9 回、財務レバレッジは 2.6 倍であった。したがって、椿本チエインにおける ROE の改善には、収益性改善に加え、棚卸資産や営業債権の圧縮、政策保有株式の売却、外注の活用（＝有形固定資産の圧縮）、株主還元強化などの B/S 改革が求められると CGRA は考える。

良好な B/S を有するものの、他社比較では改善の余地がありそう

政策保有株の整理なども求められよう

図表 21 : ROE のデュポンモデル分解

デュポンモデル	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3
売上高当期利益率 : %	4.7	5.0	5.7	7.2	6.3	7.3	6.8	5.8	5.1	4.5
総資産回転率 (売上高÷総資産)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.6
財務レバレッジ (総資産÷自己資本)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
ROE : %	7.9	7.7	9.3	10.9	9.0	9.9	9.2	8.1	6.7	4.8
NOPAT : 百万円	7,309	7,724	10,546	13,622	14,690	15,439	15,096	17,138	12,076	6,348
投下資本 : 百万円	123,740	145,103	158,166	181,198	180,632	190,852	196,346	219,226	217,564	228,662
ROIC : %	5.9	5.3	6.7	7.5	8.1	8.1	7.7	7.8	5.6	2.8

図表 22 : 棚卸資産と売上債権に改善余地あり


出所 : 会社資料より CGRA 作成

・非財務分析およびガバナンス体制

非財務情報思考が必要な時代が到来

企業の持続的成長には、社会課題の解決を伴う事業活動を通じた経済価値および社会価値の向上が求められる。近年は ESG および SDGs の議論とともに、投資資金もアクティブからパッシブ化の動きを強めており、ESG ファンドへの資金流入が続いている。

ESG や SDGs などの非財務情報の開示は、長期投資家のみならず、すべてのステークホルダーにとって必要不可欠なものになりつつある。製品の価格や性能、効率の良い生産活動も大事であるが、いかに環境に優しいモノづくりを通じて、いかに環境に優しいエコ商品を生産するかなどのアウトカムが企業のブランディングや営業戦略に重要な時代が到来している。既にトヨタ自動車はサプライヤー各社へ CO2 削減を義務付け始めたが、今後はカーボンニュートラルな企業からのみ部品を調達する完成車メーカーや産業機械メーカーが登場する可能性もあろう。

各種 KPI の開示が進むが、リスク分析に課題を残す

同社は 2019 年に従来のコーポレートレポートから統合報告書へ名称を改め、ESG 強化および SDGs の開示を行っている。2020 年版「つばきグループ統合報告書」(71 ページ) では、各 ESG 項目に沿ったマテリアリティ (重要課題) を設定、環境に関しては、CO2 排出総量の削減 (国内グループ会社では 2030 年までに 2013 年度比で 46%削減) や廃棄物リサイクル率、PRTR (有害化学物質) 物質排出量などの項目に関して 2030 年度を最終ターゲットとした KPI を掲げている。

ガバナンスに関しては、リスクマネジメントとコンプライアンスの観点から KPI を定め、強化を進めている。今後に関しては、改定コーポレートガバナンスコードで開示が求められる TCFD に加え、中長期視点でのリスク開示と対策および機会の説明、組織横断的な ESG 活動の強化などが求められよう。

ガバナンス体制の強化が進む

同社ガバナンス体制の歴史を振り返ると、まず 2004 年度に執行役員制度を導入、社外取締役を 1 名選任、社外監査役は 1 名から 2 名へ増員した。2013 年度には社外取締役を 1 名から 2 名へ増員した。2015 年度には CEO（最高経営責任者）と COO（最高執行責任者）を分離するマネジメント改革を実施した。2017 年度には社外取締役を 2 名から 3 名（社外比率 30%：当時）へ増員した。2018 年度には執行役員が事業部長を務める体制へ移行した。2019 年度は取締役会による戦略策定・監督と執行役員による業務執行を明確に分離するとともに、取締役と執行役員の兼務を廃止、指名・報酬委員会を設置した。

指名・報酬委員会は、社外取締役 3 名で構成され、CEO がオブザーバーとして委員会に出席している。委員長は阿部修司氏である。

2021 年 7 月現在、同社の取締役数は 7 名、うち社外取締役は 3 名（社外比率 42.9%）である。取締役会には 7 名のほか、常勤監査役 2 名と社外監査役 2 名が出席し、大原代表取締役会長兼 CEO が取締役会の議長を務める。なお、同社取締役の女性比率は 14%（1 名）である。

社外取締役の阿部修司氏は、2013 年 6 月に同社社外取締役に就任。ヤンマーディーゼル株式会社（現ヤンマーホールディングス株式会社）取締役副社長、ヤンマー農機株式会社（現ヤンマーアグリ株式会社）代表取締役社長を歴任されている。安藤圭一氏は、2017 年 6 月に同社社外取締役に就任。株式会社三井住友銀行代表取締役兼副頭取執行役員、新関西国際空港株式会社代表取締役社長兼 CEO などを歴任。塩野義製菓（株）および（株）ダイヘンの社外取締役を兼職されている。北山久恵氏は、2020 年 6 月に同社社外取締役に就任。有限責任あずさ監査法人専務役員などを歴任。北山公認会計士事務所代表（現任）であり、（株）荏原製作所の社外取締役を兼職されている。

今後は新中計戦略の着実な遂行に必要な取締役のスキルマトリクスなどの開示説明に期待したい。

企業価値の向上には株価意識の高まりも必要か

同社は 2020 年 6 月 26 日開催の定時株主総会において、社外取締役を除く取締役に対し、株主との一層の価値共有を進めることを目的に、譲渡制限付株式報酬制度を導入した。ただし、役員報酬の固定報酬比率は約 70%（前年の 50%から上昇）と高く、インセンティブ効果が働きにくいと言えよう。因みに、日本精工の固定報酬比率は 40%である。中期経営計画 2025 の確実な達成に向けて、インセンティブ効果を狙った同社役員と同社株式保有の増加や従業員持ち株制度の拡充、各種 ESG 関連の KPI に紐づいた報酬制度の導入などによって、社員一丸となって企業価値および社会価値向上を図る意識統一作りも有効ではないかと CGRA は考える。

新中計戦略に必要な取締役会のスキルマトリクスの開示に期待したい

株価意識を高める諸策が必要との印象を受ける

(6) 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 23 : 連結損益計算書

(百万円、%)	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3
売上高	144,896	150,002	178,022	196,738	203,976	198,762	215,716	238,515	226,423	193,399	225,000
増収率	4.8	3.5	18.7	10.5	3.7	-2.6	8.5	10.6	-5.1	-14.6	16.3
売上原価	104,156	107,396	126,132	137,014	142,241	138,191	152,630	171,959	166,158	145,764	-
原価率	71.9	71.6	70.9	69.6	69.7	69.5	70.8	72.1	73.4	75.4	-
販売管理費	28,657	30,027	34,536	38,296	40,164	38,924	42,392	44,767	44,118	38,737	-
販管费率	19.8	20.0	19.4	19.5	19.7	19.6	19.7	18.8	19.5	20.0	-
営業利益	12,081	12,579	17,354	21,427	21,570	21,647	20,694	21,789	16,146	8,896	16,000
増益率	9.6	4.1	38.0	23.5	0.7	0.4	-4.4	5.3	-25.9	-44.9	79.9
営業利益率	8.3	8.4	9.7	10.9	10.6	10.9	9.6	9.1	7.1	4.600	7.1
営業外収支	59	235	639	836	539	357	1,049	-167	552	2,129	1,000
経常利益	12,140	12,813	17,993	22,263	22,109	22,004	21,743	21,622	16,698	11,025	17,000
増益率	9.3	5.5	40.4	23.7	-0.7	-0.5	-1.2	-0.6	-22.8	-34.0	54.2
経常利益率	8.4	8.5	10.1	11.3	10.8	11.1	10.1	9.1	7.4	5.7	7.6
特別損益	-233	-168	-421	321	-1,665	-429	-579	-2,189	111	1,133	-
特別利益	73	6	6	365	75	10	0	4	533	1,190	-
特別損失	306	174	427	44	1,740	439	579	2,193	422	57	-
税前利益	11,907	12,645	17,572	22,583	20,444	21,575	21,164	19,433	16,809	12,158	-
法人税住民税+調整額	4,469	4,750	6,856	8,163	7,643	6,721	6,422	5,577	5,123	3,377	-
税率	37.5	37.6	39.0	36.1	37.4	31.2	30.3	28.7	30.5	27.8	-
少数株主利益	623	464	503	267	33	257	75	75	109	75	-
親会社株主に帰属する当期利益	6,815	7,431	10,213	14,153	12,768	14,597	14,667	13,781	11,576	8,706	12,500
増益率	11.8	9.0	37.4	38.6	-9.8	14.3	0.5	-6.0	-16.0	-24.8	43.6
当期利益率	4.7	5.0	5.7	7.2	6.3	7.3	6.8	5.8	5.1	4.5	5.6
連結EPS	36.63	39.69	54.58	75.65	68.24	390.15	387.44	364.03	308.71	235.23	337.70
セグメント売上高											
チェーン	51,692	50,250	55,828	61,721	63,998	60,600	67,338	72,023	67,526	61,312	65,800
モーションコントロール(旧精機)	21,364	19,664	21,612	22,557	21,975	21,563	24,156	25,591	23,813	19,697	22,100
モビリティ(旧自動車部品)	43,509	49,397	60,674	66,978	73,473	75,147	79,545	78,992	70,949	57,777	72,300
マテハン	27,977	30,246	39,565	45,169	44,354	41,043	44,187	61,827	64,212	53,618	66,200
その他	2,913	2,846	2,719	2,968	3,186	3,001	3,331	3,548	3,542	3,941	2,200
消去	-2,559	-2,402	-2,378	-2,658	-3,011	-2,594	-2,843	-3,469	-3,622	-2,948	-3,600
連結売上高	144,896	150,002	178,022	196,738	203,976	198,762	215,716	238,515	226,423	193,399	225,000
セグメント利益											
チェーン	3,462	3,586	3,763	5,002	6,172	7,102	8,502	10,292	8,406	7,862	6,700
モーションコントロール(旧精機)	2,512	1,955	2,273	2,400	2,427	2,218	3,060	3,340	2,189	816	1,300
モビリティ(旧自動車部品)	4,846	6,494	10,119	11,916	12,258	12,385	10,258	8,734	5,791	3,714	8,000
マテハン	878	531	1,192	1,940	659	706	416	402	647	-2,202	1,500
その他	170	143	63	123	84	-1	-40	-43	20	-330	-300
消去	213	-130	-56	46	-30	-763	-1,502	-936	-907	-964	-1,200
連結営業利益	12,081	12,579	17,354	21,427	21,570	21,647	20,694	21,789	16,146	8,896	16,000
セグメント利益率											
チェーン	6.7	7.1	6.7	8.1	9.6	11.7	12.6	14.3	12.4	12.8	10.2
モーションコントロール(旧精機)	11.8	9.9	10.5	10.6	11.0	10.3	12.7	13.1	9.2	4.1	5.9
モビリティ(旧自動車部品)	11.1	13.1	16.7	17.8	16.7	16.5	12.9	11.1	8.2	6.4	11.1
マテハン	3.1	1.8	3.0	4.3	1.5	1.7	0.9	0.7	1.0	-4.1	2.3
その他	5.8	5.0	2.3	4.2	2.6	0.0	-1.2	-1.2	0.6	-8.4	-13.6
連結営業利益率	8.3	8.4	9.7	10.9	10.6	10.9	9.6	9.1	7.1	4.6	7.1

注：同社は 22/3 期からセグメントの呼称を変更。精機事業をモーションコントロール（MC）事業とし、AP クラッチをモビリティ事業へ移管。自動車部品事業をモビリティ事業に改称。チェーン事業と MC 事業を統括するパワートラ事業統括を設置した。

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 24：連結貸借対照表とキャッシュフロー

(百万円、%)	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3
流動資産	86,630	96,782	100,626	116,619	116,536	125,400	132,144	143,949	134,083	145,185
現金・預金	9,661	19,678	13,518	17,504	20,195	26,332	29,590	33,647	29,019	41,869
受取手形・売掛金	42,886	41,844	44,337	47,338	48,726	50,760	55,612	59,807	57,046	55,377
有価証券	4,468	560	7,877	12,020	7,533	7,965	4,646	4,114	3,965	6,189
棚卸資産	25,893	29,298	29,625	33,574	33,153	33,875	37,676	41,884	40,278	38,389
その他流動資産	3,722	5,402	5,269	6,183	6,929	6,468	4,618	4,495	3,773	3,360
固定資産	105,135	119,055	128,213	142,122	137,570	141,814	151,429	161,966	160,015	162,147
有形固定資産	82,761	90,481	96,852	101,613	102,777	105,435	113,285	116,946	118,579	115,059
無形固定資産	1,716	5,381	5,807	5,132	4,352	3,841	2,968	12,787	11,361	10,695
投資その他資産	20,657	23,192	25,554	35,376	30,444	32,537	35,175	32,233	30,074	36,391
資産合計	191,765	215,837	228,840	258,742	254,106	267,215	283,574	305,916	294,098	307,332
流動負債	54,544	57,543	62,003	59,435	55,525	66,558	70,797	82,617	67,081	61,690
支払手形・買掛金	27,779	26,488	25,269	25,902	24,986	25,462	34,148	33,701	27,030	25,674
短期借入金・1年以内償還長期借入金	10,594	11,868	18,847	11,761	10,547	20,225	11,292	22,779	17,139	11,953
その他流動負債	16,171	19,187	17,887	21,773	19,992	20,872	25,356	26,137	22,912	24,064
固定負債	40,885	49,696	45,208	55,014	52,766	44,439	43,012	47,844	50,961	58,147
SB・CB	0	0	0	10,000	10,000	10,000	10,000	15,000	15,000	15,000
長期借入金	16,810	24,638	17,690	15,146	14,269	4,409	5,288	5,992	9,369	14,214
その他固定負債	24,075	25,058	27,518	29,868	28,497	30,030	27,723	26,851	26,592	28,933
負債合計	95,430	107,239	107,212	114,449	108,291	110,997	113,809	130,461	118,043	119,838
非支配株主持分	6,412	6,577	3,194	3,851	3,774	3,744	1,848	1,720	1,695	1,703
自己資本	89,923	102,019	118,433	140,439	142,041	152,474	167,917	173,734	174,360	185,791
負債・資本合計	191,766	215,837	228,840	258,742	254,106	267,215	283,574	305,916	294,098	307,332

(百万円、%)	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3
営業活動によるキャッシュフロー	11,626	15,350	19,761	22,189	19,090	25,434	27,657	24,197	20,275	27,890
税金等調整前当期純利益	11,907	12,645	17,572	22,583	20,444	21,575	21,164	19,432	16,809	12,159
減価償却費	7,403	7,360	8,745	9,476	10,402	10,342	11,005	12,366	12,739	12,682
運転資本の増減	-2,265	832	-220	-4,110	-3,721	-2,804	720	-5,847	-3,318	3,143
法人税等の支払額	-4,667	-4,695	-6,099	-7,193	-9,785	-6,126	-6,664	-7,354	-5,089	-3,810
その他	-752	-792	-237	1,433	1,750	2,447	1,432	5,600	-866	3,716
投資活動によるキャッシュフロー	-10,487	-18,401	-17,166	-14,306	-13,593	-13,420	-17,389	-32,088	-14,241	-9,560
投資有価証券の取得	-712	-512	-223	-548	-194	-229	-11	-212	-15	-252
投資有価証券の売却	3	14	665	0	0	19	0	328	215	166
有形固定資産の取得	-7,553	-11,121	-13,232	-9,384	-13,750	-14,151	-15,542	-17,273	-14,661	-9,723
有形固定資産の売却	193	187	104	356	147	135	167	198	171	689
子会社出資金の取得	0	-6,334	0	0	0	0	0	-15,457	0	0
その他	-2,418	-635	-4,479	-4,730	207	807	-2,001	327	48	-440
フリーキャッシュフロー	1,138	-3,050	2,594	7,882	5,496	12,013	10,268	-7,890	6,034	18,329
財務活動によるキャッシュフロー	-5,460	6,325	-3,196	-2,647	-5,476	-4,084	-13,191	12,679	-10,385	-4,354
長期債務の調達・返済	-6,151	9,880	-642	-1,239	-1,540	-688	-9,410	15,780	-2,398	1,213
短期債務の調達・返済	2,460	-1,949	-175	1,135	-190	913	1,042	1,813	376	-1,687
配当金の支払	-1,302	-1,310	-1,497	-2,432	-3,554	-3,928	-4,544	-4,731	-4,541	-3,330
その他	-467	-296	-882	-111	-192	-381	-279	-183	-3,822	-550
現金及び現金同等物に係る換算差額	-118	793	1,378	741	-957	-649	374	-414	-358	730
現金及び現金同等物の増減額	-4,440	4,068	776	5,976	-937	7,279	-2,548	4,374	-4,708	14,706
現金及び現金同等物期首残高	17,308	13,916	20,194	21,291	27,360	26,422	34,142	31,712	36,087	31,378
現金及び現金同等物期末残高	13,916	20,194	21,291	27,360	26,422	34,142	31,712	36,087	31,378	46,084
総資産回転率(回)	0.77	0.74	0.80	0.81	0.80	0.76	0.78	0.81	0.75	0.64
有形固定資産回転率(回)	1.77	1.73	1.90	1.98	2.00	1.91	1.97	2.07	1.92	1.66
流動資産回転率(回)	1.72	1.64	1.80	1.81	1.75	1.64	1.68	1.73	1.63	1.39
棚卸資産回転日数(日)	88.75	93.79	85.26	84.18	85.61	88.52	85.55	84.44	90.24	98.49
売上債権回転日数(日)	99.48	103.09	88.35	85.04	85.95	91.35	89.99	88.31	94.19	106.09
仕入債務回転日数(日)	61.90	66.02	53.06	47.47	45.53	46.32	50.43	51.91	48.95	49.73
自己資本比率(%)	46.89	47.27	51.75	54.28	55.90	57.06	59.21	56.79	59.29	60.45
CCC(日)	126.33	130.85	120.55	121.75	126.03	133.55	125.12	120.84	135.48	154.85

出所：会社資料より CGRA 作成

<担当アナリスト>

黒田真路 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LEMING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（現任）

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LEMING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

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、（2）中計作成や事業戦略、各種IR&SRに関する助言業務、（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）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。