

ホリスティック企業レポート

ヤマシンフィルタ

6240 東証二部

フル・レポート
2015年10月30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 20151027

建設機械の油圧回路用フィルタのトップ企業 建設機械業界を取り巻く厳しい環境をどう乗り越えるかが試される

1. 会社概要

・ヤマシンフィルタ(以下、同社)は、建設機械の油圧回路に用いるフィルタの業界トップ企業で、国内シェア 70%を占める。日米欧の主要建機メーカーを主な顧客とする。

2. 財務面の分析

・10/3期～15/3期は、売上高は年平均13.9%、経常利益は同36.9%の成長率で拡大してきた。13/3期に経常赤字となったが、タイの洪水で生産拠点が被災した影響によるものである。

・他社との比較では、収益性については総じて優位にあるが、成長率は他社よりも低く、建機業界の外部環境の変動を受けやすいことを示唆している可能性がある。

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、フィルタの中核部品(ろ材)までも自社開発する開発力にある。その開発力を背景に、多品種生産という建機メーカーの製品開発に対応し、同社のフィルタの採用率の上昇と、補給品でも収益を上げる体制の構築につながっていった。

4. 経営戦略の分析

・既に高いシェアを持つ建機用フィルタは、中国でのエンドユーザーへの啓蒙活動による純正品使用率の上昇、米国建機メーカーへの拡販により、さらなるシェア上昇を目指している。

・さらに、油圧回路以外での建機用フィルタへの採用を目指す。特にエンジンオイルフィルタでの実績の蓄積により、建機以外の分野への拡大を目指していく。

5. アナリストの評価

・建機メーカーとの直接取引への販路集約と、高いシェアのため、どうしても建機業界の外部環境の影響を受けやすい。実際、16/3期の会社計画は大幅に引き下げられた。

・外部環境に左右されにくい状況をつくりだせるかどうかが中長期での視点となる。

アナリスト:藤野敬太

+81(0)3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

【主要指標】

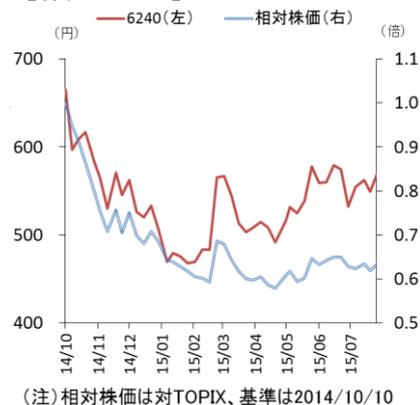
	2015/10/23
株価(円)	465
発行済株式数(株)	12,438,000
時価総額(百万円)	5,784

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	12.1	17.6	10.6
PBR(倍)	0.9	0.9	0.8
配当利回り(%)	2.0	2.2	2.2

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-18.8	-15.4	-24.6
対TOPIX(%)	-26.0	-9.3	-35.0

【株価チャート】



【6240 ヤマシンフィルタ 業種:機械】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)	
2014/3	10,530	15.9	710	—	709	—	336	—	33.1	476.7	6.7	
2015/3	10,703	1.6	869	9.8	830	17.0	430	27.9	38.3	510.6	9.5	
2016/3	CE	10,351	-3.3	526	-39.5	503	-39.4	329	-23.5	26.5	—	10.0
2016/3	E	10,120	-5.4	525	-39.6	502	-39.5	328	-23.7	26.4	523.7	10.0
2017/3	E	11,450	13.1	858	63.4	839	67.1	548	67.1	44.1	581.2	10.0
2018/3	E	11,864	3.6	950	10.7	935	11.4	611	11.5	49.1	629.4	10.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、14年10月の上場時に376,500株の第三者割当増資を実施(オーバーアロットメント分の76,500株を含む) 15年3月20日に1:3の株式分割を実施 15年9月1日に1:2の株式分割を実施、2016/3期の会社予想は15年10月15日に修正公表

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
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 競合他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 建設機械の油圧回路に用いるフィルタの業界トップ企業

ヤマシンフィルタ（以下、同社）は、建設機械（以下、建機）の油圧回路に用いるフィルタ（以下、油圧フィルタ）の業界トップ企業である。国内の建機向け油圧フィルタでのシェアは 70%を誇る。日米欧の主要建機メーカーを顧客とし、建機メーカーの成長に寄り添ってグローバルに展開している。

建機の中で大きなウェイトを占める油圧ショベルは、油圧回路によって駆動する。油圧回路にとってフィルタは必要不可欠な部品であり、同社のフィルタが多く使われている。

◆ 高いシェアを支える3つの競争力の源泉

同社には以下の3つの競争力の源泉がある。

1つ目は、フィルタの中核部品までも内製する開発力である。建機は、例えば同じ油圧ショベルであっても、用途や使用場所によって車種を変えなくてはならない。フィルタも車種の違いに応じて調整を加えていかなくてはならないが、フィルタを内製することで、建機生産の多品種性に細やかに対応することが可能となっている。

2つ目は、新車に搭載されるライン品と、交換部品としての補給品という二部構成になっている収益構造である。あるモデルに採用が決まれば、新車に搭載される時だけでなく、部品交換の際にも販売できる。

3つ目は、建機メーカーとの直接取引への販路集約である。補給品に関して、エンドユーザーへの直接販売や代理店販売をせず、建機メーカー経由の販売に絞ることで、販売コストを抑えるのみならず、建機メーカーとの関係を密なものにすることができる。

これらを武器に、同社の高いシェアが支えられている。

◆ 単一事業だが売上高は3つのセグメントに分類される

同社はフィルタの製造の単一事業だが、その用途により3つの製品分野に分類される（図表 1）。高いシェアを有する建機用フィルタは全売上高の約 90%を占める。ただし、建機用以外の製品もある。

【図表 1】製品別売上高

(単位：百万円)

製品分野	14/3	15/3	構成比	前期比
建機用フィルタ	9,388	9,592	89.6%	2.2%
産業用フィルタ	427	444	4.2%	3.8%
プロセス用フィルタ	714	667	6.2%	-6.6%
合計	10,530	10,703	100.0%	1.6%

(出所) ヤマシンフィルタ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

➤ **ビジネスモデル**

◆ **建設機械の分類における油圧ショベルの位置づけ**

建機の種類は、用途、作業内容、作業場所に応じて多岐にわたる。建機業界では、業界団体である日本建設機械工業会による分類が用いられている（図表 2）。金額ベースで最も市場規模が大きいのが、土木全般に用いられる一般土工機械であり、その中でも油圧ショベルは大きなウェイトを占める。

【図表 2】建設機械の製品セグメント

分類定義（セグメント）		主たる製品群
土工機械	一般土工機械	油圧ショベル ホイールローダ ブルドーザ グレーダ等
	小型建設機械	ミニショベル バックホローダ スキッドステアローダ等
	鉱山機械	大型油圧ショベル ホイールローダ 鉱山用ダンプ等
道路機械		締固機械（搭乗式・非搭乗式）等
建設用クレーン		トラッククレーン クローラクレーン等（移動式）
ドリル・アタッチメント		削岩機 ブレーカ 圧砕機等

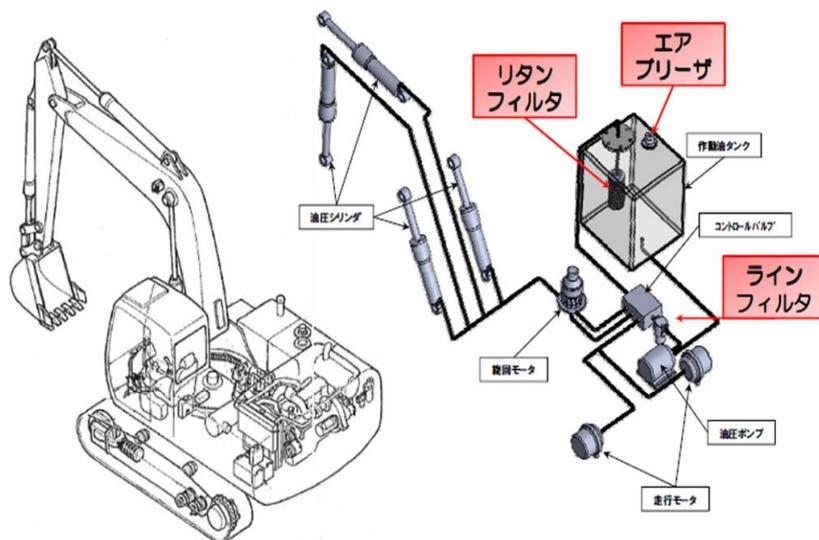
（出所）日本建設機械工業会「我が国建設機械産業の将来展望調査研究報告書」

◆ **油圧ショベルの仕組み**

油圧ショベルの動きには、車体の移動、ショベルの動作、上体の旋回がある。これらは、建機全体に張りめぐらされた油圧回路を作動油が循環し、油圧機器によって動作に変換されることで行われる。作動油はオイルタンクから建機全体に送り出され、循環した後にオイルタンクに戻ってくる。人間の体に例えれば、オイルタンクが心臓、作動油が血液ということになる。

この作動油が循環する間に、様々なダスト（ほこりやゴミ）が混じる。ダストには、シリンダやタンクで外部から侵入するものもあれば、ポンプの摩耗によって内部で発生するものもある。そのため、こうしたダストを取り除き、回路と作動油をクリーンな状態にするために、回路の要所でフィルタが設置されている（図表 3）。この中でも特に重要なのが、オイルタンクに戻るところに設置されるリタンフィルタである。リタンフィルタは、人間の体に例えれば、腎臓に該当する。

【 図表 3 】 油圧ショベルの構造と建機用フィルタ



(出所) ヤマシンフィルタ「成長可能性に関する説明資料」

同社は多種多様な建機用のフィルタ製品を取りそろえている(図表4)。国内の建機向け油圧フィルタでの同社のシェアは約70%である。特にリタンフィルタについては、同社がほぼ100%に達しているものと推定される。

【 図表 4 】 ヤマシンフィルタの建機用フィルタ製品

製品名	用途	使用車両	
作動油用 フィルタ	リタンフィルタ	作動油がオイルタンクに戻る前に、細かい不純物を除去する	油圧ショベル その他建設機械 一般油圧システム
	サクシヨンストレーナ	オイルタンク内の比較的大きな不純物を除去する オイルタンクの吸い込み口に直接装着する	油圧ショベル その他建設機械 一般油圧システム
	ラインフィルタ	油圧回路の圧力がかかる箇所に設置される	油圧ショベル その他建設機械 一般油圧システム
	エアブリーザー	建機のオイルタンク内への外気に含まれる不純物の侵入を防止する 油圧システム稼働中のオイルタンク内の圧力を保持する オイルタンク内のオイル清浄度を維持する	油圧ショベル その他建設機械
	リリーフバルブ	作動油の温度によりオイルクーラーを通すかどうかのルートを振り分ける	中大型油圧ショベル ミニ油圧ショベル
ナイロンストレーナ	各種オイルタンクの給油口に装着する 給油時のオイルタンク内への汚染物質の侵入を防ぐ	油圧ショベル その他建設機械	
トランスミッション用	高粘度の潤滑油に混入した金属粉などの不純物をろ過する (金属粉はギアなどの摩擦で発生する)	ブルドーザ ホイールローダ	
燃料用フィルタ	建機のディーゼル燃料に含まれる不純物、水分を除去する	-	
エンジンオイル用フィルタ	ディーゼルエンジンに用いられるエンジンオイル内の細かい不純物をろ過する	-	

(出所) ヤマシンフィルタ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 開発から販売までの一貫体制

同社は、開発から販売までを一貫して自社で行う。開発拠点は横浜と中国の蘇州の2カ所である。生産は佐賀工場とフィリピンのセブ工場の2カ所が中心だが、佐賀にある子会社のYSKも生産の一部を担う。

創業時は東京の大森に生産拠点があったが、1975年に創業者で初代社長の故郷の佐賀に移転した。また、85年のプラザ合意以降の円高局面に対応するため、89年にフィリピンのセブを生産拠点に据えて現在に至っている。なお、02年にタイのアユタヤにも工場を設けたが、11年の洪水で被災し、復旧後も水害対策に不安があるとの考えから12年末に同工場を閉鎖した。代わりに12年にセブ工場の増床(隣接していたオリンパスの工場買収)によって生産能力を拡大した。

販売拠点は、本社のある横浜のほか、米国のシカゴ、ベルギーのブラッセル、タイのバンコク、中国の上海の5カ所の体制であり、各地の建機メーカーに対応している。

こうした一貫体制が、同社が持つ3つの競争力の源泉を支えている。

◆ 競争力の源泉1～中核部材までも内製する開発力

フィルタは、筒状の装置で、外筒、バンド、ろ材、内筒から構成される(図表5)。このうち、最も重要な部材は、ゴミを除去するろ材である。ろ材の性能は、以下の3つの要素のバランスで決まる。

- ・ ライフ：どれだけ長持ちするか
- ・ ろ過精度：どれだけ細かいものを除去できるか
- ・ 圧力：通すべき油をどれだけ通すか

【 図表 5 】 建機用フィルタの構造



(出所) ヤマシンフィルタ「成長可能性に関する説明資料」

競合他社はろ材には仕入品を使うことが多いが、同社はろ材から自社で開発している。その結果、多様なコンセプトの製品化が可能となった。多品種生産という特徴を持つ建機メーカーの製品開発に対応できたことが、同社の競争力につながっている。

画期的であったのは、ろ材の材料に紙が使われるのが主流だった時代に、世界初のガラス繊維ろ材を使用したフィルタを製品化したことである。このことで、上記の3要素の性能を一気に引き上げることに成功し、現在ではリタンフィルタで使われるろ材のほとんどがガラス繊維である。

◆ 競争力の源泉2～ライン品と補給品の二部構成による収益構造

建機に使われるフィルタは、新車に搭載されるライン品と、交換部品に使われる補給品の2種類がある。

ライン品は新車市場と関連し、同社のフィルタが使われるかどうかの採用率と、採用された車種の生産台数に影響を受ける。建機の場合は、4年に1度のモデルチェンジごとに、どのフィルタを使用するかがコンペによって決められる。同社は中核部材から自社開発しているため、多品種少量生産を求められる油圧ショベルへの提案力が高い。

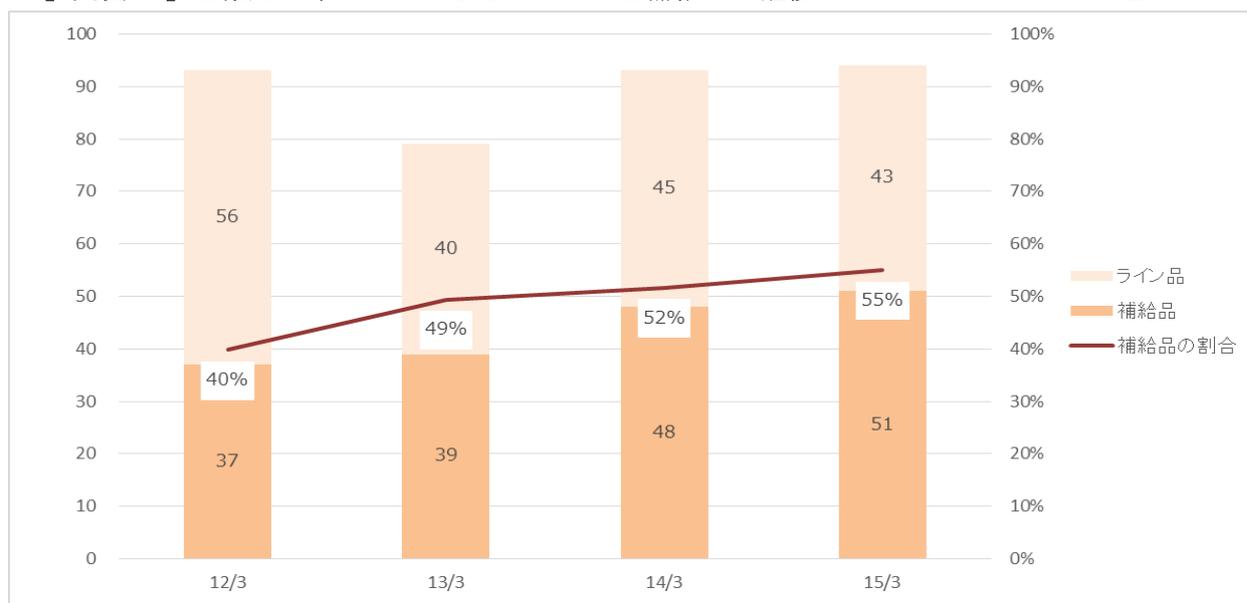
補給品とは交換部品のことであり、補給品市場(アフターマーケット)が存在する。同社推定で、ライン品の5倍の規模がある市場と考えられている。建機の稼働台数、および純正部品がどれだけ使われるかを示す純正率の影響を受ける。

建機の稼働台数は、4年に1度のモデルチェンジでの採用率、その車種の販売台数、稼働率によって決まるため、同社ではコントロールしにくい。一方、純正率を高めるためには同社の自助努力の余地がある。同社によると新興国の純正率は約40%であり、これを高めるために、模倣品を使えないようにする製品の開発のほか、中国ではエンドユーザー向けに、純正品を使った方が経済合理的であることを伝える啓蒙セミナーを開催している。

同社の建機向けの売上高のうち、補給品の割合は15/3期で55%である(図表6)。アフターマーケット市場で一定の売上高を確保していることにより、景気動向の影響を受けやすい新車市場からの影響を緩和し、全体として売上高の安定性につながっている。

【図表6】建機用フィルタにおけるライン品と補給品の推移

(単位: 億円)



(出所) ヤマシンフィルタ資料より証券リサーチセンター作成

◆ 競争力の源泉3～建機メーカーとの直接取引への販路集約

同社は、補給品の販売においても、建機メーカーとの直接取引に販路を集約し、インターネット販売などのエンドユーザーへの直接販売、または代理店経由の販売を行っていない。もしエンドユーザーへの直接販売や代理店経由の販売を行うと、売上高は増加しても、販売チャネルの維持やマーケティングのための追加的な費用がかかり、利益ベースでは変わらないという経営判断に基づいている。

建機メーカーとの直接取引に集約している分、日米の大手建機メーカーとは深い関係を構築しており、同社の展開は、顧客の建機メーカーのグローバル展開と動きをともにする。中国市場については、現在は、中国の地場メーカーとの直接取引がほとんどなく、中国市場に対しては日米の建機メーカーの中国への輸出に依存する形となる。

同社の地域別売上高は、顧客の所在位置によって分類されている(図表 7)。例えば、同社のフィルタが搭載された日本メーカーの建機が中国に輸出された場合、実際に使われている場所は中国だが、地域別売上高では日本となる。

【 図表 7 】 顧客の所在地別売上高の推移

	13/3	14/3	15/3	構成比	前期比
日本	5,293	5,521	5,525	51.6%	0.1%
アジア	1,554	2,329	1,924	18.0%	-17.4%
米国 (13/3期までは北米)	1,480	1,700	2,026	18.9%	19.2%
その他	760	979	1,225	11.4%	25.1%
合計	9,088	10,530	10,703	100.0%	1.6%

(注) 同社の地域別売上高は顧客の所在地別で分類されており、輸出等により、最終製品が使われている地域とは必ずしも一致しない。

(出所) ヤマシンフィルタ有価証券届出書および有価証券報告書より
証券リサーチセンター作成

◆ 建機用以外（産業用フィルタとプロセス用フィルタ）

建機用フィルタが全体の約 90%を占めるが、残りの約 10%は産業用及びプロセス用フィルタとなる。

産業用フィルタは、油圧ユニットの作動油や潤滑油のろ過に用いられるフィルタである。工作機械、冷凍用圧縮機、農業機械、船舶、鉄道車両、航空機やヘリコプターなど、用途は広範囲にわたる。同社には、工作機械メーカーや圧縮機メーカー、農業機械メーカー等に販売実績がある。

プロセス用フィルタは、顧客の製品製造の行程で行われるろ過や分類に必要なフィルタである。電子部品、精密機械、液晶ディスプレイ、食品といった業界で用いられる。

【 図表 8 】 ヤマシンフィルタの建機用以外のフィルタ製品

	製品名	用途	使用分野
産業用	ラインフィルタ	工作機械、プレス機、搬送油圧ユニットの油圧回路等に使用される作動油等のろ過を行う	工作機械 プレス機 搬送油圧ユニット
プロセス用	糸巻フィルタ	精密なるろ過を行う前に大きな物質をろ過する	半導体業界 化学業界 食品業界
	不織布フィルタ	精密洗浄用フィルタに使われる	半導体業界 化学業界 食品業界
	メンブレンフィルタ	精密洗浄用フィルタに使われるろ過の最終工程で使われる	半導体業界 化学業界 食品業界

(出所) ヤマシンフィルタ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

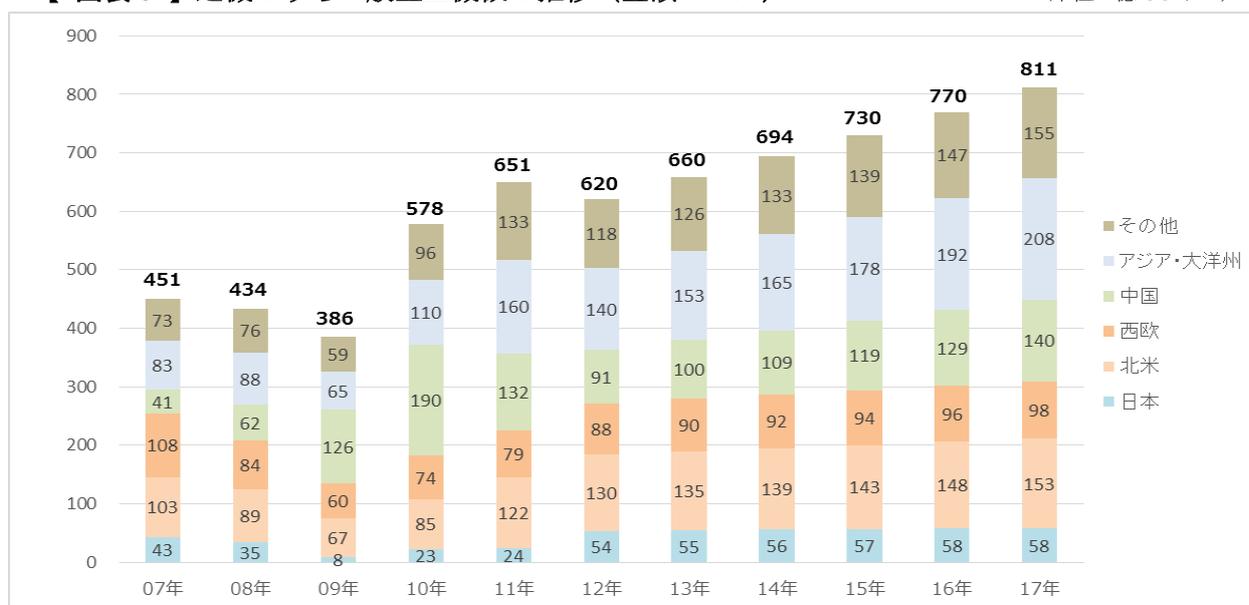
➤ 業界環境と競合

◆ 世界の建機需要は堅調に伸びるものと考えられていたが...

13年に公表された経済産業省の「産業機械の世界市場及び内外企業の動向等に関する調査」によれば、建機のうち、油圧ショベルが属する一般土工機械は、12年時点において世界全体で860億ドルの市場規模、12年～17年の5年間で、金額ベースで年平均5.5%の成長をペースで堅調に伸びる市場と予測されていた(図表9)。

【 図表 9 】 建機のうち一般土工機械の推移(金額ベース)

(単位: 億 US ドル)

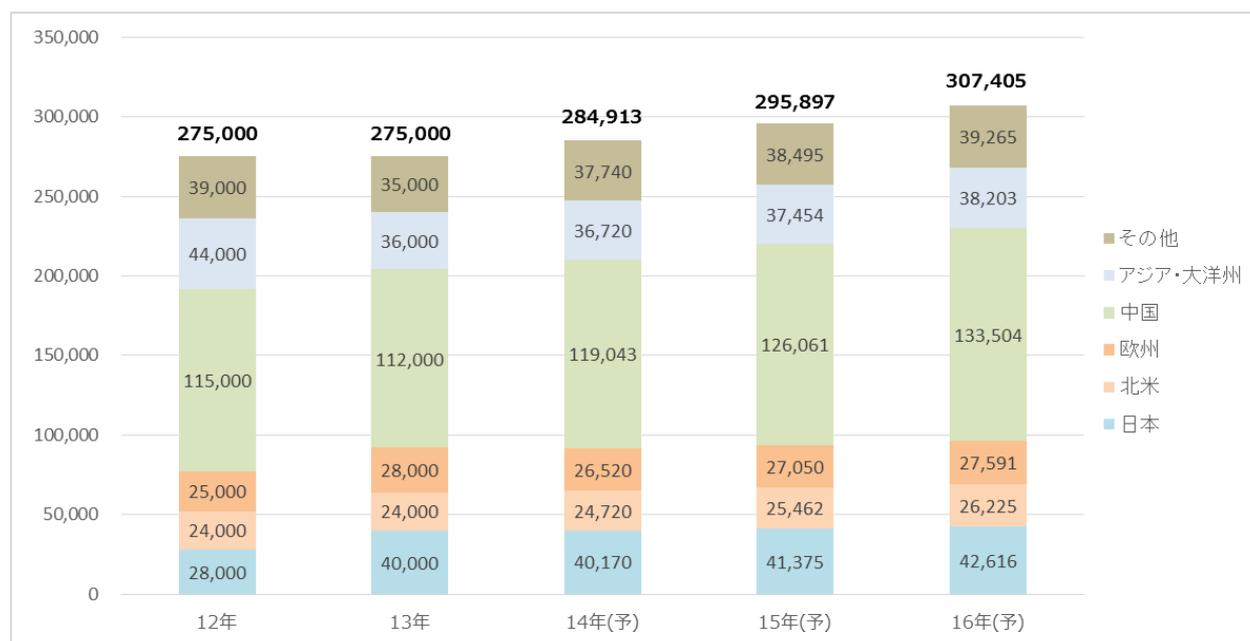


(注) 12年までが実績で13年以降が予測

(出所) 経済産業省「産業機械の世界市場及び内外企業の動向等に関する調査」

また、同社が公表していた油圧ショベルの新車需要の推移においても、14年から16年にかけて台数ベースで伸びるものと予想されていた(図表10)。

【図表10】ヤマシンフィルタによる油圧ショベルの新車需要の推移(台数ベース) (単位:台)



(注) 中国市場は中国国産メーカーの分も含めている
 (出所) ヤマシンフィルタ決算説明会資料(14年11月)

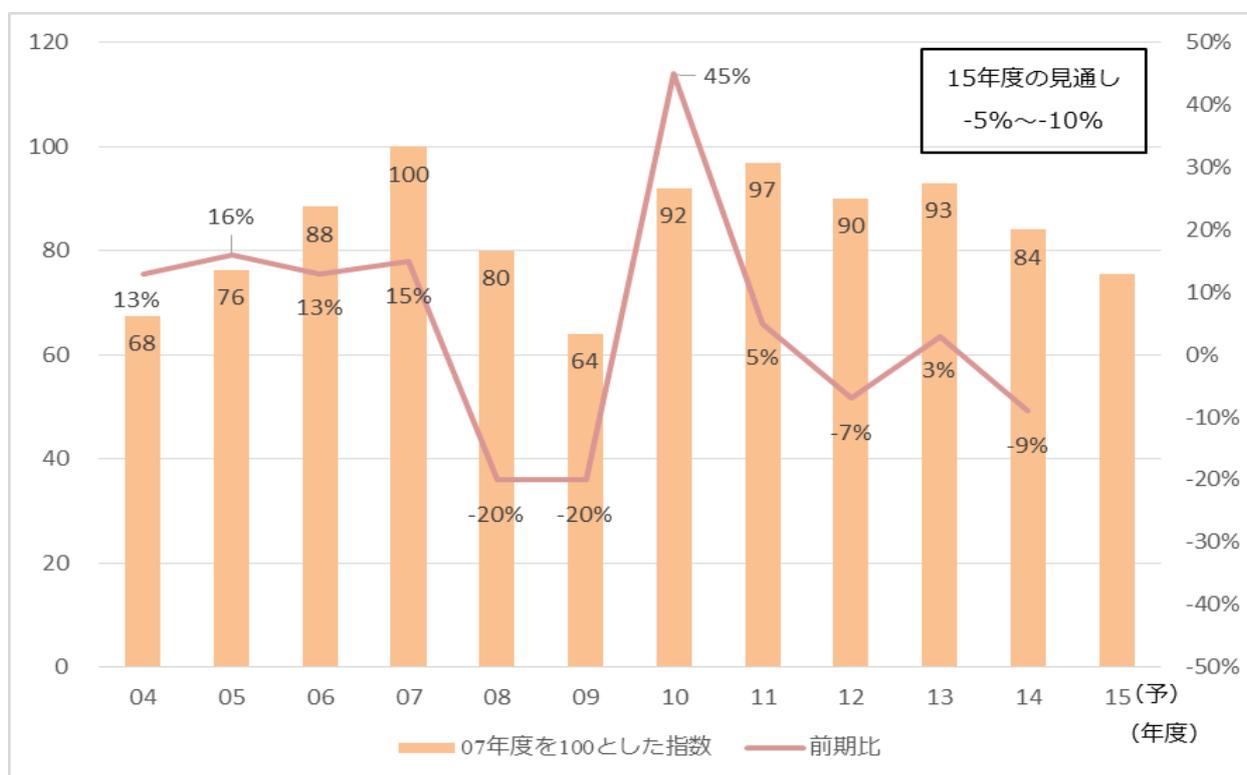
◆ 直近の状況は中国や新興国を中心に軟調に推移

しかし、直近の状況を見ると、建機市場は変調をきたしている。

日立建機(6305 東証一部)が公表する「油圧ショベル世界需要の推移」によれば、12年の20.2万台の需要に対し、15年は16.2万台と推定されている。同期間では、日米欧は堅調だが、中国が4.2万台から1.8万台、アジア・大洋州が4.4万台から3.2万台へと減少している。

また、コマツ(6301 東証一部)が公表する主要7建機の需要推移を見ても、15年度は前期比5~10%減という見通しであり、08年度の水準に近い(図表11)。08年度はリーマン・ショックによって世界的に需要が一気に減少した時期で、コマツでも、09/3期の税引前当期純利益で前期比約60%減となった。15年度の需要については前期比20%減をとった08年度ほどの急激な落ち込み方は予想されていない。しかし、中国の景気の先行きに不透明感が漂う中で、需要の見通しにくさから、建機業界全体が慎重な姿勢を強める可能性も視野に入れておくべき局面にある。

【 図表 11 】 コマツの主要 7 建機の需要推移 (07 年度を 100 とした指数および前期比)



(注) コマツの主要 7 建機とは、油圧ショベル (クローラ式、ホイール式)、ブルドーザ、ホイールローダ、ダンプトラック (リジッド式、アーティキュレート式)、モーターグレーダを指す (ただし、ミニ建機は除く)。
 (出所) コマツ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 建機業界における環境規制

建機をはじめ幅広い産業で使われるディーゼル・エンジンは汚染物質を排出するため、先進国を中心に排出ガス規制が導入されている。先進国の後を追う形で、新興国においても段階的に規制の導入が進められている (図表 12)。先進国と新興国ではスピード感に違いはあるが、地域に関係なく、環境規制が厳しくなるという方向は一致している。ディーゼル・エンジンを使う以上どうしても排出ガスを出してしまう建機は、排出ガスの低減や低害化を求められる。そのため、環境性能に影響を与える中核部品のフィルタについても、環境規制に応じた開発が求められることになる。

【 図表 12 】 建機の地域別排出ガス規制導入の状況

地域	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15
米国	Tier2		Tier3				Tier4			Tier4 Final		
EU	Stage II (Tier2相当)			Stage III A (Tier3相当)			Stage III B (Tier4相当)			Stage IV (Tier4 Final相当)		
日本	規制なし (オンロードのみ)			平成18年規制 (Tier3相当)			平成23年規制 (Tier4相当)			平成27年規制 (Tier4 Final相当)		
中国							Stage II (Tier2相当)			Stage III (Tier3相当)		
インド				Stage II (Tier2相当)			Stage III (Tier3相当)					

(注) Tier の数値が上がるほど規制内容が厳しくなる

(出所) ヤマシンフィルタ 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

国内の建機用の油圧フィルタでは約 70%のシェアを有するが、他には自動車用のフィルタから発展してきた和興フィルタテクノロジー（未上場）等数社の競合先が存在するようである。また、海外に目を向けると、各種フィルタ製品を持つ Donaldson(ドナルドソン、米国)、油圧関連の製品を持つ Hydac(ハイダック、ドイツ)が競合先となる。これらの競合先は、他に中心となる事業があって、事業領域の広がりによって建機用フィルタも手がけている。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 1 ～現社長の父により創業

現社長の山崎敬彦氏の父である山崎正彦氏が 1948 年に創業した山信工業所が、同社の前身である。帆布(はんぷ)の縫製加工からスタートし、日本酒や味噌の製造時に使う汙布(ろふ)を製造していた。ろ布は固体と液体が混ざったものを絞って液体だけを取り出す時に使われ、これが現在のフィルタにつながっていく。

その後、車両用のフィルタに進出した。50 年に勃発した朝鮮戦争に伴い、GHQ に採用されたことが契機である。56 年には現在の会社につながる山信工業株式会社が設立された。

◆ 沿革 2 ～建設機械用フィルタに経営資源を集中

当初は自動車用のフィルタが中心で、一時期、自動車が全売上高の約 80%を占めていた(残り約 20%が建機用)。自動車用は孫請けでの仕事であり、成長に限界があるという考えから、建機用に特化するという経営判断を下した。

山信工業所設立後、工場は東京の大田区(最初は本蒲田、後に大森南)にあったが、75年に佐賀工場を開設し、日本の生産拠点は佐賀となった。

フィルタに使う濾材(ろざい)の素材は紙であり、最初のうちは濾紙(ろし)メーカーから仕入れていた。しかし、仕入品では少量多品種の建機用には対応しきれないことから、ろ材の自社開発に踏み切った。その後、ガラス繊維を素材とするろ材も開発された。開発当初は建機にはなかなか採用されなかったが、建機の省エネ化やメカトロ化が求められるようになると、油漏れが少なく埃をよくとるガラス繊維のフィルタが脚光を浴び、00年にガラス繊維ろ材を使ったフィルタが製品化され、採用が進んでいった。

◆ 沿革3～海外展開

同社にとって最初の海外拠点は、85年のプラザ合意以降の円高局面において、生産コストを下げるために89年に設立したフィリピンのセブ工場である。セブ工場は今でも主要生産拠点として稼働している。また、95年に米国のシカゴ、96年にオランダのロッテルダム(後に10年に設立されたベルギーのブラッセルの販売拠点に統合)、01年にタイのアユタヤ、07年に中国の上海に現地法人を設立し、世界の建機メーカーへの拡販を進めていった。このことが、00年代に入って以降の建機の新興国需要への対応に伴う拡販につながっていった。なお、タイのアユタヤには02年に工場もつくったが、11年の大洪水で被災したために生産拠点としては撤退した。その結果、現在の海外の生産拠点はセブ工場に集約されている。

◆ 経営理念

同社は、56年の設立以来、フィルタビジネスを通じて社会に貢献するという意味を表す「仕濾過事(ろかじにつかふる)」を経営理念に掲げ、フィルタ製品の開発・製造・販売を行っている。

◆ 株主

上場前の有価証券届出書および15/3期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表13の通りである。

15年3月末時点で、創業家の資産管理会社のやまびこホールディングスが筆頭株主(38.68%)であり、代表取締役社長の山崎敦彦氏の子である山崎裕明氏と山崎敬明氏が株主2位として名を連ねている(それぞれ6.13%、合計で12.26%の保有)。山崎敦彦氏は15年3月末時点では3.45%の保有で大株主5位だが、15年6月2日に市場外で売却をしているため、現在は1.60%まで保有比率は低下している。

現取締役の6名のうち4名によって2.71%が保有されている(社長の保有分を除くと1.11%)。また、現監査役4名による保有はない。

なお、15年3月末時点で新株予約権による潜在株式は存在しない。

【 図表 13 】 大株主の状況

株主(敬称略)	上場前			15年3月末時点			15年9月分割後			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
株式会社やまびこホールディングス	851,865	50.21%	1	2,405,595	38.68%	1	4,811,190	38.68%	1	創業家により総株主の議決権の過半数が所有されている会社 上場時に50,000株売り出し(現行300,000株相当)
山崎裕明	127,161	7.50%	3	381,483	6.13%	2	762,966	6.13%	2	代表取締役社長の二親等内の血族
山崎敬明	127,161	7.50%	3	381,483	6.13%	2	762,966	6.13%	2	代表取締役社長の二親等内の血族
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	-	-	-	288,600	4.64%	4	577,200	4.64%	4	
山崎敦彦	201,622	11.88%	2	214,866	3.45%	5	199,532	1.60%	8	代表取締役社長 上場時に130,000株売り出し(現行780,000株相当) 15年6月2日に市場外で115,100株売却(現行230,200株相当)
株式会社三井住友銀行	50,000	2.95%	6	120,000	1.93%	6	240,000	1.93%	5	上場時に10,000株売り出し(現行60,000株相当)
三菱UFJキャピタル2号投資事業有限責任組合	36,000	2.12%	7	108,000	1.74%	7	216,000	1.74%	6	
野村信託銀行株式会社(投信口)	-	-	-	107,400	1.73%	8	214,800	1.73%	7	
ヤマシンフィルタ従業員持株会	0	0.00%	-	78,600	1.26%	9	157,200	1.26%	9	
山崎千鶴子	24,518	1.45%	11	73,554	1.18%	10	147,108	1.18%	10	代表取締役社長の配偶者
NIFSMBC-V2006S3投資事業有限責任組合	80,250	4.73%	5	-	-	-	-	-	-	
山崎一彦	32,292	1.90%	8	-	-	-	-	-	-	代表取締役社長の二親等内の血族 上場時に20,000株売り出し(現行120,000株相当)
NIFSMBC-V2006S1投資事業有限責任組合	27,750	1.64%	9	-	-	-	-	-	-	
野村證券株式会社	25,000	1.47%	10	-	-	-	-	-	-	
(大株主上位10名)	1,559,101	91.9%	-	4,159,581	66.89%	-	8,088,962	65.03%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	0	0.0%	-	0	0.0%	-	0	0.0%	-	
発行済株式総数	1,696,500	100.0%	-	6,219,000	100.0%	-	12,438,000	100.0%	-	

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は 10/3 期以降の分が開示されており、10/3 期～15/3 期まで、売上高は年平均 13.9%増、経常利益は同 36.9%増のペースで拡大してきた(13/3 期から連結決算)。売上高は、リーマンショックの影響により大きく低下した 10/3 期を底に、11/3 期に売上高 100 億円の水準まで急回復し、それ以降は 100 億円近辺の水準で推移してきた。13/3 期に売上高が 90 億円の水準まで落ち込んだのは、生産拠点であったタイのアユタヤ工場が洪水で被災したためであり、この期は 139 百万円の経常赤字となった。

◆ 15 年 3 月期は会社計画に売上高は未達も営業利益は超過

東証二部上場後初の通期決算であった 15/3 期は、売上高が前期比 1.6%増の 10,703 百万円、営業利益が同 22.5%増の 869 百万円、経常利益が同 17.0%増の 830 百万円、当期純利益が同 27.9%増の 430 百万円と、前期比増収増益での着地となった。

上場時に公表された期初計画の売上高 11,069 百万円、営業利益 817 百万円、当期純利益 530 百万円に対する達成率は、売上高は 96.7%、営業利益は 106.4%、当期純利益は 81.1%となった。売上高は中国市場の減速で伸び悩んだが、売上総利益率の改善や販売管理費の伸びの抑制により計画どおりの営業利益を確保した。ただ、特別損失として、製品不具合による品質保証対応損失の 115 百万円発生したため、当期純利益は未達となった。

◆ 東証二部上場による公募増資により自己資本増強

14 年 10 月の東証二部上場に伴い第三者割当増資が行われた結果、同社の自己資本比率は、14/3 期の 56.2%から 15/3 期の 67.9%にまで上昇した。また、総資本に対する有利子負債の比率は 14/3 期末の 19.5%に対し、15/3 期末で 11.2%まで低下し、安全性は高まっている。

> 競合他社との比較

◆ フィルタメーカーや建機メーカー向けサプライヤーと比較する

建機用の油圧フィルタでは比較対象となる上場企業はない。そのため、自動車または産業機械向けのフィルタを製造する企業と比較した。比較対象は、自動車用フィルタで首位のトヨタ紡織(3116 東証一部)、産業用機能フィルタの日本フィルコン(5942 東証一部)、全メーカー対応の補修用自動車フィルタが主力のエイケン工業(7265 東証 JQS)、エンジン用フィルタを手がける阿波製紙(3896 東証二部)とした(図表 14)。

【 図表 14 】 財務指標比較：自動車または産業機械向けのフィルタメーカー

項目	銘柄	コード	ヤマシンフィルタ		トヨタ紡織	日本フィルコン	エイケン工業	阿波製紙
			6240	(参考)	3116	5942	7265	3896
		直近決算期	15/3		15/3	14/11	14/10	15/3
規模	売上高	百万円	10,703	—	1,305,502	24,150	5,097	16,324
	経常利益	百万円	830	—	41,091	1,466	319	602
	総資産	百万円	9,347	—	719,680	31,872	5,028	18,195
収益性	自己資本利益率	%	7.7	6.8	2.5	8.4	5.8	9.1
	総資産経常利益率	%	9.2	8.9	6.0	4.6	6.4	3.4
	売上高営業利益率	%	8.1	—	2.5	4.8	5.8	2.8
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	0.1	—	10.6	2.3	2.3	1.2
	経常利益 (同上)	%	1.7	—	20.9	13.0	7.3	26.4
	総資産 (同上)	%	5.7	—	6.4	2.9	3.1	5.6
安全性	自己資本比率	%	67.9	—	30.0	46.6	75.4	30.2
	流動比率	%	389.9	—	129.1	171.3	278.4	101.8
	固定長期適合率	%	26.3	—	85.3	74.4	52.9	114.4

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出

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÷(自己資本+固定負債)

ヤマシンフィルタは15/3期中に上場の際に資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、実体より高めの数値となる可能性がある指標については、参考情報として、期初と期末の平均値ではなく、期末の数値を用いて算出した数値も表記している

(出所) ヤマシンフィルタおよび各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

規模や事業構成の違いはあるものの、直近期の数値の比較から、収益性については総じて優位にあると言える。特に、総資産経常利益率や売上高営業利益率では他社を大きく上回っている。自己資本利益率(ROE)が同社よりも高い企業があるが、同社よりもROEが高い企業は自己資本比率が同社よりも低く、負債の持ち方の違いによるものと考えられる。同社が借入金を返済している局面であることも影響している。

一方、売上高や経常利益の成長率の低さが気になる点である。期間の取り方に影響するところはあるが、建機業界の外部環境の変動を受けやすく、またその変動幅が他の業界よりも大きいことを示唆していよう。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は中核部品まで自社開発する開発力にある

同社の競争力を、知的資本の観点で分析した結果を図表 15 に示した。同社の知的資本の源泉は、組織資本に属するフィルタの中核部品（ろ材）までも自社開発する開発力にある。その開発力を背景に、多品種生産という特徴を持つ建機メーカーの製品開発に対応できたことで、大手建機メーカーとの関係を深めていった。そのことで、建機へのフィルタの採用率の上昇と同時に、ライン品だけでなく補給品でも収益を上げる体制の構築につながっている。

【 図表 15 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・建機メーカーとの直接取引	・大手建機メーカーとの取引 上位5社で売上高の78% (14/3期)	
		・市場シェア	・ライン採用率 (新車採用率) 開示なし	
		・エンドユーザーの啓蒙 (中国および新興国)	・建機向け油圧フィルタ売上シェア (国内) 70%	
	ブランド	・建機業界内での知名度	・啓蒙セミナー動員累計数 45,000人 (13年まで)	
			・特になし 特になし	
	ネットワーク	・グローバル展開	・売上高に占める海外売上高の割合 48.4%	
組織資本	プロセス	・開発から販売までの一貫体制	・開発拠点 横浜 蘇州 (中国)	
		・開発力	・生産拠点 佐賀 セブ (フィリピン) 子会社のYSK	
		・ライン品と補給品の二部構成による販売	・販売拠点 横浜 シカゴ (米国) ブラッセル (ベルギー) バンコク (タイ) 上海 (中国)	
	知的財産 ノウハウ	・フィルタの開発ノウハウの蓄積	・中核部品 (ろ材) の自社開発 特になし	
			・製品化技術 特になし	
			・建機メーカーとの直接取引に集約 特になし	
			・インターネット販売や代理店経由の 販売をしない 特になし	
	人的資本	経営陣	・二代目としての現社長の存在	・建機用フィルタの売上高に占める 補給品売上高の割合 55%
			・インセンティブ	・フィルタ製品化技術の蓄積年数 約50年
				・研究開発費 254百万円
従業員		・企業風土	・特になし 特になし	
		・インセンティブ	・取締役による保有 337,160株 (2.71%)	
			・ストックオプション (取締役) *社外取締役は除く なし	
			・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く 241百万円 (4名) (うち山崎社長は144百万円)	
			・従業員数 116名	
		・平均年齢 37.2歳		
		・平均勤続年数 7.1年		
	・従業員持株会 157,200株 (発行済株式数の1.26%)			
	・ストックオプション なし			

(注) KPI の数値は、特に記載がない場合は 15/3 期末のものとする

(出所) ヤマシンフィルタ 有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の業態は機械に属し、建機用フィルタの生産を主な事業とする。建機用フィルタは、建機の環境対応の能力を左右する重要な部品である。同社は環境対応について「地球環境を保護するため、常に技術・製品の開発に努め、自らの事業活動を通じて環境への負荷を低減するだけではなく、環境汚染の予防・環境保全に継続的に取り組む」と明言している。そのため、今後さらに高まる環境技術への対応として、フィルタに求められる機械のクリーンな回路環境の実現に向け、市場の要求する機能や課題の調査、フィルタのコア部分であるろ材の開発、最適な製品設計を継続的に強化・展開する方針である。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「仕瀆過事(ろかじにつかふる)」を経営理念に掲げており、本業のフィルタビジネスを通じて社会に貢献する方針をとっている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は6名(社外取締役は2名)で構成されている。

社外取締役の田中義敏氏は、通商産業省(現経済産業省)特許庁でキャリアを積んだ弁理士である。特許庁退官後は日本テトラパックを経て、東京工業大学で教鞭をとってきた。現在は、同大学イノベーションマネジメント研究科技術経営専攻教授との兼任である。

社外取締役の鈴木正氏は、日本ユニバック(現日本ユニシス 8056 東証一部)で長くキャリアを積み、日本ユニシス・ビジネスの代表取締役社長を務めた。

監査役会は常勤監査役1名、非常勤監査役3名の合計4名で構成されている。4名とも社外監査役である。

常勤監査役の鴨頭齊氏は五洋建設(1893 東証一部)でキャリアを開始し、サンドテクノ、税所技建、シンキーでキャリアを積んできた。

小林英明氏は中央監査法人でキャリアを開始した公認会計士で、ジャフコ(8595 東証一部)を経て、H2Rコンサルティングおよびみなとパートナーズを設立して現在も代表取締役を務めている。その後、小林英明税理士事務所を開設したほか、ワンハンドレッドの代表取締役にも就任している。さらに、サンファースト、ランドウェイク、アートフレアの社外監査役との兼任であるほか、一般社団法人エコの輪代表理事、合同会社エコの輪ファンドの代表社員を務めている。

宮艸哲氏は大和証券で長くキャリアを積んだ後、大和 PI パートナーズの常勤監査役、のぞみ債権回収の監査役を経て、大和証券グループ本社(8601 東証一部)の経営企画部付部長を経験した。

福崎真也氏は、九段綜合法律事務所でキャリアを開始した弁護士で、番町スクエア法律事務所のパートナー弁護士を経験した。現在はロンツ債権回収の取締役との兼任である。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 建機業界の需要動向の影響を受けやすいことへの対応

販路を建機メーカーとの直接取引に集約しており、建機用のフィルタについて 70%という高いシェアを有しているため、どうしても建機業界全体の需要動向の影響を受けやすい。

この状況を踏まえ、同社は、ライン品だけでなく補給品で収益を上げる体制を構築することで売上高の安定を図ってきた。補給品でも収益を上げられる構造を維持しつつ、ライン品への採用率をさらに高めることを通じて、シェアの更なる拡大を目指していく。

◆ 中国市場における純正率の上昇

建機用フィルタの販売には、新車に搭載するライン品と、フィルタの交換での補給品の二通りがある。この補給品の販売で今後の収益拡大機会があるのが、中国をはじめとした新興国市場であるが、補給品における純正率が低く、同社が中国の建機メーカーとの取引を躊躇する原因ともなっている。

この純正率を上げるため、同社自身がエンドユーザーに対する啓蒙セミナーを開催している。13年までに累計で 45,000 人を動員しているが、今後も地道に進めていく。

◆ 米国建機メーカー向けの拡大

同社は上位の建機メーカーを顧客としており、また油圧フィルタについては高シェアであるため、顧客別の売上高の構成は上位建機メーカーのシェアと近くなるはずである。

ところが、地域別の売上高では、顧客の所在地別売上高は 51.6%と過半を占め、日本メーカーへの売上高の割合が多いことがうかがえる。15/3 期には売上高の 10%を超えてきてはいるものの、世界最大手のキャタピラーに対して、同社の拡販余地がまだまだ大きいことを示唆している。

同社は、これまで油圧フィルタで培ってきたノウハウを活かし、油圧フィルタ周辺以外の分野を中心に、キャタピラー向けにライン品の搭載率を高めることを目指していく。

> 今後の事業戦略

◆ 油圧フィルタ分野の更なる深耕

建機用フィルタではすでに高いシェアをさらに上昇させるべく、米国建機メーカーへの拡販の強化と、中国建機メーカーへの新規採用を目指していく。

中国で使われている油圧ショベルのうち、同社のフィルタが搭載されているものは、日米メーカーの油圧ショベルが大半を占めている。日米メーカーの製品であってもアフターマーケットでの純正率が低いいため、中国建機メーカーで採用されても十分な利益が見込めないことを懸念している。そのため、建機メーカーとの協業でセミナーを継続してエンドユーザーを啓蒙していくとともに、模倣品対策のための製品設計を取り入れるなど、純正率を高めることを優先させている。同社では、新興国の純正率は現在 40%と推定しているが、それを 80%以上まで引き上げることを目標としている。

◆ 油圧フィルタ周辺分野への拡大

建機用油圧フィルタで培ったノウハウを活かし、トランスミッションフィルタ（変速機回路に使用されるオイルの清浄度を保つ）、エンジンオイルフィルタ（ディーゼルエンジンに使用されるエンジンオイルの清浄度を保つ）、燃料フィルタ（ディーゼル燃料に含まれるガスや水分を除去する）といった油圧フィルタ周辺分野への拡大を目指す。

トランスミッションフィルタは、米国建機メーカーのブルドーザへの搭載が始まっており、補給部品の供給も本格化している。このように、周辺分野への拡大と米国での拡販をセットにしていくものと考えられる。また、エンジンオイルフィルタでの実績が増えていけば、発電機や船舶、鉄道といった建機以外の業界への拡大の糸口となり、中長期的な成長の種になるものと考えられる。

◆ 新分野の育成・開拓

15/3 期の売上高の 89.6%が建機用フィルタだが、中長期的には建機以外の分野への本格展開を志向している。現在でも、産業用フィルタやプロセス用フィルタとして建機用以外の製品を有しているが、これらを拡充する形をとっている。想定される分野は、産業用としては工作機械や農業機械、鉄道・船舶、農業機械、航空・宇宙など、プロセス用として石油化学や電子部品、ファインケミカル、飲料・食品などである。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 16 のようにまとめられる。

【 図表 16 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・中核部品のろ材まで自社で開発する製品開発力 ・長年にわたって蓄積されてきたフィルタに関するノウハウ ・建機用の油圧フィルタでの高いライン採用率（新車への採用率）および高いシェア ・ライン品と補給品のバランスによる売上の安定性 ・建機メーカーとの直接取引に集約することで築かれた建機メーカーとの密接な関係
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・建機用フィルタへの依存が高い事業構成 ・建機用フィルタでの高いシェアゆえに、建機業界の外部環境の影響を受けやすい状況 ・中国や新興国での補給品の純正率の低さ ・代表取締役社長への依存度の高さ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・建機の環境規制の強化 ・米国建機メーカーへの拡販 中国建機メーカーへの新規採用 ・中国や新興国での補給品の純正率の上昇 ・油圧フィルタ以外の建機用オイルフィルタへの拡大および建機以外への展開 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・建機市場の軟調な動向（特に中国を含めた新興国） ・中国や新興国で補給品の純正率が上がらない可能性 ・技術革新等によって建機で油圧回路が使われなくなる可能性

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 建機業界を取り巻く外部環境の影響を受けやすい

15/3 期の会社計画の売上高未達の要因となった中国市場の減速は、16/3 期に入っても影を落としている。同社でも期初から中国や新興国の需要の弱さを見込んでいた。第 1 四半期の状況からは、期初の段階では堅調な推移が見込まれていた日米欧の市場もトーンダウンしている可能性があり、外部環境は総じて良くなく、当面の見通しも慎重に見ておいた方が良いであろう。

同社は販路を建機メーカーとの直接取引に集約しており、また、建機用油圧フィルタについて 70% の高いシェアを有しているため、どうしても外部環境の影響を受けやすい。実際、後述する通り、15 年 10 月 15 日には、16/3 期通期の会社計画の下方修正が発表された。

◆ 外部環境に左右されにくい状況をつくれるかが中長期での視点

外部環境の影響を受けにくい状況をつくり出せるかどうか、中長期の成長を見る上での重要な視点となる。同社は、当初は 16/3 期について油圧フィルタ周辺分野でのライン品の採用率を上げることで、厳しい外部環境の中での増収シナリオを描いていた。16/3 期については前期比減収の見込みに引き下げたが、油圧フィルタ周辺分野の攻略は、短期だけでなく、中長期の面でも重要である。

同社がターゲットとする油圧フィルタ周辺(トランスミッションやエンジンオイルフィルタ、燃料フィルタ)は、油圧ショベル以外でも使われるものであるため、すそ野は広い。約 50 年間地道に蓄積してきたフィルタ開発のノウハウをさらに高めることが、その成否に影響する。さらには、建機のエンジンまわりでの採用が進めば、建機以外への展開の道が開けていく。

建機以外への展開は、同社が志向する総合フィルタメーカー化に通ずるものであるが、それは同時に、建機業界という 1 つの業界の外部環境に左右されやすい状況から脱却できることを意味している。

> 今後の業績見通し

◆ 16 年 3 月期会社計画は減収・大幅減益の予想に引き下げられた

15 年 10 月 15 日に、16/3 期通期の会社計画の下方修正が公表された。修正後の会社計画は、売上高 10,351 百万円(前期比 3.3%減)、営業利益 526 百万円(同 39.5%減)、経常利益 503 百万円(同 39.4%減)、当期純利益 329 百万円(同 23.5%減)となった(図表 17)。

期初の会社計画では、売上高 11,353 百万円(前期比 6.1%増)、営業利益 835 百万円(同 3.9%減)、経常利益 823 百万円(同 0.9%減)、当期純利益 540 百万円(同 25.6%増)であり、増収を見込んでいた。

期初計画でも、中国や新興国の景気減速が続くと見て、厳しい外部環境を前提としていた。それでも、建機用フィルタは、燃料フィルタやエンジンオイルフィルタ等の油圧フィルタ周辺分野での新規ライン品投入を中心に、ライン品の増収を目指していた。

【 図表 17 】 ヤマシンフィルタの 16 年 3 月期の業績計画および中期計画

(単位：百万円)

	14/3	15/3	16/3 会社計画					17/3	18/3
	実績	実績	期初		修正後		期初予想との差異	中期計画	中期計画
				前期比		前期比		(期初公表)	
売上高	10,530	10,703	11,353	6.1%	10,351	-3.3%	-8.8%	12,000	12,800
建機用フィルタ (有価証券報告書記載)	9,388	9,592	-	-	-	-	-	-	-
建機用フィルタ (説明会資料記載)	9,338	9,479	10,261	8.2%	-	-	-	-	-
ライン品	-	4,329	4,875	12.6%	3,851	-11.0%	約-21%	-	-
補給品	-	5,150	5,385	4.6%	-	-	-	-	-
その他 (有価証券報告書記載)	1,142	1,111	-	-	-	-	-	-	-
その他 (説明会資料記載)	1,142	1,223	1,092	-10.7%	-	-	-	-	-
売上総利益	4,440	4,554	-	-	-	-	-	-	-
売上総利益率	42.2%	42.5%	-	-	-	-	-	-	-
営業利益	710	869	835	-3.9%	526	-39.5%	-37.0%	1,000	1,250
営業利益率	6.7%	8.1%	7.4%	-	5.1%	-	-	8.3%	9.8%
経常利益	709	830	823	-0.9%	503	-39.4%	-38.8%	-	-
経常利益率	6.7%	7.8%	7.2%	-	4.9%	-	-	-	-
当期純利益	336	430	540	25.6%	329	-23.5%	-39.0%	-	-

(注) 15/3 期の建機用フィルタの数値は連結調整項目の含め方の差異により有価証券報告書と説明会資料の記載にずれがある
 16/3 期会社計画の建機用フィルタおよびその内訳の前期比は、説明会資料の 15/3 期の数値との比較
 16/3 期の会社計画修正は 15 年 10 月 15 日に公表 ライン品の期初予想との差異はプレスリリースの文章中の表記をもとにライン品の修正後数値のみを推算

(出所) ヤマシンフィルタ決算短信および決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

16/3 期の第 1 四半期の段階では、通期の会社計画は据え置かれたものの、通期会社計画に対する第 1 四半期の進捗率は、売上高は 22.5%、営業利益は 10.5%で、特に利益の進捗率の低さが目立っていた。この進捗を踏まえて、同社の地域別の市場見通しの前提も全般的に慎重な見通しとなっていた (図表 18)。

【 図表 18 】 ヤマシンフィルタの地域別の市場見通しの前提の変化

地域	15/3	16/3		
	振り返り	期初の 通期見通し	第1四半期 振り返り	第1四半期終了後の 通期見通し
日本	堅調 (前期需要を下回る)	堅調	前期需要を 下回る	前年比減
中国	低迷	低迷	大幅 減少	大幅 減少
アジア・大洋州	低迷	低迷	低迷	(インド、タイ除き) 低迷
北米	堅調	堅調	堅調 (前年並み)	前年並み
欧州	堅調	堅調	若干 減少	微減

(出所) ヤマシンフィルタ決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

中国や新興国の状況が想定以上に悪化していることに加え、日本や欧州でも想定ほどは堅調でなかった。さらに、米国市場においては、原油価格の下落の影響で、油圧フィルタ周辺分野での新規ライン品の採用が進まず、減収の計画に転じた。

営業利益は人員増のための人件費および採用コストを見込んで、期初より減益を見込んでいたが、売上高見通しの引き下げに伴い、大幅減益へと修正された。また、15/3 期に特別損失に計上された製品不具合による品質保証対応損失の 115 百万円がなくなるため、期初は当期利益増益の想定だったが、減益予想に転じることとなった。

株主還元に関して、1 株あたりの配当は、15/3 期の年 9.5 円（中間 0 円、期末 9.5 円）に対し、16/3 期は年 10 円（中間 5 円、期末 5 円）を予定している。16/3 期会社計画は引き下げられたが、配当予想は据え置かれている。15 年 9 月 1 日付で 1:2 の株式分割を実施しており、上記の金額は分割後株数で計算したものである。

◆ 期初公表の中期計画では年平均約 12%の営業利益成長を見込む

期初に同社は 18/3 期までの中期経営計画を公表している。18/3 期は売上高 12,800 百万円、営業利益 1,250 百万円、営業利益率 9.8%、自己資本利益率 (ROE) 10%を目指す内容で、15/3 期から 18/3 期の 3 期の年平均成長率は、売上高が 6.1%、営業利益が 12.9%である。建機用フィルタでは、ライン品 7%、補給品 5%の年平均成長率を想定しているが、ライン品の増収は、油圧周辺分野でのライン品の採用を目指すことが骨格となっている。

16/3 期会社計画の下方修正後も、現時点では、中期経営計画は変更されていない。これが据え置かれるか、それとも修正されるかが次の焦点となろう。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 16/3 期業績を、売上高 10,120 百万円（前期比 5.4%減）、営業利益 525 百万円（同 39.6%減）、経常利益 502 百万円（同 39.5%減）、当期純利益 328 百万円（同 23.7%減）と予想する（図表 19）。利益予想については修正後の会社計画と同水準での想定とした。

売上総利益率は 14/3 期と 15/3 期では 42%台で推移してきたが、16/3 期についても 42.0%と予想する。当センターではライン品の売上高を会社計画より慎重に見ており、相対的に利益率の高い補給品の構成比が上昇すると考えているためである。

費用面では、減収の影響と会社想定の人員増による人件費および採用費の増加を織り込み、営業利益率は前期の 8.1%に対して、5.2%（会社計画は 5.1%）まで低下するものと予想する。

17/3 期以降は増益に転じ、17/3 期は 16/3 期の期初会社計画水準を目指すものと予想する。売上総利益率は緩やかに上昇しながら 18/3 期には 15/3 期の 42.6%を回復することと、販売管理費の伸びが抑制されることにより、18/3 期には営業利益率は 8.0%まで上昇するものと予想する。

【 図表 19 】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位: 百万円)

	14/3	15/3	16/3CE (期初)	16/3CE (修正後)	17/3CE	18/3CE	16/3E	17/3E	18/3E
損益計算書									
売上高	10,530	10,703	11,353	10,351	12,000	12,800	10,120	11,450	11,864
前期比	15.9%	1.6%	6.1%	-3.3%	15.9%	6.7%	-5.4%	13.1%	3.6%
事業別	-	-	-	-	-	-	-	-	-
建機用フィルタ	9,388	9,592	10,261	-	-	-	8,950	10,260	10,654
その他(建機用フィルタ以外)	1,142	1,111	1,092	-	-	-	1,170	1,190	1,210
産業用フィルタ	427	444	-	-	-	-	500	520	540
プロセス用フィルタ	714	667	-	-	-	-	670	670	670
地域別	-	-	-	-	-	-	-	-	-
日本	5,521	5,525	-	-	-	-	-	-	-
アジア	2,329	1,924	-	-	-	-	-	-	-
米国(13/3期までは北米)	1,700	2,026	-	-	-	-	-	-	-
その他	979	1,225	-	-	-	-	-	-	-
売上総利益	4,440	4,554	-	-	-	-	4,250	4,843	5,054
前期比	21.0%	2.6%	-	-	-	-	-6.7%	14.0%	4.4%
売上総利益率	42.2%	42.5%	-	-	-	-	42.0%	42.3%	42.6%
販売管理費	3,730	3,685	-	-	-	-	3,725	3,985	4,103
販売管理費率	35.4%	34.4%	-	-	-	-	36.8%	34.8%	34.6%
営業利益	710	869	835	526	1,000	1,250	525	858	950
前期比	-	22.5%	-3.9%	-39.5%	90.1%	25.0%	-39.6%	63.4%	10.7%
営業利益率	6.7%	8.1%	7.4%	5.1%	8.3%	9.8%	5.2%	7.5%	8.0%
経常利益	709	830	823	503	-	-	502	839	935
前期比	-	17.0%	-0.9%	-39.4%	-	-	-39.5%	67.1%	11.4%
経常利益率	6.7%	7.8%	7.2%	4.9%	-	-	5.0%	7.3%	7.9%
当期純利益	336	430	540	329	-	-	328	548	611
前期比	-	27.9%	25.6%	-23.5%	-	-	-23.7%	67.1%	11.5%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) ヤマシンフィルタ有価証券届出書および有価証券報告書、決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 20 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表・キャッシュフロー計算書) (単位:百万円)

	14/3	15/3	16/3CE (期初)	16/3CE (修正後)	17/3CE	18/3CE	16/3E	17/3E	18/3E
貸借対照表									
現預金	2,810	2,645	-	-	-	-	3,082	2,376	3,648
売掛金および受取手形	2,151	2,464	-	-	-	-	2,083	2,810	2,130
棚卸資産	1,415	1,765	-	-	-	-	1,395	2,055	1,389
その他	313	509	-	-	-	-	550	600	650
流動資産	6,690	7,384	-	-	-	-	7,110	7,842	7,818
有形固定資産	1,557	1,456	-	-	-	-	1,350	1,245	1,140
無形固定資産	169	164	-	-	-	-	160	155	150
投資その他の資産	217	341	-	-	-	-	350	360	370
固定資産	1,944	1,963	-	-	-	-	1,860	1,760	1,660
資産合計	8,635	9,347	-	-	-	-	8,971	9,603	9,478
買掛金および支払手形	964	1,066	-	-	-	-	818	1,314	896
短期借入金	300	0	-	-	-	-	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	300	300	-	-	-	-	300	300	150
1年内償還予定の社債	30	0	-	-	-	-	0	0	0
未払金 未払費用 未払法人税等	570	282	-	-	-	-	273	309	320
その他	267	244	-	-	-	-	240	235	230
流動負債	2,432	1,893	-	-	-	-	1,632	1,849	1,276
長期借入金	1,050	750	-	-	-	-	450	150	0
社債	0	0	-	-	-	-	0	0	0
その他	300	352	-	-	-	-	375	375	375
固定負債	1,350	1,102	-	-	-	-	825	525	375
純資産合計	4,852	6,351	-	-	-	-	6,514	7,229	7,827
(自己資本)	4,852	6,351	-	-	-	-	6,514	7,229	7,827
(少数株主持分及び新株予約権)	0	0	-	-	-	-	0	0	0
キャッシュフロー計算書									
税金等調整前当期純利益	571	712	-	-	-	-	502	839	935
減価償却費	466	407	-	-	-	-	379	348	318
売上債権の増減額 (ーは増加)	-223	-233	-	-	-	-	380	-727	680
棚卸資産の増減額 (ーは増加)	-173	-315	-	-	-	-	370	-660	665
仕入債務の増減額 (ーは減少)	96	89	-	-	-	-	-247	495	-418
その他	133	-212	-	-	-	-	-54	-19	-43
法人税等の支払額	-175	-338	-	-	-	-	-173	-290	-323
営業活動によるキャッシュフロー	694	111	-	-	-	-	1,157	-13	1,813
有形固定資産の取得による支出	-193	-280	-	-	-	-	-200	-200	-200
有形固定資産の売却による収入	288	1	-	-	-	-	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-26	-30	-	-	-	-	-30	-30	-30
その他	57	-301	-	-	-	-	-100	-100	-100
投資活動によるキャッシュ・フロー	126	-611	-	-	-	-	-330	-330	-330
短期借入金の増減額 (ーは減少)	-1,500	-300	-	-	-	-	0	0	0
長期借入金の増減額 (ーは減少)	1,283	-300	-	-	-	-	-300	-300	-150
社債の増減額 (ーは減少)	-160	-30	-	-	-	-	0	0	0
株式の発行による収入 (上場費用控除後)	0	948	-	-	-	-	0	0	0
配当金の支払額	-40	-67	-	-	-	-	-90	-62	-62
その他	-28	-1	-	-	-	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-445	249	-	-	-	-	-390	-362	-212
現金及び現金同等物の増減額 (ーは減少)	441	-165	-	-	-	-	437	-706	1,271
現金及び現金同等物の期首残高	2,369	2,810	-	-	-	-	2,645	3,082	2,376
現金及び現金同等物の期末残高	2,810	2,645	-	-	-	-	3,082	2,376	3,648

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ヤマシンフィルタ有価証券届出書および有価証券報告書、決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 中国経済や建機業界の報道等が株価変動要因になる可能性

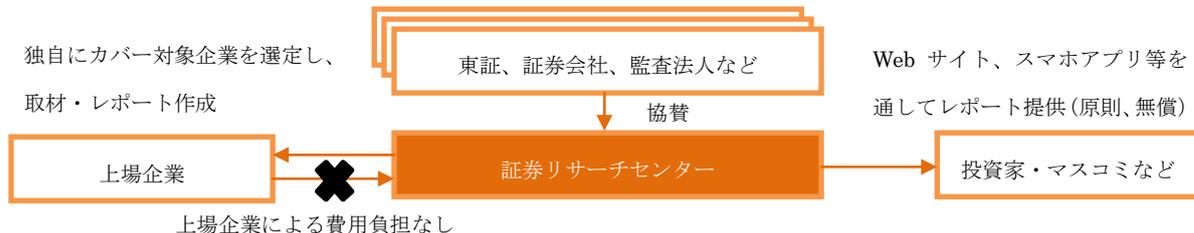
本文でも何度も指摘しているが、同社の事業はどうしても建機業界の外部環境の影響を受けやすい。そのため、中国経済の動向や、建機業界の報道および大手建機メーカーの株価動向が、同社の株価の変動要因となる可能性が想定される。

◆ 自然災害の影響の可能性

13/3 期の経常赤字は、洪水によりタイのアユタヤの生産拠点が被災したためであった。現在、生産拠点は、国内では佐賀、海外ではフィリピンのセブの2カ所で、どちらも台風が多い地域である。そのため、水害等の自然災害等で生産の一時停止などが発生した場合には、業績に大きく影響する可能性がある。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 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、質の高い客観的な企業情報を提供します

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

本レポートの構成

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 Ratio)

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、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。