

ホリスティック企業レポート (ソディック 6143 東証二部)

フル・レポート
2012年11月13日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済20121108

要旨

1. 会社の概要

・ハイスペックの放電加工機では世界トップクラスの工作機械メーカー。電源や NC 装置、リニアモータなど主要部品の内製化と、生産拠点の海外移管によるコスト競争力が強み。射出成形機、製麺機等も製造販売。

アナリスト: 高坂 茂樹
+81(0)3-6858-3216
kousaka@stock-r.org

2. 財務面の分析

・業績は景気循環に左右されがち。リーマンショック後の世界同時不況では赤字転落も、2011年3月期は売上高営業利益率10%に急回復。
・同業他社と比べ財務体質はやや見劣りするが、収益性は良好である。

【主要指標】

	2012/11/2
株価(円)	331
発行済株式数(株)	53,432,510
時価総額(百万円)	17,686

3. 非財務面の分析

・要素技術開発に強く、保有特許数は国内累計 200 件以上。開発した新製品は毎年のように業界表彰等を受けている。ただし技術一辺倒ではなく、顧客の直面する課題を克服しものづくりを支える心構えも徹底している。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	4.9	5.2	5.0
PBR(倍)	0.6	0.5	0.5
配当利回り(%)	3.3	3.6	3.9

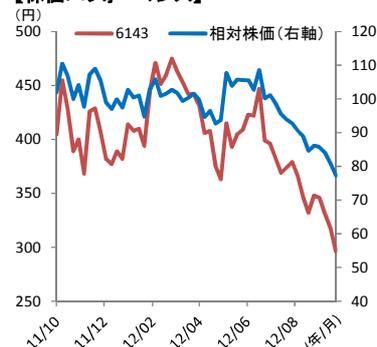
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-8.5	-21.9	-31.6
対TOPIX(%)	-9.1	-22.5	-29.6

4. 経営戦略の分析

・国内・欧米ではアフターサービス等で顧客を囲い込む一方、新興工業国ではニーズに合致した戦略機種を投入し、世界各地域で市場シェア4割の達成を目指す。新事業開拓による景気変動への抵抗力強化、財務体質の改善も課題と認識している。

【株価パフォーマンス】



5. アナリストの評価

・バリュエーションは東証二部市場全銘柄平均や類似会社と比べ低い評価となっている。2015/3期のEPSを基準に予想PER10~12倍で試算すると、2~3年後の適正株価は775~930円となる(15/3期当センター予想BPSでPBR1.02~1.22倍)。

【6143 ソディック 業種:機械】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)	
2011/3	54,213	47.5	5,599	—	3,944	—	5,111	—	103.2	534.3	6.0	
2012/3	53,528	-1.3	5,495	-1.8	4,577	16.0	3,320	-35.0	67.1	589.3	11.0	
2013/3	CE	57,000	6.5	5,500	0.1	4,700	2.7	3,500	5.4	69.6	—	12.0
2013/3	E	56,000	4.6	5,100	-7.2	4,300	-6.1	3,200	-3.6	63.6	642.2	12.0
2014/3	E	58,200	3.9	5,900	15.7	5,200	20.9	3,300	3.1	65.6	694.8	13.0
2015/3	E	61,500	5.7	6,800	15.3	6,200	19.2	3,900	18.2	77.5	759.3	13.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、無印は実績

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合状況
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 中期業績見通し

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 中・長期戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

NC 放電加工機で世界トップクラスの工作機械メーカー。射出成形機、製麺機等も手掛ける。

工作機械の海外売上比率は73%、タイ、中国など海外生産比率は9割に達する。

◆ 世界トップクラスの放電加工機メーカー

株式会社ソディック（以下同社）は、NC(数値制御)放電加工機を主力とする工作機械メーカーである。放電加工機を構成する NC 装置やリニアモータ等の外販、産業機械(射出成形機)や食品機械(製麺機)、自社のマシンによる金型や精密部品の加工等も手掛けている。事業セグメント別にみると、工作機械事業が売上高の約7割、営業利益の約9割を占める(2012年3月期、図表1)。なお、その他の区分は、リース事業、印刷事業等の付帯事業である。

工作機械事業はさらに日本及びタイ、中国の製造拠点、国内及び米国、英・独、中国・台湾・香港、韓国・シンガポール・マレーシアの販売子会社の所在地別に、5分類で開示している(図表2)。

外部顧客向け売上高は中華圏が最大で、主要生産拠点であるタイ工場を包含するその他アジアも内部取引を含む売上高では2割前後を占める。なお、プラザ合意後の円高を受けて1990年に竣工したタイ工場、95年竣工の中国・蘇州工場、07年の厦門工場等が放電加工機の生産を支えており、同社の海外生産比率は約9割に達する。

工作機械の海外売上高はアジア地域が約5割に達し、国内市場は3割弱に止まる。工作機械以外の事業の海外展開は遅れている(図表3)。

図表1 事業セグメント別にみた収益構成

(単位:百万円、%)

(項目/決算期)	売上高				営業利益				
	2010/3	11/3	12/3	売上構成比	2010/3	11/3	12/3	利益構成比	対売上比率
工作機械	22,329	35,732	37,788	70.6	-402	6,040	6,570	93.1	17.3
産業機械	7,117	9,957	7,566	14.1	-51	396	-278	-3.9	-3.7
精密金型・精密成形	3,717	3,448	2,906	5.4	38	419	218	3.1	6.3
食品機械	2,064	2,817	3,282	6.1	-817	112	115	1.6	4.1
要素技術	1,301	2,109	1,877	3.5	-276	62	413	5.8	10.6
その他	231	147	106	0.2	-20	45	21	0.3	5.3

(注) 利益構成比は全社共通費用考慮前の合計値で、営業利益率は内部取引考慮後売上高で算出

(出所) 同社決算短信

図表2 工作機械事業の地域別状況

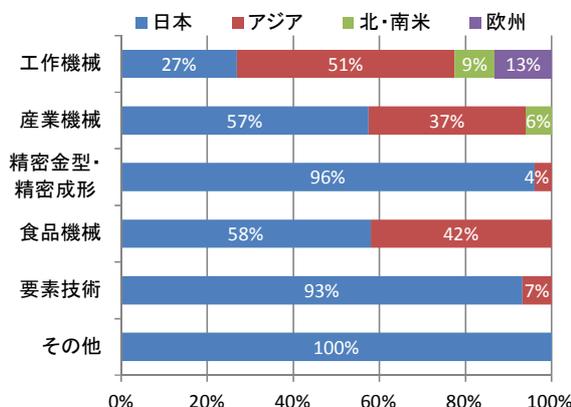
(単位:百万円、%)

項目	外部顧客向け売上高		内部取引を含む売上高		営業利益	
	売上高	構成比	売上高	構成比	売上高	構成比
日本	12,490	33.1	21,228	37.4	3,660	56.4
北・南米	3,578	9.5	3,770	6.6	489	7.5
欧州	4,811	12.7	4,837	8.5	192	3.0
中華圏	13,804	36.5	16,962	29.9	1,778	27.4
その他アジア	3,104	8.2	9,958	17.5	372	5.7
合計	37,788		56,757		6,493	

(注) 2012/3 期実績。日本の項には、国内で受注し海外で設置される売上を含む。中華圏は中国、台湾、香港

(出所) 2012/3 期決算短信

図表3 セグメント別の海外売上比率



(出所) 2012/3 期決算説明会資料

放電エネルギーを利用し、金型等の複雑な・精密な加工や難切削材加工を行う機械。

◆ 放電加工機は精密加工や難切削材料の加工が得意

放電加工機は、電気による放電エネルギーを利用して金属加工を行う機械である。加工原理は、工具電極と被工作物の間に電圧を掛けて雷のように放電させ、被工作物の表面を加熱・蒸発させて望む形状を得るというもので、加工速度は切削に比べ遅いが、精度は高い。放電を行う電極の形状により形彫り放電加工機とワイヤ放電加工機に分類される（他に細穴放電加工機があるが、機械統計では 2 つに分類、図表 4 参照）。

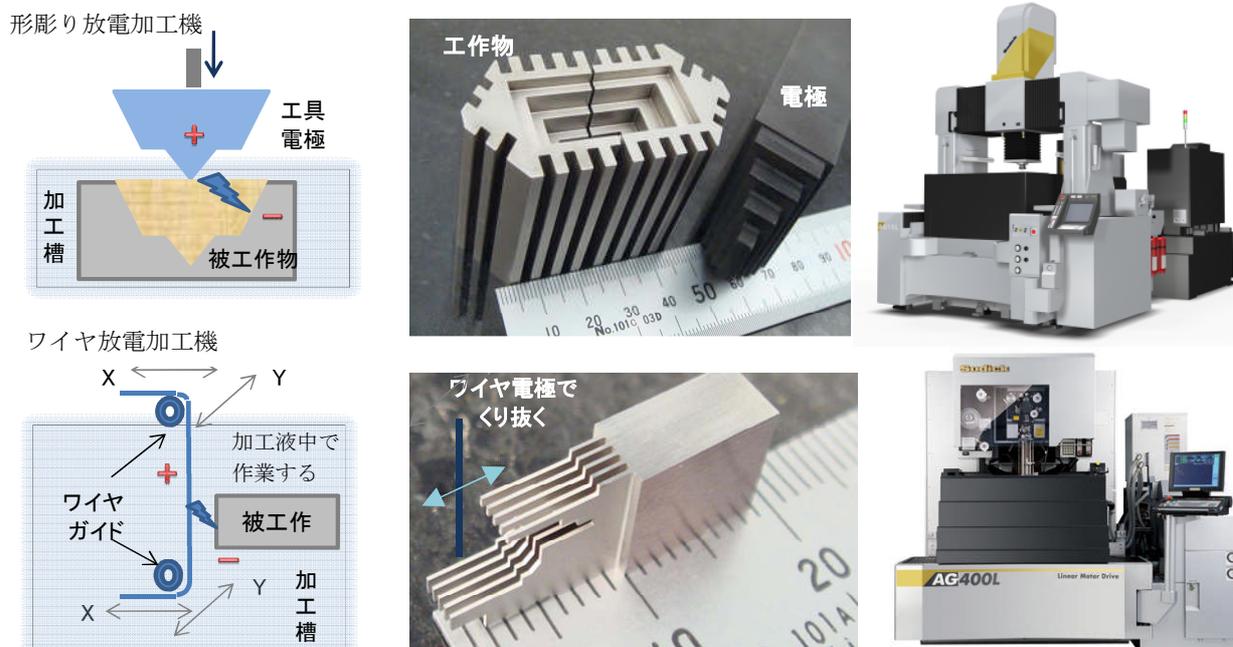
前者は銅やグラファイト等を切削加工した工具電極により、切削工具では加工が困難な深い溝等を持った複雑な形状を被工作物に転写することができる。金型加工や医療部品等の切削加工が困難な材料の加工に適している。

後者は、糸鋸の要領で被工作物を自在にくり抜く。ワイヤ径（0.02～0.3mm）より少し太い幅の溝加工等が可能。プレス金型の製作に多用されるほか、難切削材や超硬工具の刃先加工等にも用いられる。

◆ 主なユーザーは自動車、電機及び関連部品メーカー

同社は主に NC 装置やリニアモータ等を備え、精密加工が可能で精度保証期間の長いハイエンドの放電加工機等を開発・製造している。主なユーザーは、プレス金型を多用する自動車及び同部品メーカー、電気・電子機器及び同部品メーカー等で、欧米では宇宙・航空機産業や環境・エネルギー関連産業（タービンブレード等の加工）、医療関連機器メーカー（チタン材料の加工）にも顧客が多い。

図表 4 放電加工機の基本原理と電極、被工作物のサンプル、加工機本体



(出所) 原理略図は日本工作機械工業会「日本の工作機械産業 2012」やその他資料等より証券リサーチセンター作成。
加工サンプル、機械本体写真は同社より許諾を得て同社ウェブサイトから転載。

(注 1) 射出成形機は、熱可塑性の樹脂を溶かして注射器のように金型に樹脂を圧入し、冷却して固化した後金型から取り出すという工程を行う機械。医療機器用シリコン樹脂などの熱硬化性樹脂、ノート PC や携帯電話筐体になるマグネシウム合金に対応した機械もある。

◆ 顧客の課題解決のために射出成形機を開発

産業機械事業では、小型(型締力 200 トン以下)の射出成形機(注 1)を、石川県の加賀事業所で開発・製造している。放電加工機で精密な金型を製作しても、射出成形機が悪ければ不良品が発生することがある。こうした顧客に応えるべく、同社は当該事業に参入した。樹脂溶融・供給と金型への射出工程を 2 本のシリンダに分業する独自開発の V-LINE 成形法の採用で、樹脂の溶融状態や射出圧力の安定した成形加工を可能にしている(図表 5)。

主なユーザーは電子・電気部品メーカー(コネクタ、LED 照明パーツ、情報家電等)、自動車用電装品メーカー、医療機器メーカー(シリコン樹脂成形)等である。

◆ 精密金型・精密成形事業は子会社が担当

精密金型・精密成形事業では、主に試作制作、精密コネクタの製造等を行っている。電装品を多用する自動車産業が主な需要家である。製造拠点は子会社ソディック エフ・ティの横浜本社及び宮崎県の 3 事業所、中国蘇州の子会社である。

◆ 食品機械は工作機械受注の不安定さを補う事業

食品機械事業では、うどん・そば・中華麺・パスタ等の製造機械・装置の開発・製造、全自動生産ラインの設計・開発・設置を行っている。具体的には製粉機、ミキサ・コンベア・麺帯熟成・圧延・切り出し等の製麺機、茹で/蒸し麺・殺菌装置、トレーサビリティシステム等(図表 6)。製作拠点は石川県の白山工場や中国の厦門工場。当該事業は、89 年に兵庫県で創業した株式会社トム(阪神大震災で被災し、同社白山工場を借り受けて事業を継続していた)に同社が資本参加して、同社グループの事業となった。

食品機械の主なユーザーは、コンビニエンスストア等に調理麺を納入するメーカー、袋入り生麺を手掛けるメーカー等である。

◆ 要素技術事業は NC 装置・コントローラ等の外販等で構成

要素技術事業では、放電加工機を構成する NC 装置、リニアモータ、モーションコントローラ、セラミック製の構造部品、CAD-CAM 用

図表 5 射出成形機(横型)の一例



(出所) 許諾を得て同社ウェブサイトより転載

図表 6 全自動茹で麺装置の一例



(出所) 許諾を得て同社ウェブサイトより転載

➤ ビジネスモデル

工作機械を通じて顧客のモノづくりを支援する技術を開発。販売は代理店網を利用。

海外工場の従業員教育により内外工場の均質化を実現し、競争力を確保。

ソフト等の内製技術(図表7)を利用した部材を、工作機械メーカー等に外販している。またM&Aにより参入したLED照明事業では、樹脂製カバーの製造に同社の樹脂成形技術が利用されている。

◆ 顧客のモノづくりを支える要素技術の開発力が価値の源泉

主力の放電加工機や射出成形機は標準化され、基本的に見込生産をしている。NCソフトの調整が必要なので、受注から出荷までのリードタイムは平均約4カ月である。

同社の主要顧客は、1)自動車、電機、機械産業で用いる金属プレスや樹脂成形用の金型メーカー(ユーザーの内製及び専門業者)、2)同分野の精密部品メーカー、3)航空機、医療機器、環境・エネルギー関連機器の部品メーカー等。国内及び在外日系企業に限らず、欧米・アジアの現地メーカーにも同社製品ユーザーは広がる。

中国を除く地域では、機械専門商社を通じ製品を販売。同社及び販売子会社の主要業務は機械の機能等の説明、最適な加工法の提案・指導・意見聴取、保守等。中国では直営販売網を展開する。

同社の創造する価値は、工作機械等を通じて顧客のモノづくりを支える金型・精密部品等の加工技術と考えられる。顧客が直面するモノづくりの課題を解決するべく、それが既存技術で克服できないならば自社開発すると、同社は経営理念で宣言をしている。

同社の主な経営資源は、蓄積された工作機械構成要素の製造技術や加工技術、そしてそれを支える人材であろう(図表8)。オリジナルの加工・要素技術の開発は主に国内事業所が担うが、ソフトウェア開発は米国・シリコンバレーや中国・上海の拠点でも分担している。

◆ 円高に負けない収益構造、世界同一品質を実現

同社は為替変動に強い収益構造を目指し、主要製造拠点をタイ、中国の工作機械工場に移管している。世界同一品質を実現するべく、同社は海外の製造技術者の育成に留意。国内外の工作機械工場が何れもISO9001:2008の認証を取得している。

図表7 自社開発した主な要素技術

要素技術	機能・特徴等
放電電源装置	●高速加工時には1マイクロ秒単位で1キロAの電流を流し、パルス制御する安定した電源
NC装置	●最大8軸までを同時制御する数値制御装置で、高速・高精度の3次元自動加工を制御
リニアモータ	●ボールねじを使わぬ直接駆動方式でナノm級の位置決め、毎分100m超の高速加工、長期精度保証を実現
ネオジウム磁石	●リニアモータの駆動力を支える磁石を内製
モーションコントローラ	●NC装置の指示に基づき、リニアモータの高速動作を制御する回路及びソフトウェア
PLC	●FA機器制御の中核システム(Programmable Logic Contoroller:装置及びソフトウェア)
セラミックス製品	●軽量で高剛性、熱膨張も少ないため、電極支持アームや被工作物スタンド等に使用

(出所) ヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

図表8 価値を生み出すプロセス

プロセス	同社の特質
研究・開発	●必要な要素技術が存在しなければ自社開発する創造力。 ●シリコンバレー、上海にもシステム中心に開発拠点整備。
製造	●プラザ合意後の円高を受けて90年代に海外に生産移管。 ●国内と同等の品質を確立。ISO9001を各事業所で取得。
販売・保守	●主な販路は、中国以外は代理店主体。 ●国内では電極ワイヤを顧客から回収、リサイクルして販売。

(出所) ヒアリング及び同社ウェブサイトの解説に基づき証券リサーチセンター作成

> 業界環境と競合状況

日本の工作機械業界は世界トップレベル。需要は景気動向により大きく変動する。

放電加工機では三菱電機、スイスメーカーと並びトップレベルにある。

射出成型機では中堅、製麺機はトップクラスの市場占有率。

◆ 世界トップレベルにあるわが国工作機械業界

NC 放電加工機は工作機械の一種で、2011 年のわが国工作機械メーカーの受注総額の 2.5% を占める(図表 9、国内事業所、生産額は 2.2%)。工作機械の需要は、製造業の設備投資循環に大きく左右され、プラザ合意以降は為替円高の影響も被っている。ただ、NC 工作機械メーカーの多くが部品産業の集積する国内に踏みとどまっているのに対し、放電加工機では同社を筆頭に、三菱電機、牧野フライス製作所等も当該生産拠点を中国等に移管しつつあり、国内事業所のウエイトが低下している。このため、国内生産額は右肩下がりになっている(図表 10、世界的な市場規模は拡大していると推測される)。

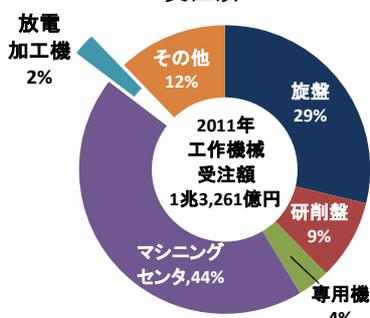
09 年以降、工作機械生産額世界一の座を中国に明け渡したわが国工作機械業界であるが、貿易額は大幅な輸出超過である。一方中国は、日本や欧州の工作機械メーカーが現地生産拠点を設けてきたために普及価格帯の機械を中心に生産額を伸ばしてきたが、貿易額は輸入超過で、上位機種は日欧企業に依存していると見られる(図表 11)。

◆ ハイエンドの放電加工機ではトップクラス

世界の放電加工機市場なる統計はないが、2011 年におけるハイエンド(10 万ドル/台前後)の NC 放電加工機生産台数は 1 万台足らずで、同社の生産台数約 2,800 台はシェア 3 割弱に相当し、スイスの Agie Charmilles (アジエ・シャルミー)、三菱電機と並ぶ世界トップクラスのメーカーであると同社は推定している。国内では他に牧野フライス製作所、ファナック等が競合する。ワイヤ放電加工によるカット専用の廉価版の市場(台数ベース)はこの 3~4 倍あり、韓国・中国等の企業が多数あるものとみられる。

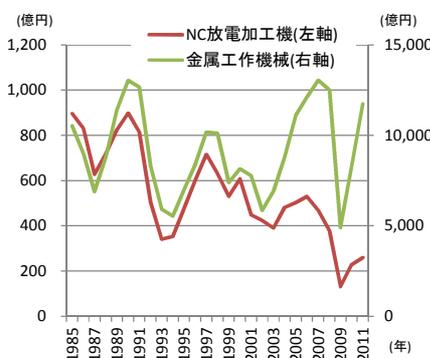
小型の射出成型機で競合するのは、住友重機械工業、日精樹脂工業、ファナックなどで、同社の業界シェアは 10% 弱と見られる。製麺機においては、競合する上場企業はなく、調理麺、生麺類で大手メーカーを押さえる同社はトップクラスにあるものと推測される。

図表 9 わが国の工作機械受注額



(出所) 日本工作機械工業会

図表 10 工作機械生産額の推移



(出所) 経済産業省「機械統計年報」

図表 11 主要国の工作機械生産・貿易額

順位	国名	生産額	前年比	輸出	輸入
1	中国	27,680	32.4	2,380	13,070
2	日本	18,353	53.3	11,380	648
3	ドイツ	13,494	42.2	9,460	2,921
4	イタリア	6,232	24.2	4,451	1,182
5	韓国	5,641	25.4	2,301	1,791
6	台湾	5,000	29.0	4,000	800
7	米国	4,161	24.6	1,874	4,324
8	スイス	3,462	44.6	2,955	733
9	スペイン	1,053	25.9	918	317
10	オーストリア	1,001	18.7	820	450

(出所) 日本工作機械工業会資料、
原典は Gardner Publications, Inc. の
METALWORKING Insiders Report

> 沿革と経営理念

(注 1)ジャパックスは、わが国における放電加工機の黎明期に、三菱電機と並び当該機の開発に取り組んだ企業(池貝鉄工から1953年に放電加工研究所の商号で分離独立、60年に改称)。

前身のメップ時代から、技術力と顧客目線が伝統に。

85年のプラザ合意後、海外生産に着手。90年にタイ工場竣工。

◆ 1976年設立、86年株式上場、90年海外生産開始

同社の前身は、1971年に放電電源の開発及びアフターサービスを目的として設立されたジャパックスの子会社メップである。同社創業者で現会長の古川利彦氏は、ジャパックスで放電電源を開発する技術者で、メップに移籍していた。同氏が放電電極の消耗を抑える回路技術の開発に成功する一方、経営不振に陥ったジャパックスとメップの関係が疎遠になったのを機に、古川氏らは1976年8月に同社を設立した。社名は「創造(SO)」、「実行(DI)」、「苦勞しても克服(CK)」という社是に由来するという。

同社は、メップ時代のアフターサービス業務で築いた顧客との関係、及びジャパックスから移籍した古川氏をはじめとする技術者の開発力を経営資源として設立年12月に世界初となるマイコン付NC型彫り放電加工機1号機を出荷したのを皮切りに、小型放電加工機に特化して事業を展開。当初は牧野フライス製作所との業務・資本提携により、放電電源等の開発を同社が、機械製作を提携先が担い、両社が別ブランドで販売する体制(79年に解消)で業績を拡大した。

80年に福井に新事業所を設立。同年より米国から海外営業展開を開始。欧州でも展示会出展を行い、販売代理店開拓を進めた。

その後、他社に先駆けた新機能と価格競争力を持った新鋭機の開発を進めた。71年度に鏡面仕上げ回路で、72年度に放電加工液で日本発明振興協会より、83年度に4軸プラス回転主軸のNC放電加工機で機械振興協会より表彰された。協会・学会、日本経済新聞社や日刊工業新聞社等による表彰はその後もほぼ毎年のように受けている。

一方生産体制については、ベンチャーキャピタルからの出資を得て福井工場増設等を進め、業容を拡大。86年2月に東証第二部市場に上場。上場資金は、国内第2工場となる加賀事業所新設に充て、ワイヤカット放電加工機の量産、鋳物を超える機械構造材となるセラミックス材料開発(87年製造棟竣工)、射出成形機参入(89年工場竣工)等を行った。

85年のプラザ合意を受けて為替円高が進行する中、同社は海外生産・開発拠点の設立を決断。88年にタイ現地法人設立(工場竣工は90年)、91年に上海にてNCソフト開発の合弁会社、94年に蘇州にて放電加工機製造会社(95年竣工)、2006年には厦門にも製造子会社を設立し、為替変動に左右されない海外中心の生産体制を確立した。

◆ 未来を創る、技術がなければ自社開発する姿勢を継続

同社は、「顧客のものづくりに貢献し、未来を創る」という企業理念を掲げ、放電加工機を中心とする工作機械を中心とする事業を展開している。顧客の抱える課題を克服するために、必要な技術が存在しなければ自社開発する、という姿勢で臨み、世界初となる先進的な機械・要素技術を相次ぎ開発。過去10年間の協会・学会・新聞社等からの表彰件数は10件にのぼる。

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

収益は景気変動を反映して急変動を繰り返してきた。

(注 2011 年)7 月からの大雨により、10~11 月に日系企業の多数入居する工業団地に浸水。多くの企業が操業停止に追い込まれた。

◆ 2012/3 期売上高はピーク比 71%、経常利益は同 54%

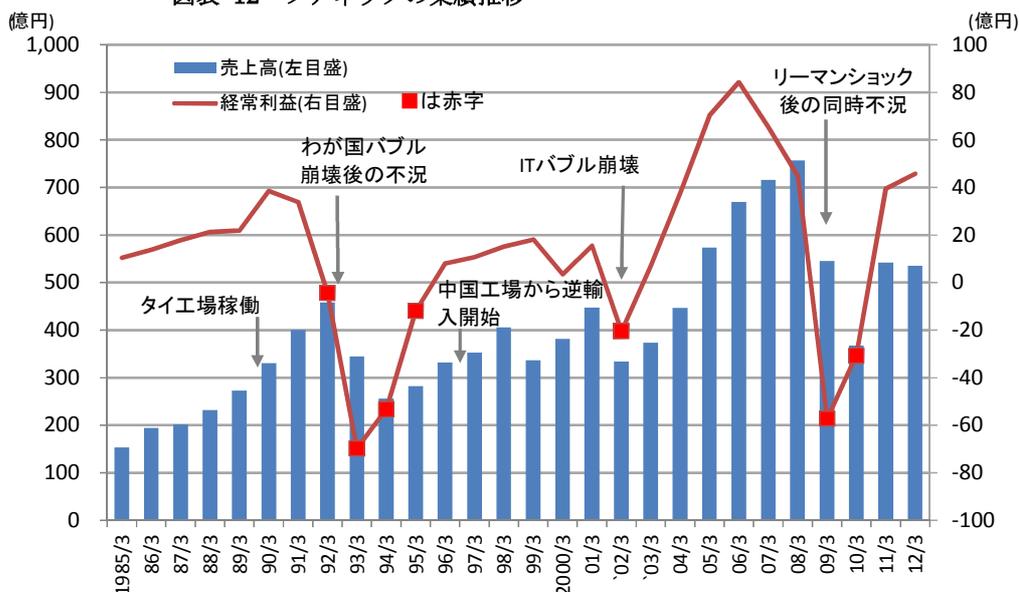
同社の過去四半世紀の業績推移を図表 12 に掲げた。この間には、3 度急速な業績悪化・急回復局面、7 年間の経常赤字決算期がある。同社は、放電加工機の新技术開発と主力工場の海外移管、周辺事業への参入等により、為替円高リスクの軽減・コスト競争力強化、収益源の多様化を図ってきた。

リーマンショック後の世界同時不況局面では、受注が急減し、2009/3 期、10/3 期の 2 期連続で経常赤字に転落した。そこで、製品在庫の値引き販売、販売促進費の圧縮や従業員の希望退職実施等のリストラチャリングを断行し、損益分岐点を切り下げた。その結果、受注が回復した 2011/3 期は、売上高がピーク (08/3 期の 756 億円) に比べ約 220 億円少ない 72%の水準に止まるが、経常利益は当該期 (4,498 百万円、なお経常利益のピークは 06/3 期の 8,428 百万円) に比べ 88%の水準にある。

2012/3 期の業績は、売上高 53,528 百万円 (前期比 1.3%減)、営業利益 5,495 百万円 (同 1.8%減)、経常利益 4,577 百万円 (同 16.1%増)、純利益 3,320 百万円 (同 35%減)、配当金は 11 円 (同 5 円増)。

当該期は、東日本大震災の影響は限定的であったが、タイ国の大洪水 (注) では、操業停止、浸水による工場設備や棚卸資産の廃棄を余儀なくされた。ただ、国内及び中国工場にて代替生産を行った結果、深刻なダメージは回避できた。浸水被害額は工場設備約 3 億円、棚卸資産約 21 億円であったが、これは損害保険でカバーされた。

図表 12 ソディックの業績推移



(出所) 同社有価証券報告書等より証券リサーチセンター作成

> 同業他社との比較

安全性指標で見劣りするが、収益性は他社を凌駕する。

◆ 同業他社との財務諸指標の比較

参照企業は、同社及び三菱電機に次ぐ放電加工機メーカーで、マシンニングセンターを主力とする牧野フライス製作所、放電加工機と水門関連装置、搬送機械等を手掛ける西部電機、射出成形機メーカーの日精樹脂工業の3社を取り上げた(三菱電機は事業内容が多岐に亘るため除外)。

同社の財務指標は、自己資本比率、流動比率など安全性指標では見劣りするものの、ROEなどの収益性では他社を凌駕する。また同社の従業員一人当たり売上高は326百万円、同経常利益は28百万円で、他3社平均に比べそれぞれ約10倍、約16倍であり、主要部材を内製していること(外部購入資材はICチップ、構造体となる鋳物、板金等)を考慮すれば、労働生産性も高いと推察される。

成長性については、他社と同様にリーマンショックの影響を受けており、収益が景気動向に大きく影響される機械メーカーの特性に差異は認められない。

図表 13 同業者との財務指標比較

項目	銘柄 証券コード	ソディック 6143		西部電機 6144		牧野フライス製作所 6135		日精樹脂工業 6293	
		決算期	12/3	12/3	12/3	12/3	12/3		
規模	売上高	百万円	53,528	14,276	110,460	30,264			
	経常利益	百万円	4,577	811	5,045	1,537			
	総資産	百万円	92,993	24,798	178,361	40,511			
収益性	自己資本利益率	%	11.8	2.0	4.6	6.8			
	総資産経常利益率	%	5.3	3.4	2.9	4.0			
	売上高営業利益率	%	10.3	5.3	5.3	4.5			
成長性	売上高(3年平成長率)	%	-0.6	-4.4	3.2	3.8			
	経常利益(同上)	%	黒字転換	-3.6	196.8	黒字転換			
	純資産(同上)	%	2.7	3.2	-1.9	-1.0			
安全性	自己資本比率	%	31.9	60.5	46.6	51.7			
	流動比率	%	151.6	217.6	125.9	194.6			
	固定長期適合率	%	57.7	59.9	13.4	39.6			

(注) 数値は基本的に直近決算期実績。平均成長率は直近期実績と3年前の対比で複利で算出。自己資本利益率、総資本経常利益率は期間利益÷(期首・期末平均資本)。流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(固定負債+自己資本)

(出所) 各社決算短信、有価証券報告書

> 今後の業績見通し

中国の景気減速等を受けて低成長、タイ工場の復旧等で原価率が悪化し、営業利益は横ばいと同社は予想。

◆ 同社予想では2013/3期は微増収、営業利益は横ばいへ

今期の会社側業績予想は、売上高570億円(前期比6.5%増)、営業利益55億円(同0.1%増)、経常利益47億円(同2.7%増)、純利益35億円(同5.4%増)。

同社は今期の市場環境を以下のように想定して収益予想を策定した。

- 1) 前期後半の中国政府の金融引き締め策や低迷する欧州景気に引きずられ、前期までの成長市場であった中華圏の需要が減速し、年度後半から緩やかに回復へ、
- 2) その他の地域も低成長を見込む、
- 3) 北米では航空・宇宙、医療、エネルギー関連等の産業は安定的に推移し、自動車産業も好調を持続する。このような想定から、主力の工作機械

売上は前期比横ばい圏と見込んでいる。また、その他の事業も、前期に前年同期比 24%減となった射出成形機以外のセグメントは伸長を見込めないと想定している(図表 14)。

利益面の同社想定は以下の通り。

- 1) 営業利益はほぼ横ばい：同社は現在、被災したタイ工場の復旧工事、及び高台で浸水の危険は少ない隣接地での工場新設工事(リスク分散・機能増強のため)を進めている。当該工事は下半期中に完了する計画である。このため、減価償却負担増により、売上高営業利益率は低下する見込みである。
- 2) 経常利益は約 3%増へ：前期は為替差損が 3.7 億円営業外費用に計上された。同社の想定為替レートは 1 米ドル=80 円(前期期中平均は 79.1 円、11/3 期は 85.7 円)、1 ユーロ 105 円(同順で 109.0 円、113.1 円)、1 人民元 13 円(同順で 12.4 円、13.0 円)、1 パーツ 2.7 円(同順で 2.6 円、2.8 円)。ユーロを除き円安を想定しているため、為替差損は前期に比べ減少すると見込まれ、営業外収支は改善する計画である。
- 3) 当期純利益は 5%増へ：税務上の繰越欠損が残るため、税負担が少ない状態が継続する見込みである。

工作機械は先進国向けと成長市場向けの作り分けで、他の事業は海外生産・販売体制強化で成長を図る。

◆ 中期計画の年平均成長率は売上高 5.6%、営業利益 8.4%

同社は 2015/3 期までの中期計画を公表している。最終年度(予想売上高 630 億円、営業利益 70 億円)までの 3 年間の平均成長率は、売上高 5.6%、営業利益 8.4%としている。

工作機械事業では、航空・宇宙、医療関連産業等の需要に応える高級機の開発と成長市場での戦略機種の新規種によるバランスの良い経営を目指す。また、産業機械、食品機械の海外市場開拓、要素技術事業や LED 照明等の新規事業の販売促進等、同社は各事業で売上高の拡大を目論んでいる。

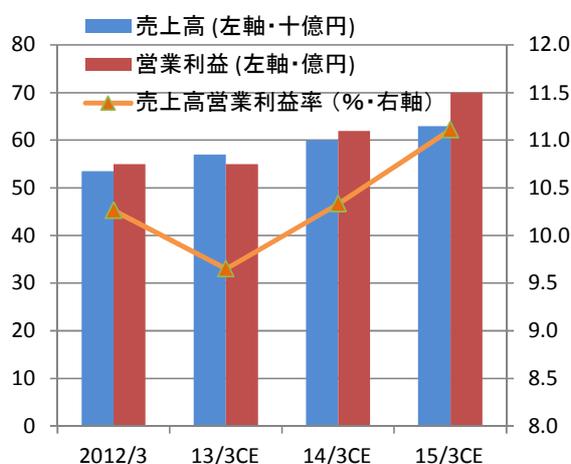
また利益面では、海外生産・現地調達比率の向上やアフターサービス体制の強化により収益力を高める意向である。

図表 14 セグメント別の今期会社側予想(百万円、%)

	2012/3期	13/3期CE	増減率
売上高	53,528	57,000	6.5
うち 工作機械	37,788	37,800	0.0
うち 産業機械	7,566	11,400	50.7
うち 精密金型・精密成形	2,906	3,100	6.7
うち 食品機械	3,282	3,400	3.6
うち 要素技術	1,877	1,200	-36.1
うち その他	106	100	-5.7
営業利益	5,495	5,500	0.1
うち 工作機械	6,570	6,200	-5.6
うち 産業機械	-278	450	黒字転換
うち 精密金型・精密成形	218	150	-31.2
うち 食品機械	115	200	73.9
うち 要素技術	413	100	-75.8
うち その他	21	20	-4.8
全社共通・部門間消去	-1,564	-1,620	—

(出所) 同社決算説明会資料

図表 15 中期計画の業績予想



(出所) 同社決算説明会資料

◆ 中国減速、日系消費財メーカーの混乱を懸念

我々は、会社側の業績予想について、以下のように考えている。

1) 今期業績については、下振れリスクがある

国際通貨基金 (IMF) の世界経済見通し (12年10月、図表16) では、長期化する欧州債務危機が新興工業国の輸出産業に波及し、世界経済の成長率は2010年の5.1%、11年3.8%から12年は3.3%へと低下する見込みである。

同社の13/3期・第1四半期決算では、前年同期の放電加工機需要が旺盛であった中華圏で顕著な減収が認められるほか、日・欧・米の各地で主力の工作機械事業が減収となった (図表17)。

同社は、12/3期・下半期は需要が低迷したこと (図表18) や中国政府の金融緩和措置等を考慮し、今下半期には中華圏を中心に工作機械需要は緩やかに回復するとしているが、我々は工作機械事業について、新興国の景気減速が続く懸念から、会社計画が未達になると予想する。

図表16 IMFの世界経済見通し

	2012年10月 (%)		2013年 (%)	
	2012年	修正幅	2013年	修正幅
世界	3.3	-0.2	3.6	-0.3
日本	2.2	-0.2	1.2	-0.3
米国	2.2	0.1	2.1	-0.1
ユーロ圏	-0.4	-0.6	0.2	-0.5
新興・途上国	5.3	-0.3	5.6	-0.2
うち 中国	7.8	-0.2	8.2	-0.2
うち インド	4.9	-1.3	6.0	-0.6
うち ブラジル	1.5	-1.0	4.0	-0.7

(注) 経済成長率は実質ベース、修正幅は同年7月発表値との比較

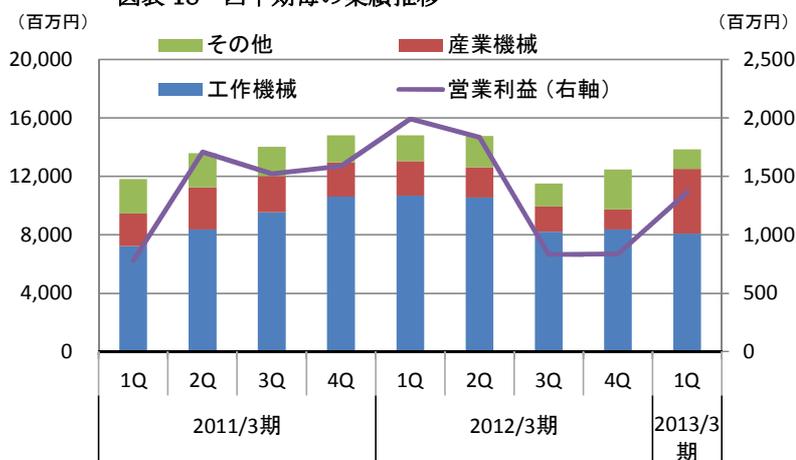
(出所) 国際通貨基金 (IMF)

図表17 13/3期・第1四半期の

	地域別工作機械売上高 (百万円、%)		増減率
	12/3期・1Q	13/3期・1Q E	
工作機械売上高	10,684	8,085	-24.3
うち 日本	3,204	3,007	-6.1
うち 米州	927	715	-22.9
うち 欧州	1,414	1,129	-20.2
うち 中華圏	4,381	1,934	-55.9
うち その他アジア	755	1,297	71.8

(出所) 同社決算短信

図表18 四半期毎の業績推移



(出所) 同社決算短信より作成

2) 会社予想は下回るが中期的な利益成長は可能と判断

証券リサーチセンターの中期業績見通しは図表 19 の通り。15/3 期売上高 615 億円 (3 年間の平均成長率は 4.7%)、営業利益 68 億円 (同 7.4%) と予想。工作機械販売は、欧州以外の地域では 14/3 期に増加し、15/3 期には欧州でも増加に転じるものと予想する。他の事業も、アジア販売網の整備等により、増収・増益が可能と予想する。なお、14/3 期には税務上の欠損金はなくなると見込んでいる。

中期成長シナリオを覆すリスク要因は、1) 新興国の景気減速が先進国の輸出減少等を通じて負のスパイラルに陥ること、2) 米国で減税制度の失効等による景気後退懸念に対する有効な手当てがなされないこと、3) 欧州債務国の経済立て直しが遅れること、等であろう。

図表 19 業績予想モデル

(単位: 百万円)

決算期	2011/3	2012/3	2013/3 E	2014/3 E	2015/3 E
売上高	54,213	53,528	56,000	58,200	61,500
(前年同期比増減率)	47.5%	-1.3%	4.6%	3.9%	5.7%
セグメント別内訳					
工作機械小計	35,732	37,788	37,500	38,600	40,700
(前年同期比増減率)	60.0%	5.8%	-0.8%	2.9%	5.4%
うち 工作機械・日本	13,307	12,490	12,000	12,300	12,500
〃 ・ 米州	3,172	3,578	3,500	3,800	4,000
〃 ・ 欧州	3,875	4,811	4,500	4,200	4,500
〃 ・ 中華圏	12,422	13,804	14,000	14,500	15,500
〃 ・ その他アジア	2,954	3,104	3,500	3,800	4,200
産業機械	9,957	7,566	11,000	11,500	12,000
(前年同期比増減率)	39.9%	-24.0%	45.4%	4.5%	4.3%
精密金型・精密成形	3,448	2,906	3,000	3,200	3,500
(前年同期比増減率)	-7.2%	-15.7%	3.2%	6.7%	9.4%
食品機械	2,817	3,282	3,400	3,500	3,700
(前年同期比増減率)	36.5%	16.5%	3.6%	2.9%	5.7%
要素技術	2,109	1,877	1,000	1,300	1,500
(前年同期比増減率)	62.1%	-11.0%	-46.7%	30.0%	15.4%
その他	147	106	100	100	100
(前年同期比増減率)	-36.4%	-27.9%	-5.7%	0.0%	0.0%
営業利益	5,599	5,495	5,100	5,900	6,800
(前年同期比増減率)	黒字転換	-1.8%	-7.2%	15.7%	15.3%
(対売上高比)	10.3%	10.3%	9.1%	10.1%	11.1%
工作機械	6,040	6,570	5,900	6,500	7,300
産業機械	396	-278	390	520	600
精密金型・精密成形	419	218	120	170	200
食品機械	112	115	200	230	250
要素技術	62	413	70	110	130
その他	45	21	20	20	20
全社費用・消去	-1,479	-1,564	-1,600	-1,650	-1,700
営業外収益	377	446	300	300	300
営業外費用	2,032	1,364	1,100	1,000	900
経常利益	3,944	4,577	4,300	5,200	6,200
(前年同期比増減率)	黒字転換	16.0%	-6.1%	20.9%	19.2%
(対売上高比)	7.3%	8.6%	7.7%	8.9%	10.1%
当期純利益	5,111	3,320	3,200	3,300	3,900
(前年同期比増減率)	12.3%	115.2%	-3.6%	3.1%	18.2%
(対売上高比)	9.4%	6.2%	5.7%	5.7%	6.3%

(出所) 同社決算短信、予想 (E) は証券リサーチセンター

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

技術開発力、顧客と向き合う姿勢の浸透、グローバル展開力等、組織資本が充実。

◆ 技術への拘り、顧客ニーズへの対応力が全社に根付く

同社は世界的な NC 放電加工機メーカーとしての地位を確立し、アジアを中心に高い市場シェアを持つ。その背景には、部品・材料の内製や試作加工等で得た技術力と、顧客のために課題を克服するという開発姿勢（組織に根付く知的財産・ノウハウあるいは社風）、そして80年代からの拠点展開によるグローバルな販売・生産体制（業務プロセス）等の特徴がある。

技術力は、特許取得件数や学会・業界団体等からの表彰経歴に示される（図表 20、KPI の項）。ただ、技術開発一辺倒ではなく、顧客との対話も重視している。それは、同社が放電加工機だけでなく、ミーリングセンタ（エンドミル等による切削加工機械）や射出成形機の開発に取り組んでいることに示される。

図表 20 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
人的資本	経営陣	<ul style="list-style-type: none"> ● 創業者・古川敏彦氏が代表権ある取締役会長。名誉会長に退いていたが、世界同時不況の危機脱出のため復職。 ● 主な海外販売会社のトップには現地の人材を登用。 	<ul style="list-style-type: none"> ・社長経験年数 ・役員数と報酬総額 	<ul style="list-style-type: none"> ・古川氏 25 年、藤原氏 2 期 4 年弱、金子氏は 12 年就任。 ・13 名総額 291 百万円 (14 名・164)
	従業員	<ul style="list-style-type: none"> ● 電気・電子・機械・情報等の工学系や物理・化学等の理学系の大学新卒者を定期採用。営業職にも技術理解力を要求。 ● リーマンショック後に早期退職を実施、勤続年数は短縮。 	<ul style="list-style-type: none"> ・平均勤続年数 ・平均年齢 ・平均年収 	<ul style="list-style-type: none"> ・8.1 年 (9.4) ・41.8 歳 (40.9) ・591 万円 (555)
組織資本	業務プロセス	<ul style="list-style-type: none"> ● グローバル指向が強く、プラザ合意後の円高を機に、放電加工機の量産工場を 88 年にタイ、95 年に中国に建設。 ● 顧客の技術課題解決に挑戦、必要な技術を自社開発。 ● ワイヤ等の消耗品も自社製造・リサイクルし、顧客に密着。 	<ul style="list-style-type: none"> ・海外生産比率 ・学会等からの表彰回数(過去 10 年間) 	<ul style="list-style-type: none"> ・約 9 割 ・型技術協会 4 回、日刊工業新聞社 10 回等多数
	知的財産・ノウハウ	<ul style="list-style-type: none"> ● 技術課題への挑戦、なければ自ら開発するのが同社の DNA。 ● 月 1 回、対営業職の技術説明会を開催(海外も IT で繋ぐ)。 	<ul style="list-style-type: none"> ・特許登録件数 ・売上高研究開発費比率 	<ul style="list-style-type: none"> ・国内 239 件、海外も多数(12 年 4 月) ・3.2% (3.7)
関係資本	顧客基盤・ブランド	<ul style="list-style-type: none"> ● 三菱電機、アジエ・シャルミー(本社スイス)と並ぶ NC 放電加工機の代表的メーカーとしてブランドは確立されている。 ● 製麺機はコンビニ向け麺類納入業者や大手即席麺メーカーに採用実績豊富。 	<ul style="list-style-type: none"> ・業界シェア ・海外販売比率 	<ul style="list-style-type: none"> ・放電加工機(高級機)世界首位、目標 4 割 ・全社 69%、工作機械 73%
	事業パートナー	<ul style="list-style-type: none"> ● 主な資材(鋼材・鋳物等)調達は、供給難に陥るリスクは低い。常に有利な条件を提示する新規取引先を探索。 ● 磁石原料の希土類は長年の取引先を確保し中国内で生産。 ● 海外生産歴が長く、現地調達にも早くから取り組んでいる。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 現地調達比率 	<ul style="list-style-type: none"> ・現在約 5 割、早期に 7 割程度に引き上げる意向。

(注) KPI の数値は断りなければ前期実績、カッコ内は 3 年前の数値。従業員の状況は単体。

◆グローバルな販売・生産体制の整備

海外販売・アフターサービス網の整備にあたり、同社は海外販売子会社のトップに現地の人材を登用し、市場動向の把握に努めている。また中国では直販体制を、米国ではアフターサービス網を整え、顧客の声を聴く機会を確保している。

海外工場では、組立工程だけでなく、中核部品のリニアモータやプリント基板、セラミック材料等まで徹底して現地生産化を推進。品質管理の国際規格も取得し、国内工場と遜色ない製造技術を習得させた。製造技術の伝授には従業員の定着が重要と考え、良好な作業環境の整備に努めたという。こうして同社グループは、為替円高に対処可能なコスト競争力を獲得した。

代表権を持つ現在の経営陣は、創業者の古川会長、副会長の藤原氏、金子社長の3名共に理系出身者で、金子氏は社長就任直前まで研究開発本部を率いていた。

新卒採用も技術系学部が対象となっている(同社ウェブサイト採用情報ページより)。営業職も技術への理解力がなければ勤まらないということだ。

> ESG活動の分析

◆環境対応 (Environment)

環境宣言等を行っていないが、ワイヤ放電加工機の消耗品である電極ワイヤ(加工時に一方向に送り巻き取る、切断する恐れがあるのでそのまま再利用はしない)を回収・電気炉で溶解・成分調整し、再生品を販売するリサイクル事業を業界で初めて行っている。同様に加工液用のフィルタ、イオン交換樹脂等のサプライ品のリサイクルも手掛けている。

この他、金型の消耗や射出時の圧力損失を抑える省エネルギー型射出成形機的设计、エコロジー型照明であるLED照明灯事業への参入など、環境問題に一定の理解を示している。

◆社会的責任 (Society)

同社は、世界のモノづくり企業の課題解決を企業の使命としており、モノづくりを支えることで、豊かな未来の創造に貢献したいと願っている。同社の企業活動の全てが未来の社会創りに貢献すると形容できよう。

◆企業統治 (Governance)

同社は社外取締役を選任していないが、監査役4名のうち3名に中立性を保つ社外の監査役を選任し、経営の透明性、健全性を確保している。

創業者の古川会長の持ち株比率は、資産管理会社を併せても5%未満に止まる(図表21)。同氏は2004年に一度名誉会長となり、同社経営の一線から退いていたが、09年に再び会長職に復帰した。同社は

リーマンショック後に業績が急低下し、希望退職者の募集等リストラクチャリングの実施を余儀なくされた。そのおりに求心力のある創業者の復職が求められたとのことで、ワンマン経営ではない模様だ。また、この際に08年6月に就任ばかりの塩田会長(01年より社長)、加藤社長が引責辞任する等、ガバナンスは有効に機能していると推察される。

図表 21 役員会の構成

役職名	人数／報酬額
代表取締役	3名
他の取締役	6名
うち 社外	0名
(報酬総額)	291百万円
監査役	4名
うち 社外	3名
(報酬総額)	23百万円

(出所) 2012年3月期
 有価証券報告書

図表 22 大株主上位5名 (単位: %)

氏名又は名称	所有比率
ソディック	5.82
日本トラスティ・サービス信託銀行(信託口)	4.48
古川 利彦(会長)	2.23
(有)テイ・エフ(会長の資産管理会社)	2.15
ソディック共栄持株会	1.83
上位5名の所有比率	16.51

(出所) 同左

図表 23 株主属性 (%)

株主属性	所有比率
個人株主	69.11
金融機関	12.78
その他の法人	6.30
外国法人等	9.32
金融商品取引業者	2.49
株主数	16,095名

(出所) 同左

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆ 景気変動の影響軽減、新市場対応、原価低減等を進める

同社は売上高経常利益率 10%以上、D/E レシオ (Debt/Equity : 有利子負債÷株主資本) 1 倍以下を経営目標に掲げている。2012/3 期の当該比率は 8.6%、1.4 倍である。

同社は自社の対処すべき課題として、以下の 4 点を掲げている。

1) 景気変動に左右され難い収益構造の構築 (製品・新事業開発戦略)
世界各地の市場動向を的確に把握、各市場に合致した製品を投入すること、世の中になく新製品の開発による顧客層の拡充等が必要としている。

2) 新市場への対応 (販売戦略)

同社は工作機械の販売・保守サービス会社を 80 年米国に、83 年ドイツに設立。アジアでは 94 年シンガポールに、97 年中国に販社を設立し、周辺国にも拠点を広げてきた。今後はインドやブラジル、ロシア、東欧などの新興工業国においても販売子会社の設立や代理店のサポート体制の強化を進め、中国や東南アジアと同様に当該地域での高シェア獲得を目指す意向である。

3) 原価低減 (製造技術・生産管理体制の強化)

製造面では、設計の見直しや重要部材に更なる内製化、生産工程の見直し、棚卸資産の適正化等を進め、原価管理の厳格化、コスト削減努力を継続する必要があると同社は認識している。

4) 財務体質の改善 (財務戦略)

前期末の有利子負債は約 413 億円、D/E レシオは 1.4 倍である。同社は有利子負債の圧縮を図る意向を示している。

これらの課題への対応策として、各事業部では現在以下のような施策を推進している。

イ) 工作機械事業では、世界の全ての市場でシェア 40%以上の獲得を目標としている。そのために、成長市場では機能を絞り込み現地のボリュームゾーンに合わせた価格帯の戦略機種を投入を進める。またタイ工場に従来の生産・開発機能だけでなく、営業・アフターサービス等の機能を追加し、インド・東南アジアの統括拠点とする意向。インドには既にショールームを設けて、今後の市場拡大に備えている。

ロ) 産業機械事業では、主要競合企業の平均的な海外販売比率 7 割台をめざす。そのために中華圏・アジア市場向けを対象とする戦略機種の開発を進めること、海外工場生産の推進、具体的にはタイの新設工場で射出成形機の生産を開始する。現地部材調達比率の引き上げ、海外販売チャネルの拡大等も進める意向である。

ハ) 食品機械事業では、生麺よりも市場の大きい即席麺用設備の開発や、餃子・ワンタン・春巻等の皮類製品、パスタ等の製造装置への参入、海外工場・海外製麺業者の開拓を推進する。そのために M&A に

> 中・長期戦略

(注) 同社はリーマンショック前まで、成長事業の子会社での運営や株式上場等を進めていた。現在は、海外販売網・顧客情報、生産拠点等の共有による事業間のシナジー発現、間接コストの削減等を目的に、上場子会社の完全子会社化や吸収合併を進めている。

よる技術の獲得、海外生産拠点での現地生産によるコスト削減等を検討している。

◆ 食品機械、LED 照明等の強化に注力

同社はこれまでと同様に、顧客企業のものづくりを支える機械を開発する過程で培ったコア技術を応用し、顧客が必要とする生産財を一貫して提供できる体制を作ること、経済の低成長化に合わせた組織再編(注)による経営資源の最適配分等により、収益力の強化、中長期的な成長を図っている。具体策として、以下の点を取り上げている。

1) 食品機械事業でリーディングカンパニーになること

食品機械事業は、景気動向との連動性が低いディフェンシブな特性を持つ点で注目される(国内市場)。また、世界ラーメン協会ウェブサイトによると、2011年の即席麺の世界市場は約982億食。国・地域別には、中国・香港が第1位で424億食、2位はインドネシアで143億食、第3位は日本で55億食、第4位はベトナムで49億食、第5位は米国で40億食という。この市場に、自動化技術やトレーサビリティシステム、安全性の高いライン構成等を武器に攻勢をかけ、放電加工機と同様にリーディングカンパニーの地位を確立する意向である。

2) 環境対応ビジネスの育成・強化

地球温暖化ガスの削減や再生可能エネルギーの開発、節電・省資源などへの関心が高まり、環境対応ビジネス分野は拡大が続くと考えられる。同社は環境負荷の小さいLED照明事業に進出しているが、今後も市場環境の変化に対応し、適宜当該分野に注力し、収益力を高める意向である。

3) 生産体制の再検討・再構築

2011年は東日本大震災やタイの大洪水等の発生により、同社を含め多くの企業の生産拠点が被災し、事業継続が困難になった。同社ではリスク分散や災害に強い工場立地の検討等、生産体制の再検討・再構築を図っていく意向である。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 知名度不足を補う創業経営者の経営センス

同社の強みや弱みを SWOT の観点で検討すれば以下のようにまとめられよう。

図表 24 SWOT 分析

項目	ソディックの特質・事情
強み Strength	<ul style="list-style-type: none"> ●ユーザー業界に放電加工機のトップブランドとして定着。 ●機械構成要素の内製化により付加価値率が高い。 ●海外生産比率が高く、ドル/円の為替変動リスクを回避。
弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> ●景気変動に従い業績が大きく変動する。 ●放電加工機以外のセグメントの収益貢献が少ない。 ●有利子負債依存度が高く、財務体力は弱い。
機会 Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> ●先進国において、医療機器や環境・エネルギー関連機器業界の部品加工に放電加工機が多用されること。 ●中華圏に続き、インド・ブラジル・東欧その他の地域で工業化が進展し、新規顧客開拓の余地が生じること。
脅威 Threat	<ul style="list-style-type: none"> ●中国など新興国の景気減速の長期化。 ●新興国メーカーの技術力向上、中間価格帯の市場拡大。 ●製造拠点を海外に分散するも、政情不安等のリスクがある。

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 収益性向上には海外拠点拡充、新事業の早期戦力化が急務

同社の工作機械事業は、先進国においては航空・宇宙産業、環境・エネルギー関連、医療関連等のユーザー向けに、より精密な加工や作業の自動化を可能にする高性能機械の開発を進めることで顧客の囲い込み、保守サービスによる収益確保を図っている。

他方、新興工業国向けには機能を多少絞り込み、現地のボリュームゾーンに製品価格を合致させた戦略機種種の投入・品揃え強化により、成長を図っている。戦略機種種では、機能の省略により同社の優位性を薄めるか、同社の利幅を薄めるかが必要となる。

NC 放電加工機、中でもハイエンド機はニッチ市場であり、競合が少ないこと、電源回路をはじめ多くの自社開発技術による製品差別化に成功していること、生産財であり価格よりも性能が重視されること、などから、当面の戦略は妥当と考えられる。

しかし、トップラインの成長、成長市場でのシェア確保を第一に考えるならば、第2ブランドとして他社を圧倒する価格を設定する等、より強力な施策が必要ではあるまいか。中期的には、新興国メーカーの技術力向上と、NC 装置やリニアモータの外販市場の一般化により、工作機械も次第に組立産業化する可能性は完全に否定できない。

高い加工精度を求める業界が日本をはじめ先進国で生き残れるか、それらもいずれ先進工業国にシフトし、先進国には経営企画部門や研究

開発機能しか残れないのではないかと、という懸念もある。環境・エネルギー分野では、太陽電池やリチウムイオン二次電池等において、既に中国等の新興国が台頭している。

したがって、放電加工機と並立する収益性の高い事業基盤の確立、産業機械等の海外生産体制の拡充によるコスト競争力の維持・向上は急務であり、M&Aを含む積極的な戦略の実行が急がれる。

◆ LED 照明事業の成否は不透明

同社が成長を期待する環境関連の新規事業の LED 照明事業には、懸念を表明したい。同社自身もがリスク情報として、大手家電メーカーをはじめ多数の競合企業の存在、販路の確立には相応の時間を要する等と記載している。ターゲットは工場や商業施設であり、消費財として参入したのではないようだ。

しかし、大量に材料を調達し、量産する企業の優位は否定できず、同社の既存事業で蓄積された技術力や顧客資産等が当該製品の生産・販売について重要な差別化要因になるとは考えにくい。財務体質が強くない同社にとって、問題児となりかねない事業からは早期撤退するのが良策と考える。

◆ 海外シフトに伴う地政学リスクには注意が必要

生産・販売網の海外シフトによるコスト競争力の獲得、シェア向上策は、政情不安等のリスク増大を意味する。

主要市場であり、重要な生産拠点である中国では、昨今の政治的緊張がストライキや暴動に発展し、日系企業の工場や小売店舗の操業に支障を来す懸念が顕在化した。幸いにも同社事業所には直接の被害・生産障害は生じなかった模様である。

生産拠点の分散は生産効率の低下に直結する可能性が高いが、昨今の天災や政治状況等を考慮すれば、工場配置・生産計画の再検討は重要な経営課題と考えられる。

◆ 財務制限条項が付されている件

同社は複数の金融機関との間でシンジケートローン(グローバル・コミットメント契約)には2期連続で経常損失を計上しない、等の財務制限条項が定められている。前期末の現預金(約280億円)と当該ローン残高(約22億円)との比較から現時点で当面の資金繰りに懸念は少ない。ただ、収益変動の大きな収益構造であるため、食品機械事業の育成など、収益構造改革は安定的な資金調達と長期経営計画立案のために重要な課題と考えられる。

> 利益還元策

◆ 株主資本配当率2%以上が目標

同社は、内部留保を確保しつつ、安定かつ継続的な配当の実施により、株主に利益還元することを基本方針としており、株主資本配当率2%以上を目標としている。前期における当該比率は1.7%であった。

> バリュエーション比較

◆ 類似会社に比べ低い予想 PER、高い配当利回り

同業者等との株価バリュエーションの比較を図表 25 に示す。同社の株価は、予想 PER、実績 PBR の両面で、東証二部市場平均を下回り、予想配当利回りは上回っている。同業他社との比較では、PBR は 0.56 倍で他社と同程度、配当利回りは 3.6% と高い。予想 PER は各社それぞれ税負担率が正常でない模様であるため、時価総額と経常利益を用いた予想 PER で比べると、同社が最も低い値となった。

図表 25 同業他社との株価バリュエーション比較

銘柄 証券コード	ソディック 6143	西部電機 6144	牧野フライス製作所 6135	日精樹脂工業 6293	東証二部市場 全上場銘柄平均
株価	円 331	440	412	317	267
時価総額	億円 176.9	66.7	494.2	70.6	29,636
今期予想PER	倍 4.8	13.3	8.3	7.0	11.6
同 経常利益基準	倍 3.8	6.5	7.6	7.1	N.A.
前期実績PBR	倍 0.56	0.44	0.55	0.30	0.62
配当利回り	% 3.63	1.70	1.94	1.89	2.33

(注) 株価は 11 月 2 日、二部市場平均の株価は 1 株当たり時価、配当利回りは単純平均。PER 修正値は時価総額÷経常利益(出所) 各社決算短信、二部市場平均データは日本経済新聞を参照し、証券リサーチセンター作成

> 今後の株価見通し

◆ 2~3 年後の適正株価は PBR 約 1 倍の 775~930 円と試算

同社の過去の 5 年間の株価バリュエーションを図表 26 に示す。PER は赤字決算期が 2 期あり、比較は困難である。PBR は過去の期中最低株価時の平均をやや上回る程度で、安値圏にあると言えよう。図表 27 にリーマンショック直前からの株価推移を示す。ここ 2 年間では、業績の急回復に伴い上昇した株価が(主力工場の海外シフトにより東日本大震災の影響は最小限で済んだが)、タイの大洪水では工場への浸水により被害があったことや、金融引き締めによる中華圏の景気減速が、工作機械メーカーの受注悪化を想起させ、同社の株価も軟調に推移してきた。昨今の情勢をみると、新興国の減速懸念は暫く晴れそうになく、現状と同様の低評価が続こう。2~3 年に到達すべき適正株価は、15/3 期の証券リサーチセンター予想 EPS77.5 円に市場平均並みの予想 PER10~12 倍で算定すると、775~930 円となる(15/3 期当センター予想 BPS で PBR1.02~1.22 倍)。

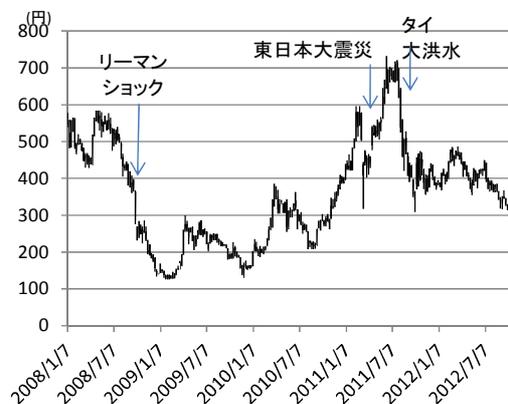
図表 26 過去のバリュエーションの推移 (単位:円、倍)

決算期	2008/3	09/3	10/3	11/3	12/3	平均値	
株価	最高	947	585	385	596	732	649
	最低	429	125	130	207	309	240
BPS 前期	733.5	516.4	449.5	534.3	589.3	564.6	
EPS 当期	4.6	-170.2	-74.1	103.2	67.1	58.3	
PBR	最高	1.29	1.13	0.86	1.12	1.24	1.13
	最低	0.58	0.24	0.29	0.39	0.52	0.41
PER	最高	205.0	—	—	5.8	10.9	73.9
	最低	92.9	—	—	2.0	4.6	33.2

(注) PBRは前期末BPSから、PERは会社予想EPSに相当する当期EPSから算出。09/3、10/3期は赤字のため平均値算出対象から除外。

(出所)有価証券報告書

図表 27 同社の株価の推移



本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

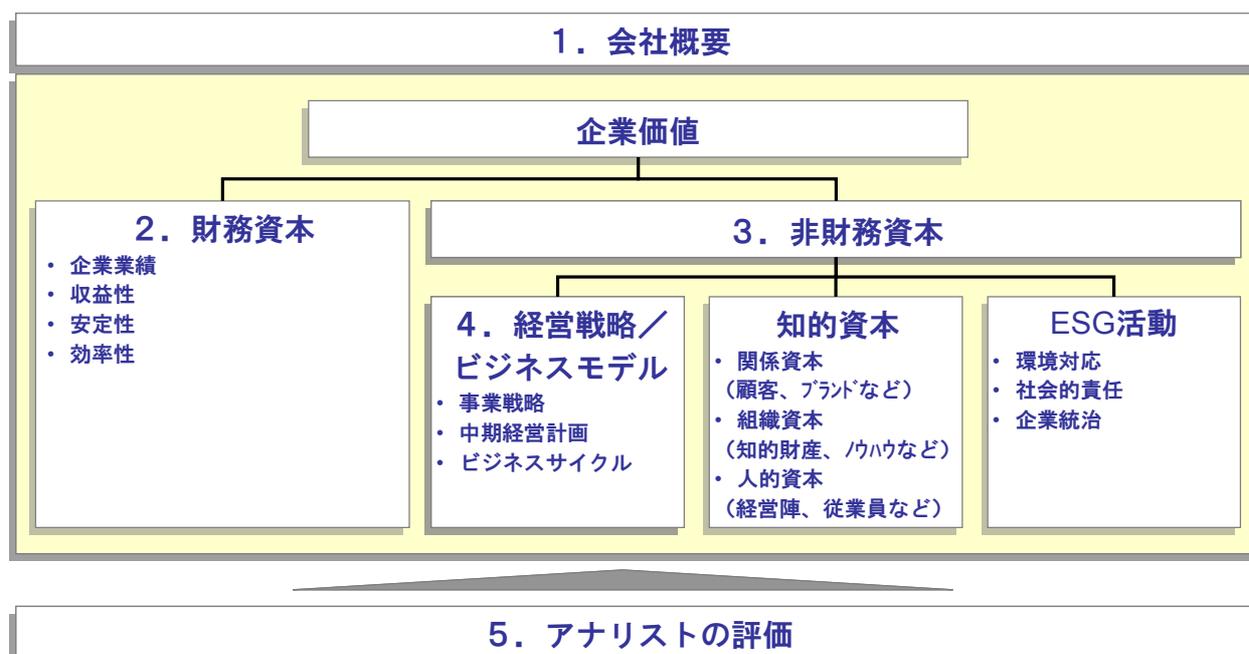
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。