

# ホリスティック企業レポート

## ヤマシンフィルタ

### 6240 東証一部

アップデート・レポート  
2016年7月22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 20160719

# ヤマシンフィルタ(6240 東証一部)

発行日:2016/7/22

## 建設機械の油圧回路用フィルタのトップ企業 依然厳しい建設機械業界を取り巻く外部環境を前に 17年3月期も我慢が続く

### > 要旨

#### ◆ 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。

#### ◆ 16年3月期決算

・16/3期は、売上高9,458百万円(前期比11.6%減)、営業利益407百万円(同53.2%減)となり、2度の業績予想の下方修正を余儀なくされるほどの厳しい期となった。

・中国市場を筆頭に、全世界的に建機に対する需要が急速に縮小するという外部環境の変化が直撃し、コストダウンを進めたもののカバーできず、大幅な減益となった。

#### ◆ 17年3月期業績予想

・17/3期業績について、同社は売上高8,670百万円(前期比8.3%減)、営業利益344百万円(同15.5%減)と予想している。

・証券リサーチセンターでは、17/3期の業績予想を、会社計画を若干上回る売上高8,750百万円、営業利益353百万円へと修正した。17/3期も厳しい外部環境が続くが、継続的なコストダウンにより、営業利益率の低下がある程度抑制されると予想した。

#### ◆ 今後の注目点

・18/3期以降は、売上高は外部環境の落ち着きと、建機フィルタ以外の育成により、年率5%台の増収に転じるものとし、継続的なコストダウンによる収益力の強化と相まって、19/3期には営業利益率は6.5%まで回復するものと予想した。

・建機メーカーを取り巻く外部環境の影響を大きく受ける状況は変わらないが、エイケン工業(7265 東証JQS)との業務提携など、周辺分野を深耕するための施策にも着手しており、その効果に注目したい。

#### 【6240 ヤマシンフィルタ 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)
2014/3	10,530	15.9	710	—	709	—	336	—	33.1	476.7	6.7
2015/3	10,703	1.6	869	22.5	830	17.0	430	27.9	38.4	510.6	9.5
2016/3	9,458	-11.6	407	-53.2	349	-58.0	183	-57.3	14.8	498.6	10.0
2017/3 CE	8,670	-8.3	344	-15.5	286	-18.0	181	-1.7	14.6	—	10.0
2017/3 E	8,750	-7.5	353	-13.2	296	-14.9	187	2.2	15.0	508.7	10.0
2018/3 E	9,210	5.3	497	40.6	444	49.5	281	49.5	22.6	526.3	10.0
2019/3 E	9,681	5.1	625	25.9	574	29.4	363	29.4	29.2	550.5	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株の公募増資を実施(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 2015/3のEPS、BPS、配当金は分割後の株式数で適及修正

#### アップデート・レポート

2/19

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

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】

	2016/7/15
株価(円)	453
発行済株式数(株)	12,438,000
時価総額(百万円)	5,634

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	30.6	30.2	20.0
PBR(倍)	0.9	0.9	0.9
配当利回り(%)	2.2	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(%)	3.2	0.9	-17.6
対TOPIX(%)	-2.4	2.7	3.9

#### 【株価チャート】



> 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)のトップ企業である。国内の建機向け油圧フィルタ市場でのシェアは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される。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

高いシェアを支える競争力の源泉として、(1)フィルタの中核部品までも内製する開発力、(2)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、(3)建機メーカーとの直接取引への販路集約という3点が挙げられる。

◆ フィルタ製造の単一セグメントだが3つの製品分野に分類される

同社はフィルタ製造の単一セグメントだが、その用途により売上高は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86%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	15/3期	16/3期	構成比	
			構成比	前期比
建機用フィルタ	9,479	8,167	86.4%	-13.8%
ライン品	4,329	3,549	37.5%	-18.0%
補給品	5,150	4,617	48.8%	-10.3%
産業用フィルタ	444	468	4.9%	5.4%
プロセス用フィルタ	667	815	8.6%	22.3%
連結調整	112	6	0.1%	-93.9%
合計	10,703	9,458	100.0%	-11.6%

(出所) ヤマシンフィルタ決算説明会資料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。業界団体である日本建設機械工業会の分類によれば、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ている(図表2)。

【 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 バックホーローダ 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

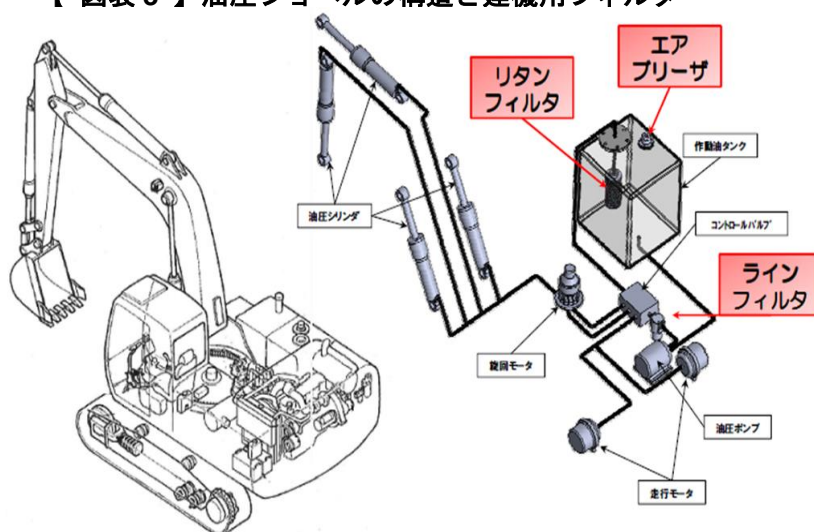
(出所) 日本建設機械工業会 「我が国建設機械産業の将来展望調査研究報告書」

◆ 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。これらの動きは、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によって行われる。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、回路の要所に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市場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、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	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フィルタ	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っている。開発拠点は本社のある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も生産の一部を担っている。

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進行に対応するため、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、この間、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、復旧後も水害対策への不安が払拭できず、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(7733 東証一部)の工場買収)によって生産能力を拡大している。

販売拠点は、横浜本社のほか、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つの競争力の源泉となっている。

#### ◆ 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た。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には、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。

ライン品の売上高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。

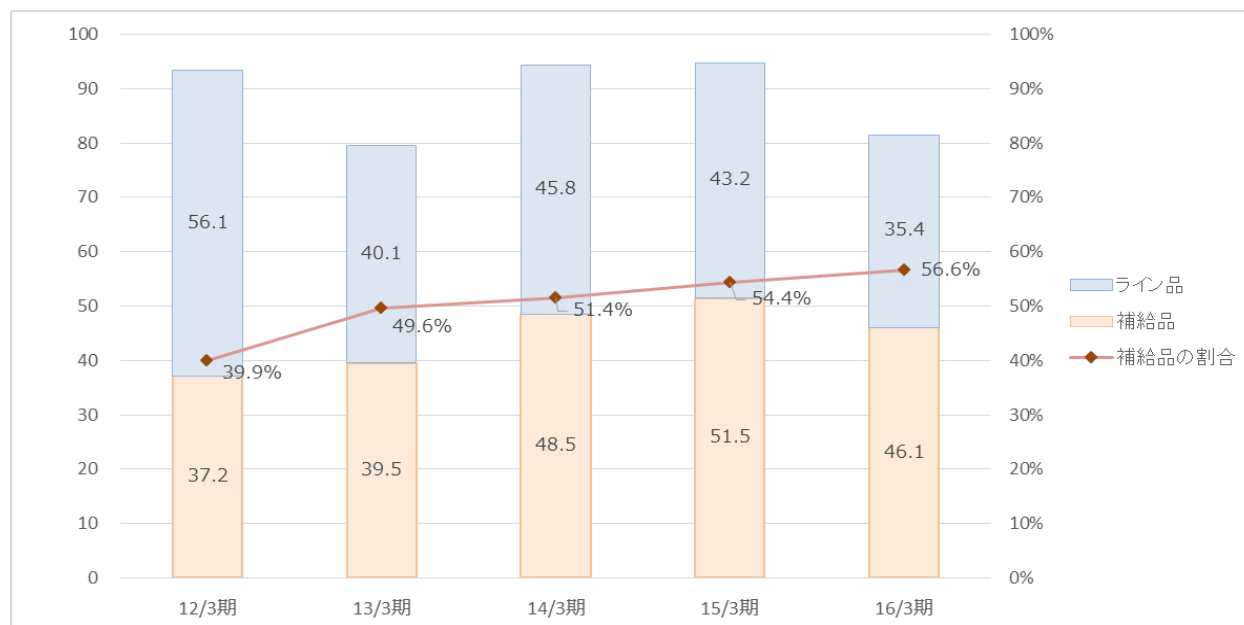
補給品とは交換部品のことであり、補給品市場(アフターマーケット)が存在する。同社は、ライン品の5倍の市場規模があると推定している。建機の稼働台数、および純正部品がどれだけ使われるかを示す純正率の影響を受ける。

建機の稼働台数は、4年に1度のモデルチェンジで同社フィルタが採用された率、採用された車種の販売台数、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、純正率を高めることについては、自助努力の余地がある。同社によると新興国の純正率は半分もない。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16/3期において56.6%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することにより、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げている。

【 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、利益貢献しないという経営判断があるようだ。

建機メーカーとの直接取引に集約しているため、日米の大手建機メーカーとは深い関係を構築しており、同社の事業展開は、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、新たに開始された三一建機への供給（後述）以外は、中国の地場メーカーとの直接取引がほとんどなく、日米の建機メーカーの中国への輸出に依存する形で展開している。

同社の地域別売上高は、顧客の所在地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、所在地別売上高は日本となる。



【 図表 7 】 顧客の所在地別売上高の推移

(単位：百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期		
				構成比	前期比
日本	5,521	5,525	4,885	51.6%	-11.6%
アジア	2,329	1,924	1,593	16.8%	-17.2%
米国	1,700	2,026	1,722	18.2%	-15.0%
その他	979	1,225	1,257	13.3%	2.6%
合計	10,530	10,703	9,458	100.0%	-11.6%

(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）

建機用フィルタが売上高全体の約 86%を占めているが、残る約 14%を構成するのは産業用及びプロセス用フィルタである。

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、用途は工作機械、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、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、顧客の製品製造の工程で行われるろ過や液体や気体の分級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わ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

> SWOT分析

◆ 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9のようにまとめられる。

【 図表 9 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中核部品のろ材まで自社で開発する製品開発力</li> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・ライン品と補給品のバランスによる売上の安定性</li> <li>・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</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・建機用フィルタへの依存が高い事業構成</li> <li>・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</li> <li>・中国や新興国での補給品の純正率の低さ</li> <li>・代表取締役社長への依存度の高さ</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・建機の環境規制の強化</li> <li>・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</li> <li>・中国や新興国での補給品の純正率の上昇</li> <li>・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</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・建機市場の軟調な動向（特に中国を含めた新興国）</li> <li>・中国や新興国で補給品の純正率が上がらない可能性</li> <li>・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</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

> 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10に示し、KPIの数値をアップデートした。今回、「関係資本」の「ネットワーク」のうち、「他社との提携」の項目を追加した。

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。そのことが、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 10 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
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 ・ライン採用率 (新車採用率)	上位5社で売上高の78% (14/3期) 開示なし	直近は開示なし ----
		・市場シェア	・建機向け油圧フィルタ売上シェア (国内)	70%	----
		・エンドユーザーの啓蒙 (中国および新興国)	・啓蒙セミナー動員累計数	45,000人 (13年まで)	直近は開示なし
	ブランド	・建機業界内での知名度	・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%	
			・海外の販売拠点	シカゴ (米国) ブラッセル (ベルギー) バンコク (タイ) 上海 (中国)	----
・他社との提携		・業務提携	前回項目なし	エイクン工業	
組織資本	・開発から販売までの一貫体制	・開発拠点	横浜 蘇州 (中国)	----	
		・生産拠点	佐賀 セブ (フィリピン) 子会社のYSK	----	
		・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)	----	
	・開発力	・中核部品 (ろ材) の自社開発	特になし	----	
		・製品化技術	特になし	----	
	・ライン品と補給品の二部構成による販売	・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	----	
知的財産 ノウハウ	・フィルタの開発ノウハウの蓄積	・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%	56.6%	
		・フィルタ製品化技術の蓄積年数	約50年	----	
人的資本	経営陣	・二代目としての現社長の存在	・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%)	331,160株 (2.67%)
			・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)	214百万円 (4名) (うち山崎社長は109百万円)
	従業員	・企業風土	・従業員数	357名 (連結) 116名 (単体)	425名 (連結) 112名 (単体)
			・平均年齢	37.2歳 (単体)	38.2歳 (単体)
			・平均勤続年数	7.1年 (単体)	8.3年 (単体)
・インセンティブ	・従業員持株会	157,200株 (発行済株式数の1.26%)	172,300株 (発行済株式数の1.39%)		
	・ストックオプション	なし	----		

(注) 特に記載がない場合、KPIの数値は、前回は15/3期または15/3期末、今回は16/3期または16/3期末のもの  
 前回と変更ないものは----と表示  
 前回の数値のうち、株式数に関するものは、15年9月の1:2の株式分割考慮後の株式数で表示している  
 (出所) ヤマシンフィルタ有価証券報告書および決算説明会資料、会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

## > 決算概要

### ◆ 16年3月期は2度の下方修正を余儀なくされた期

16/3期は、売上高が9,458百万円(前期比11.6%減)、営業利益が407百万円(同53.2%減)、経常利益が349百万円(同58.0%減)、当期純利益が183百万円(同57.3%減)となった。

期初発表の16/3期会社計画に対する達成率は、売上高83.3%、営業利益48.8%、経常利益42.4%、当期純利益34.1%であった。会社計画は、16/3期中に2回下方修正され、15年10月の1回目の下方修正後会社計画に対する達成率は、売上高91.4%、営業利益77.4%、当期純利益55.9%となった。16年2月の2回目の下方修正後会社計画に対する達成率は、売上高100.6%、営業利益110.6%、当期純利益91.5%であり、大変厳しい期であった。

主力の建機用フィルタは前期比13.8%減となった。ライン品は、中国市場の低迷等の影響を受けて同18.0%減だった。さらに、外部環境の影響を比較的受けにくいとされた補給品も、顧客である建機メーカー各社の在庫調整の影響を受けて、同10.3%と振るわなかった。

一方、金額は小さいながらも、産業用フィルタは同5.4%増、プロセス用フィルタは同22.3%増となった。詳細の開示はないが、プロセス用フィルタには特需のような案件があった模様である。

所在地別には、中国が前期比21.4%減のほか、北米が同18.8%減、国内が同11.6%減、となった。それ以外では、アジアは同0.2%減、欧州は同2.6%増と他地域をカバーするだけの勢いはなく、全世界的に厳しい状況だった。

売上総利益率は42.1%と、前期の42.6%に比べて0.5ポイントの低下にとどまった。販売費及び一般管理費(以下、販管費)も、物流経費等の削減によって前期比で約1億円減少した。しかし、大幅減収の影響は大きく、営業利益率は4.3%まで低下した。

## > 期中の変化

注) Tier3(第3次排ガス規制)

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。規制はいくつかの段階に分かれ、地域ごとにいつまでどの段階の規制を導入するかの方針が打ち出されている。

### ◆ 三一重機への供給開始

16年1月に、中国最大の総合建機メーカーである三一集团有限公司(中国湖南省長沙市)のグループ企業で、油圧ショベル等を製造・販売する三一重機と商品供給について合意したことを公表した。同社にとっては、中国のローカルメーカーとの直接取引は初めてとなる。

供給されるのは、新車向けTier3(第3次排ガス規制)<sup>※</sup>向け二層式燃油フィルタと油圧用リターンフィルタであり、16年4月より商品供給が開始された。

◆ エイケン工業との業務提携

同社は16年2月に、自動車エンジンオイル用フィルタのメーカーであるエイケン工業(7265 東証 JQS)と業務提携に関して基本合意したと公表した。用途は異なるがフィルタを扱う両社だが、同社がフィルタのキーパーツ(ろ材等)に強みを持つのに対し、エイケン工業はキーパーツを格納する容器の加工に強みを持つと言われている。そのため、それぞれの技術的優位性を持ち寄ることで、今後両社の新製品開発に寄与することが期待される。また、同社の主力生産拠点がフィリピンのセブ島、エイケン工業は静岡県御前崎であり、生産能力を融通し合うことも視野に入っている模様である。

同社としては、この提携により、既存分野の生産性向上を図るほか、周辺分野の深耕を進める方針としている。

> 今後の業績見通し

◆ 17年3月期会社計画

17/3期の会社計画は、売上高8,670百万円(前期比8.3%減)、営業利益344百万円(同15.5%減)、経常利益286百万円(同18.0%減)、当期純利益181百万円(同1.7%減)である(図表11)。

【図表11】ヤマシンフィルタの17年3月期の業績計画および中期計画

(単位:百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期		18/3期		19/3期
	実績	実績	会社計画	前期比	中期計画	(前回)	中期計画
売上高	10,703	9,458	8,670	-8.3%	9,100	12,800	9,400
有価証券報告書記載							
建機用フィルタ	9,592	8,174	-	-	-	-	-
その他	1,111	1,284	-	-	-	-	-
説明会資料記載							
建機用フィルタ	9,479	8,167	7,420	-9.1%	-	-	-
ライン品	4,329	3,549	3,069	-13.5%	-	-	-
補給品	5,150	4,617	4,350	-5.8%	-	-	-
その他	1,224	1,291	1,250	-3.2%	-	-	-
産業用フィルタ	444	468	483	3.3%	-	-	-
プロセス用フィルタ	667	815	783	-4.0%	-	-	-
連結調整	112	6	-17	-	-	-	-
売上総利益	4,554	3,986	-	-	-	-	-
売上総利益率	42.6%	42.1%	-	-	-	-	-
営業利益	869	407	344	-15.5%	501	1,250	611
営業利益率	8.1%	4.3%	4.0%	-	5.5%	9.8%	6.5%
経常利益	830	349	286	-18.0%	-	-	-
経常利益率	7.8%	3.7%	3.3%	-	-	-	-
当期純利益	430	183	181	-1.7%	-	-	-
当期純利益率	4.0%	1.9%	2.1%	-	-	-	-

(注) 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  
 17/3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16/3期の数値との比較  
 18/3期以降の中期計画は売上高と営業利益率のみの開示。そのため営業利益額は売上高と営業利益率から算出  
 (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

建機用フィルタについては、前期比 9.1%減を見込んでいる。ライン品は同 13.5%減、補給品は同 5.8%減と、16/3 期と同じ流れを想定している。地域別の見通しは、16/3 期実績と同水準となっている(図表 12)。

【 図表 12 】 ヤマシンフィルタの地域別の市場見通しの前提

地域	15/3期	16/3期	16/3期	17/3期
	実績	期初段階での見通し	実績	期初段階での見通し
日本	堅調	堅調 →	軟調 ↓↓	軟調 →
中国	低迷	低迷 →	大幅な低迷 ↓	大幅な低迷 →
アジア・大洋州	低迷	低迷 →	大幅な低迷 ↓	大幅な低迷 →
北米	堅調	堅調 →	軟調 ↓↓	軟調 →
欧州	安定	安定 →	軟調 ↓	軟調 →

(注) 市況は、良い方から順に、大幅な回復>堅調>安定>軟調>低迷>大幅な低迷、の6段階で表現されている  
 矢印は前期との比較(上向きは改善、横向きは据え置き、下向きは悪化)、矢印の数は何段階変化したかをそれぞれ示す  
 (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

建機用フィルタ以外では、産業用フィルタは増収継続だが、プロセス用フィルタは減収に転じると想定している。これは、16/3 期に特需のような案件があり、その反動減を見込んでいるためである。

売上総利益と販管費についての数値の開示はないが、前期に引き続きコストダウン活動を行うとしている。製造原価については、生産の効率化とサプライチェーンの強化により約 1.9 億円、販管費についても営業経費や管理費の削減により約 1.5 億円削減すると想定している。その結果、営業利益率は 4.0%と、前期比 0.3%ポイントの低下に留まるものと同社は予想している。

株主還元に関して、17/3 期の 1 株あたりの配当金は、16/3 期と同水準の年 10 円(中間 5 円、期末 5 円)を予定している。また、16/3 期に新設した株主優待制度(100 株以上 1,000 株未満保有の株主に 500 円分、1,000 株以上保有の株主に 1,000 円分の QUO カード贈呈)は継続する予定である。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、16/3 期の実績を踏まえて、17/3 期以降の業績予想を見直すとともに、19/3 期の業績予想を新たに策定した。

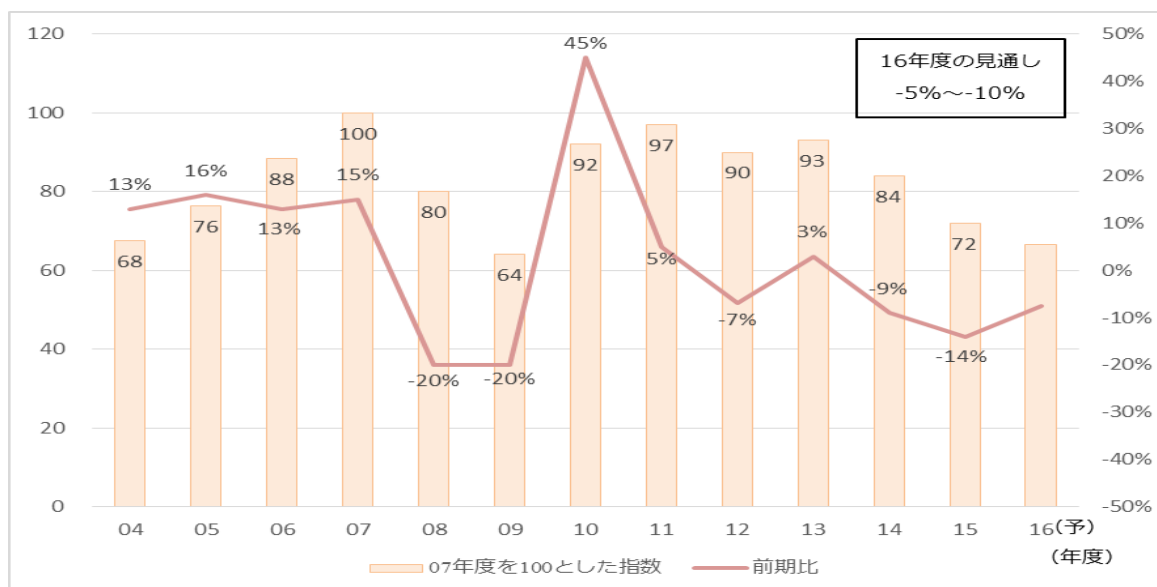


17/3 期は、売上高 8,750 百万円 (前期比 7.5%減)、営業利益 353 百万円 (同 13.2%減)、経常利益 296 百万円 (同 14.9%減)、当期純利益 187 百万円 (同 2.2%増) へ予想を修正した。売上高、利益とも会社計画を若干上回る水準とした (図表 14)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) 建機メーカーを取り巻く外部環境は依然厳しいという前提に基づき、建機用フィルタの売上高は前期比 8.2%減とした。当センターは建機メーカーのコマツ (6301 東証一部) が公表する主要 7 建機の需要推移を外部環境の判断のために参照しているが、それによると、16 年度の需要は前期比 5~10%という見通しとなっている (図表 13)。

【 図表 13 】 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

(2) 建機フィルタ以外の売上高は、産業用フィルタが前期比 2.5%増、プロセス用フィルタが同 5.6%減とした。

(3) 売上総利益率は 16/3 期の 42.1%に対し、17/3 期は 42.3%と若干上昇するものとした。また、販管費は前期より約 2.3 億円減少の 33.5 億円とした。売上高減少に伴う変動費の減少に加え、原価、販管費の両面において、継続的なコストダウンの効果が発現するものと想定した。その結果、営業利益率は 4.0%と、減収環境の下で前期比 0.3%ポイントの低下に留まるものと予想した。

18/3 期以降は、建機用フィルタの回復と、建機用フィルタ以外の緩やかな成長を要因として、年 5% 台の増収に転じると予想した。また、継続的なコストダウンによって、売上総利益率が毎年若干上昇すること、販管費の増加が抑制されることを想定して、営業利益率は 19/3 期の 6.5% まで回復するものと予想した。

【 図表 14 】証券リサーチセンターの業績等の予想 (損益計算書) (単位：百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期CE	18/3期CE (中計)	19/3期CE (中計)	17/3期E	17/3期E (前回)	18/3期E	18/3期E (前回)	19/3期E
<b>損益計算書</b>											
売上高	10,530	10,703	9,458	8,670	9,100	9,400	8,750	11,450	9,210	11,864	9,681
前期比	15.9%	1.6%	-11.6%	-8.3%	5.0%	3.3%	-7.5%	13.1%	5.3%	3.6%	5.1%
<b>事業別</b>											
建機用フィルタ	9,388	9,592	8,174	-	-	-	7,500	10,260	7,920	10,654	8,351
その他(建機用フィルタ以外)	1,142	1,111	1,284	-	-	-	1,250	1,190	1,290	1,210	1,330
産業用フィルタ	427	444	468	-	-	-	480	520	500	540	520
プロセス用フィルタ	714	667	815	-	-	-	770	670	790	670	810
<b>地域別</b>											
日本	5,521	5,525	4,885	-	-	-	-	-	-	-	-
アジア	2,329	1,924	1,593	-	-	-	-	-	-	-	-
米国	1,700	2,026	1,722	-	-	-	-	-	-	-	-
その他	979	1,225	1,257	-	-	-	-	-	-	-	-
売上総利益	4,440	4,554	3,986	-	-	-	3,701	4,843	3,905	5,054	4,114
前期比	21.0%	2.6%	-12.5%	-	-	-	-7.1%	14.0%	5.5%	4.4%	5.4%
売上総利益率	42.2%	42.6%	42.1%	-	-	-	42.3%	42.3%	42.4%	42.6%	42.5%
販売費及び一般管理費	3,730	3,685	3,578	-	-	-	3,347	3,985	3,408	4,103	3,488
販管費率	35.4%	34.4%	37.8%	-	-	-	38.3%	34.8%	37.0%	34.6%	36.0%
営業利益	710	869	407	344	500	611	353	858	497	950	625
前期比	-	22.5%	-53.2%	-15.5%	45.5%	22.1%	-13.2%	63.4%	40.6%	10.7%	25.9%
営業利益率	6.7%	8.1%	4.3%	4.0%	5.5%	6.5%	4.0%	7.5%	5.4%	8.0%	6.5%
経常利益	709	830	349	286	-	-	296	839	444	935	574
前期比	-	17.0%	-58.0%	-18.1%	-	-	-14.9%	67.1%	49.5%	11.4%	29.4%
経常利益率	6.7%	7.8%	3.7%	3.3%	-	-	3.4%	7.3%	4.8%	7.9%	5.9%
当期純利益	336	430	183	181	-	-	187	548	281	611	363
前期比	-	27.9%	-57.3%	-1.6%	-	-	2.2%	67.1%	49.5%	11.5%	29.4%
当期純利益率	3.2%	4.0%	1.9%	2.1%	-	-	2.1%	4.8%	3.1%	5.2%	3.8%

(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 15 】証券リサーチセンターの業績等の予想 (貸借対照表・キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期CE	18/3期CE (中計)	19/3期CE (中計)	17/3期E	17/3期E (前回)	18/3期E	18/3期E (前回)	19/3期E
<b>貸借対照表</b>											
現預金	2,810	2,645	3,806	-	-	-	3,294	2,376	2,976	3,648	2,911
売掛金および受取手形	2,151	2,464	1,880	-	-	-	1,954	2,810	2,082	2,130	2,161
棚卸資産	1,415	1,765	1,465	-	-	-	1,411	2,055	1,464	1,389	1,558
その他	313	509	452	-	-	-	500	600	500	650	500
流動資産	6,690	7,384	7,604	-	-	-	7,161	7,842	7,023	7,818	7,131
有形固定資産	1,557	1,456	1,322	-	-	-	1,299	1,245	1,299	1,140	1,299
無形固定資産	169	164	97	-	-	-	325	155	230	150	135
投資その他の資産	217	341	499	-	-	-	499	360	499	370	499
固定資産	1,944	1,963	1,919	-	-	-	2,123	1,760	2,028	1,660	1,933
資産合計	8,635	9,347	9,523	-	-	-	9,284	9,603	9,052	9,478	9,065
買掛金および支払手形	964	1,066	796	-	-	-	833	1,314	856	896	893
短期借入金	300	0	0	-	-	-	0	0	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	300	300	300	-	-	-	300	300	150	150	0
1年内償還予定の社債	30	0	200	-	-	-	200	0	200	0	200
未払金	422	245	151	-	-	-	236	309	248	320	261
未払法人税等	147	37	38	-	-	-	27	-	40	-	52
その他	267	244	217	-	-	-	235	235	235	230	235
流動負債	2,432	1,893	1,704	-	-	-	1,832	1,849	1,731	1,276	1,642
長期借入金	1,050	750	450	-	-	-	150	150	0	0	0
社債	0	0	800	-	-	-	600	0	400	0	200
その他	300	352	367	-	-	-	375	375	375	375	375
固定負債	1,350	1,102	1,617	-	-	-	1,125	525	775	375	575
純資産合計	4,852	6,351	6,201	-	-	-	6,327	7,229	6,546	7,827	6,847
(自己資本)	4,852	6,351	6,201	-	-	-	6,327	7,229	6,546	7,827	6,847
(少数株主持分及び新株予約権)	0	0	0	-	-	-	0	0	0	0	0
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>											
税金等調整前当期純利益	571	712	361	-	-	-	296	839	444	935	574
減価償却費	466	407	393	-	-	-	325	348	378	318	378
売上債権の増減額 (ーは増加)	-223	-233	539	-	-	-	-74	-727	-127	680	-79
棚卸資産の増減額 (ーは増加)	-173	-315	272	-	-	-	53	-660	-53	665	-93
仕入債務の増減額 (ーは減少)	96	89	-236	-	-	-	37	495	22	-418	37
法人税等の支払額	-175	-338	195	-	-	-	-120	-290	-149	-323	-198
その他	133	-212	-293	-	-	-	61	-19	12	-43	12
営業活動によるキャッシュ・フロー	694	111	1,232	-	-	-	580	-13	526	1,813	630
有形固定資産の取得による支出	-193	-280	-229	-	-	-	-229	-200	-253	-200	-253
有形固定資産の売却による収入	288	1	1	-	-	-	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-26	-30	-26	-	-	-	-300	-30	-30	-30	-30
その他	57	-301	-296	-	-	-	0	-100	0	-100	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	126	-611	-551	-	-	-	-529	-330	-283	-330	-283
短期借入金の増減額 (ーは減少)	-1,500	-300	0	-	-	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (ーは減少)	1,283	-300	-300	-	-	-	-300	-300	-300	-150	-150
社債の増減額 (ーは減少)	-160	-30	989	-	-	-	-200	0	-200	0	-200
株式の発行による収入 (上場費用控除)	0	948	0	-	-	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-40	-67	-180	-	-	-	-62	-62	-62	-62	-62
その他	-28	-1	-46	-	-	-	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-445	249	463	-	-	-	-562	-362	-562	-212	-412
現金及び現金同等物の増減額 (ーは減少)	441	-165	1,060	-	-	-	-511	-706	-318	1,271	-64
現金及び現金同等物の期首残高	2,369	2,810	2,645	-	-	-	3,706	3,082	3,194	2,376	2,876
現金及び現金同等物の期末残高	2,810	2,645	3,706	-	-	-	3,194	2,376	2,876	3,648	2,811

(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

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あると考えられる。

### ◆ 自然災害の影響の可能性

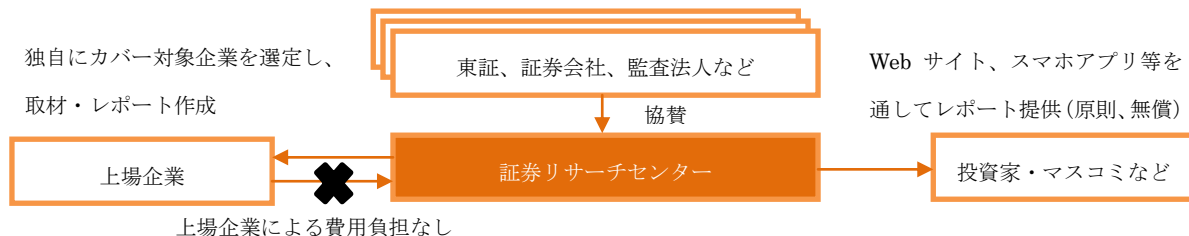
13/3 期の経常赤字転落の主因は、洪水によりタイのアユタヤの生産拠点が被災したことであった。現在、生産拠点は、国内では佐賀、海外ではフィリピンのセブの2カ所で、どちらも台風が多い地域である。そのため、水害等の自然災害等で生産の一時停止などが発生した場合には、業績に大きく影響する可能性があることに留意したい。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を15年10月30日より開始いたしました。

同社は16年3月31日に東証一部に市場変更いたしました。新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

### 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

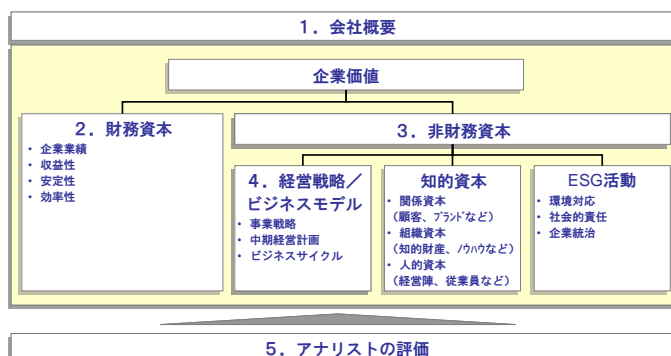
### 本レポートの構成

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と、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。