

株式会社キトー

(6409 東証一部))

発行日 2013 年 9 月 9 日

営業レバレッジ効果で増収率を上回る増益率が期待

ホイスト、クレーン市場におけるグローバルリーダー

主力製品は、モノを持ち上げ、運び、固定するマテリアルハンドリングの現場で利用されるチェンブロック、レバブロック、チェンホイスト、ワイヤーロープホイスト、クレーン等である。建設現場、工場内・構内作業等で利用。日本で 6 割と圧倒的シェア。米国、中国でも業界リーダー。

高品質セグメントで競争優位性構築

当社は 1932 年の創業以来、安全性や生産性の向上を求めるお客様の要望に、高次元で応えてきた。「安全」「長持ち」「使い易さ」において顧客の期待を上回る高品質の製品・サービスを、コスト制約を乗り越えて提供し、信頼性の高い、高品質製品で明確な差別化を確立し、代理店網を通じた強固な顧客関係を築いてきた。日、米、中のホイスト市場で、M&A 等も活用し強固なポジションを築いている。業界リーダー的ポジションを築けば、漸進的な技術革新と相まって、競争優位性が強化され長期的に高収益性を享受できるビジネスモデルを推進している。日、米、中での成功モデルをグローバルに実現することを推進している。

営業レバレッジ効果により増収率を上回る増益率が持続

公共投資、設備投資、建設、設備稼働率拡大、インフラメンテナンス投資により需要拡大。産業高度化により精密で高品質な当社製品に対する需要がグローバルに拡大。日、米、中でのシェアアップ、新興工業国で販売店網・生産拠点等の基盤づくりを展開。品ぞろえ・サービス拡充を推進。営業レバレッジ効果により過去 3 期連続で増収率を大幅に上回る増益率を達成。固定費を抑制しながら拡大する戦略を推進しており今後も営業レバレッジ効果により増収率を上回る増益率が期待。円安も増益率アップに寄与。中期経営計画目標 2015 年度売上 580 億円、営業利益 70 億円については、特に営業利益は達成圏内であるとみる。

ベーシックレポート

ジェイ・フェニックス・リサーチ(株)

宮下修、CFA

会 社	概 要
所 在 地	山梨県
代 表 者	鬼頭 芳雄
設 立 年 月	1932 年 11 月
資 本 金	3,976 百万円
上 場 日	2007 年 8 月 9 日
U R L	www.kito.co.jp
業 種	機械
従 業 員 数	連結 1898 名 単体 633 名
要 指 標 2013/9/9 現 在	
株 価	1,467 円
5 2 週 高 値	1,937 円
5 2 週 安 値	597 円
発行済株式数	13,524,100 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	18,953 百万円
会社予想配当	30 円
会社予想 EPS	147 円
予 想 P E R	10.0x
実 績 B P S	1,406 円
実 績 P B R	1.04x

業績動向	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 %	当期純利 百万円	前期比 %	EPS 円	株価 円	円 高値	円 安値
2011/3 実績	28,095	17.4%	1,119	156.1%	885	87.9%	423	246.7%	35	1,209	560	
2012/3 実績	33,282	18.5%	1,658	48.2%	1,572	77.6%	662	156.5%	51	770	505	
2013/3 実績	35,501	6.7%	2,510	51.4%	2,440	175.7%	1,023	54.5%	79	1,029	535	
2012/4-6 実績	7,430	12.7%	139	黒転	30	黒転	-59	赤字化	-5	721	535	
2013/4-6 実績	7,996	7.6%	360	159.0%	420	1300.0%	230	黒転	18	1,937	910	
2014/3 会社予想 (2013 年 5 月発表)	42,000	18.3%	3,600	43.4%	3,300	35.2%	1,900	85.7%	147	—	—	

1/29

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ディー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

会社概要

会社概要

- 1932 年創業
- 高品質ホイスト市場で強み
- 1990 年以降海外進出本格化
- 2003 年非上場化で経営改革
- 真のグローバル No.1 のホイストメーカーを目指す

沿革

■高品質ホイスト市場でグローバルリーダー

1932 年創業の当社は、高品質ホイスト市場で安定供給力、全国代理店網整備による販売力、アフターサービス力等を確立し、日本で業界リーダーとなった。国内市場成熟化を背景に、1990 年以降、米国、中国を始めに世界市場に本格的に進出したが、景気悪化にともなって業績が悪化した。海外の成長機会を十分に享受できない中で、JASDAQ 市場上場企業の当社は、2003 年に米国投資ファンド カーライル・グループの資本受入により非上場化し経営改革を推進した。過大な有利子負債返済、ノンコア事業である物流システム事業譲渡、海外子会社経営陣の強化を推進し、業績回復を達成し、2007 年に東証一部に再上場を果たした。「真のグローバル No.1 のホイストメーカー」となることを経営ビジョンに掲げ、売上 1,000 億円達成の基盤づくりとして、「成熟市場(日本・北米・西欧)」と「成長市場(中国・アジア・ロシア等)」毎にエリア戦略を推進している。

1932 年	東京・大森に「鬼頭製作所」を創立。
1970 年	社名を「株式会社キトー」に改称。
1983 年	本社工場を川崎市から山梨県・昭和町に移転。
1990 年	Harrington Hoists Inc.(米国)設立。
1992 年	東京本社ビル(渋谷区代々木)竣工。
1993 年	KITO Canada Inc.(カナダ)設立。
1995 年	江陰キトー起重機械有限公司(中国)設立。
1996 年	KITO Philippines Inc.(フィリピン)設立。
1997 年	SIAM KITO CO., LTD.(タイ)設立。
2003 年	米国投資ファンド カーライル・グループの資本受入。
2004 年	上海凱道貿易有限公司(中国)設立。 物流システム事業譲渡。
2005 年	東京本社を渋谷区から新宿区の東京オペラシティビル内に移転。 江陰凱澄起重機械有限公司(中国)新工場竣工。
2006 年	KITO Europe GmbH(ドイツ)を設立。
2007 年	東京証券取引所市場第一部に上場。
2008 年	SIAM KITO CO.,LTD.(タイ)の新工場を竣工・全面移転。 KITO Korea CO., LTD.(韓国)を設立。
2010 年	Konercranes PLC(本社:フィンランド)との業務・資本提携契約を締結。 Armsel MHE Pvt. Ltd.(本社:インド)の全株式を譲受する、株式譲渡契約を締結。 カーライル・グループ保有株の売却。
2011 年	東京本社を新宿区の東京オペラシティビルから同区内の新宿 NS ビル内に移転。

ビジネスモデルの特色

企業理念を軸とした
事業戦略

- 「安全」「長持ち」「使い易さ」を、コスト制約を乗り越えて提供
- お客様に期待を上回る感動を提供
- 日本、米国、中国でリーダー的ポジション
- 現状は世界シェア 1 割弱
- 世界シェア 2 割が将来のターゲット

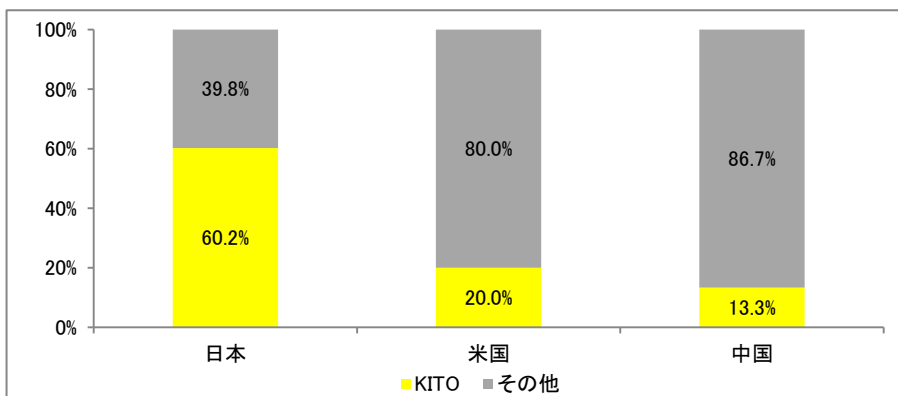
■企業理念を軸とした事業戦略構築

当社は、企業理念として以下を挙げている。

- キトーの使命 ～ すべてのお客様に満足と感動を
- キトーにおける革新 ～ 不断の改革と高い目標へのチャレンジ
- キトーの品質 ～ すべての社員の念（おも）いこめて
- キトー（らしさ）の基本 ～ 誠実、正直、誇り、感謝

当社は、企業理念を製品・サービスの提供を通じて実現することを軸に製品戦略、地域戦略、生産戦略等を展開してきた。主力のチェーンブロック、レバールック、チェーンホイスト、ワイヤーロープホイスト、クレーンにおいて、「安全」「長持ち」「使い易さ」を、コスト制約を乗り越えて提供し、お客さまに、期待を上回る感動を与えることで、日本、米国、中国でリーダー的ポジションを築いてきた（図表 1）。グローバルに見てホイスト、クレーン市場は後述する当社を含めたグローバル 4 社プラスアルファとみると 5,000 億円程度であるが、その中で当社は 1 割弱のシェアを確保している。長期的に 2 割シェア 1,000 億円の売上高を目指している。

図表 1: 当社の日米中におけるホイスト市場のシェア



（出所）会社ヒアリングより JPR 作成。

注）米国 2012 年、中国は 2010 年、日本は 2012 年度米国。日本の対象製品は、レバールック、手動チェーンブロック、電動チェーンブロック。中国は、レバールック、手動チェーンブロック、電動チェーンブロックおよびワイヤーロープホイスト

■グローバルリーダー実現のための三つのコンセプトと三つの差別化戦略

当社の戦略の骨子をまとめると以下のようになる。

高品質製品・サービスを評価する顧客をターゲットに価格性能比で差別化し、高品質ホイスト市場をセグメント化して、その中で長期的に圧倒的競争優位性を日米中にとどまらず、グローバルに確立すること

以上を実現するために企業理念を体現する三つの製品・サービスコンセプトとして「安全」「長持ち」「使い易さ」を重視している。また、それらの製品・サービスコンセプトを基盤に、差別化戦略としては、「チェーン製品の差別化」「電動製品の差別化」「サービスの差別化」の三つを推進している。また、グローバル市場展開においては、迅速な市場浸透を図るうえで、M&A 戦略を積極的に推進している。

長期的戦略の骨子

- 高品質製品・サービスを評価する顧客をターゲット、価格性能比で差別化した製品・サービス提供
- 高品質ホイスト市場をセグメント化

企業理念を具現化した 三つの製品・サービス コンセプト

- 「チェーン製品の差別化」「電動製品の差別化」「サービスの差別化」の三つを推進

- 顧客のホイストに対する期待を上回る「安全」「長持ち」「使い易さ」

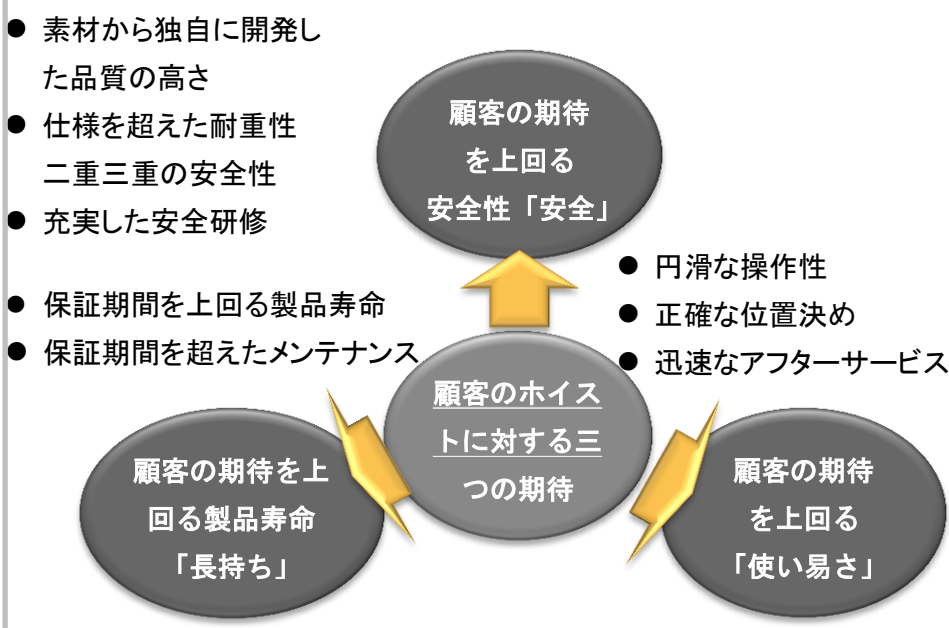
三つの差別化戦略

- 第一の差別化: チェーン製品の差別化
- 第二の差別化: 電動製品の差別化
- 第三の差別化: サービスの差別化

■三つの視点で顧客の期待を上回る価値を提供

「安全」においては、①素材から独自に開発した品質の高さ、②仕様を超えた耐重性、二重三重の安全性、③充実した安全教育を重視している。「長持ち」においては、①保証期間を上回る製品寿命、②保証期間を超えたメンテナンス、を提供している。「使い易さ」においては、①円滑な操作性、②正確な位置決め、③迅速なアフターサービス、を重視している。

図表 2: 企業理念を具現化した製品・サービスコンセプト



(出所)ヒアリングに基づき JPR 作成

■シェアアップ・市場浸透のための三つの差別化戦略

第一の差別化: チェーン製品の差別化: 素材から作り上げることで高耐重・高寿命・高品質製品を開発。正確な機構メカニズムによる使い易さ、耐久性向上を追求する。作業効率向上のために、無負荷状態で高速に巻き戻しをする機構を世界で初めて導入するなど、技術革新においても業界最先端をリードしてきた。

第二の差別化: 電動製品の差別化: インバーター制御等の高機能メカニズムによる正確性、操作性向上を追求する。精密な位置決めに必要な半導体や、最先端精密工業における製造工程において当社製品の信頼性は高い。

第三の差別化: サービスの差別化: 安全性教育、研修、クイックデリバリー、長期製品保証、品質保証等のサービスの充実による顧客満足度向上である。

以上の三つの戦略を市場環境に合わせて、複合的に展開し、顧客との強固な信頼関係を築き、高品質ホイスト市場をセグメント化して、その中で長期的に圧倒的競争優位性を築いていく。クイックデリバリーは、グローバルには在庫で対応してきたが今後は新興国を中心に地産地消体制で対応する。

進出先地域の事情に応じた柔軟な戦略展開

- 米国市場はサービスの差別化で市場浸透

柔軟な M&A 戦略

- M&A を利用して海外市場進出、経営資源補強を加速

主要製品群 用途・成長ドライバー

- 成長ドライバーは先進工業化・産業活動・設備建設投資
- インフラメンテナンスの拡大は当社製品への需要拡大へ

■進出先地域の事情に応じた柔軟な戦略展開姿勢

第一～第三の戦略の展開は、事業環境、競合環境によって柔軟に進めている。1990 年台に Harrington Hoists Inc. (米国) 買収により本格化した米国進出では、まずは、第三のサービスの差別化、特にクイックデリバリーにより顧客からの製品品質について認識してもらう機会を得て、その上で第一のチェーン製品の差別化、第二の電動製品の差別化により顧客の信頼を得て、徐々に拡大し業界リーダーの地位を確立してきた。中国も基本的には、第三の差別化を中心に市場シェアを拡大してきた。一方東南アジアにおいては、日系企業の進出先を中心に、第一、第二の差別化により市場浸透を図っている。

■ポジション強化のための柔軟な資本提携・M&A 戦略

当社は、①先進工業地域における業界リーダーのポジションの維持強化、②新興工業地域における市場浸透、をめざし積極的に資本提携・M&A 戦略を推進してきた。米国、中国も買収や資本提携により進出が本格化した。2010 年 3 月には、当社グループは、品ぞろえの拡充を図り総合ホイストメーカーとなるために、クレーン製品の世界最大手の総合クレーンメーカー「Konecranes Plc 社」との業務・資本提携を行った。Konecranes 社のクレーンでの強みと当社の高品質ホイストの強みを組み合わせることで、グローバルに、ワンストップで幅広い高度なマテリアルハンドリングニーズに対応可能となった。新興工業地域においては、ホイストとクレーンをセットで提供するターンキーニーズが強いため、クレーンを拡充することでそうしたニーズに対応して市場浸透を図ることができる。2010 年には、クレーン製造中堅会社 Armsel MHE Pvt. Ltd. (本社：インド) を買収した。今後も新興国においては M&A を積極的に推進していく方針である。

■商品群と用途：成長ドライバーは先進工業化・産業活動拡大・設備建設投資

当社の商品は、図表 3 に示したように多岐にわたる。主要製品は、①手動チェーンブロック、②レバーブロック、③電動チェーンブロック、④ワイヤーロープホイストの四つである。主力製品群はあらゆるマテリアルハンドリングの現場で利用されている。単独での利用に加えクレーンの荷役装置としても利用されている。公共投資拡大、設備投資拡大、建設拡大、設備稼働率拡大、インフラメンテナンスの拡大が成長ドライバーとなる。また、そのほかにもコンサート会場における各種設備の設置やホテルの厨房での作業にも利用されるなど、モノを持ち上げ、運び、固定するあらゆる作業に利用されている。産業高度化により精密で高品質な製品に対する需要が拡大すると当社の高品質製品への需要が拡大する。世界的な工業化は当社にとって長期的に追い風である。また、国内における復興需要や、インフラメンテナンス需要、建設投資の拡大も当社製品需要を拡大させることになるため、足元の市場環境は良好である。

■ 手動チェーンブロック



■ レバーブロック



■ 電動チェーンブロック



■ 電動ワイヤーホイスト



図表 3: 当社の製品群

取扱製品の分類	手動製品	電動製品	クレーン、その他
標準製品 顧客の一般的なニーズに対応した規格製品 売上シェア: 73%	手動チェーンブロック レバーブロック	電気チェーンブロック ロープホイスト	スリング製品 サドル・クレーンコンポーネント
特殊製品 顧客の様々なニーズに合わせてオリジナル設計・製作した製品 売上シェア: 19%	手動チェーンブロック (100t)	ライトクレーン 天井走行クレーン	システムクレーン マニピュレータ
その他 アフターサービス等 売上シェア: 8%	各種部品の提供、メンテナンス等		

(出所) 会社説明会資料より抜粋。

図表 4: 当社の主力 4 製品の詳細

手動	手動チェーンブロック	レバーブロック
	● 日米で業界リーディングポジション ● 先端に荷物つり下げ用フックを備えたチェーンを鎖車に巻き掛けた手動簡便な荷役装置。 ● 主な用途: 土木作業、建設作業、野外鉱山作業 ● 成長ドライバー: 公共投資、各種民間設備投資、インフラメンテナンス拡大	● 日米で業界リーディングポジション ● 荷物や作業対象物を安定的に固定するための装置 ● 主な用途: 土木作業、建設作業、野外鉱山作業、物流 ● 成長ドライバー: 公共投資、各種民間設備投資、インフラメンテナンス拡大、物量拡大
電動	電動チェーンブロック	ワイヤーロープホイスト
	● 日米で業界リーディングポジション ● 電気で動くチェーンブロック。手元のスイッチで操作。荷役から離れていても操作が可能 ● 主な用途: 工場内作業・構内マテリアルハンドリング ● 成長ドライバー: 各種民間設備投資、製造業設備稼働率向上	● 中国で業界リーダー ● ドラムでワイヤーを巻き取ることで荷役。大容量作業が容易、主に大型施設で利用 ● 主な用途: 工場内作業・構内マテリアルハンドリング ● 成長ドライバー: 各種民間設備投資、製造業設備稼働率向上

(出所) 会社ヒアリングより JPR 作成。

財務的特色

- 為替変動に大きく左右される業績
- 円ドルレート 1 円円安で約 8000 万円の増益

■ 為替変動に大きく左右される業績

当社の収益構造上、米国の売上原価は日本からの輸出が大半であるため、ドル円為替レートに米国のドルベース売上の変動が売上総利益に大きな影響を与える。米国の売上高は 100 億円近くあり、会社側の説明によれば、1 円の円安で約 8,000 万円の増益要因となる。2014 年 3 月期は 90 円を想定レートとしているが、2013 年 3 月期の想定レート 83.1 円と比較すると約 7 円円安である。また、9 月 6 日時点での為替レートは 99.99 円であり、2013 年 3 月期と比較すると約 17 円円安である。それぞれの為替レートによる増益効果は 552 百万円、1,351 百万円と推計される。

図表 5: 為替レートの影響

	2014 年 3 月期 想定為替レート	9 月 6 日の為替レート
	90 円	99.99 円
2013 年 3 月期 83.1 円ドルレートとの差	6.9 円	16.89 円
1 円の増益効果 百万円	552	1,378

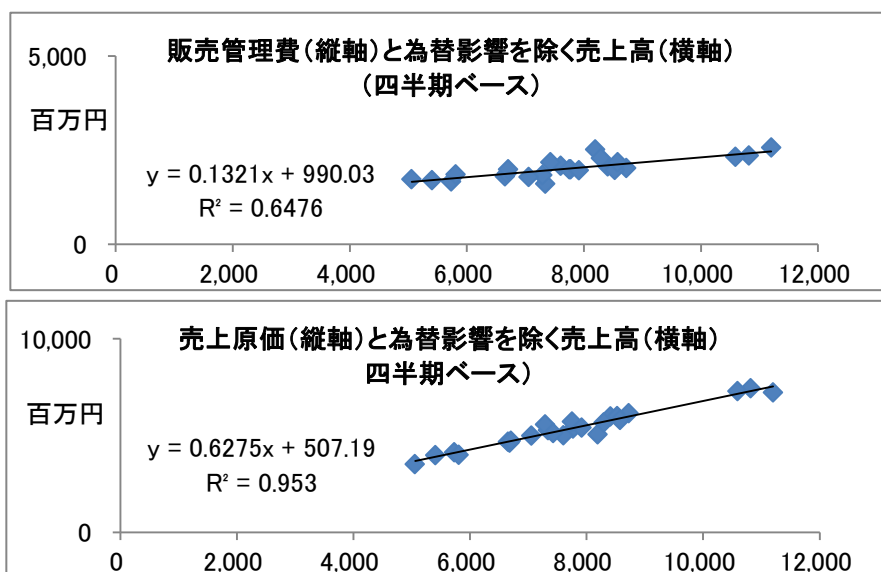
(出所) 想定為替レートは会社説明会資料より。為替レートは日本銀行金融市場局外国為替市況の中心相場。1 円の増益効果は会社側のコメントより。

- 極めて明確な変動費・固定費構造

■ 過去の実績から統計的に説明力の高い変動費・固定費構造が推計

2013 年 3 月期為替レート換算で四半期ごとの売上高を円換算で算出し、四半期ごとの売上原価、販売管理費の XY グラフを算出したのが以下の図表 6 である。

図表 6: 販売管理費・売上原価と売上高の関係



(出所) 決算短信等データより JPR 作成

■ 変動費比率、固定費が推計可能

■ 営業レバレッジ効果で売上増により利益率改善

極めて大きい営業レバレッジ効果と為替効果

■ 追加的な固定費を必要としない、生産効率化等で売上拡大を実現

■ 今後も営業レバレッジ効果によるアップサイドが期待

それぞれ一次回帰すると、販売管理費は、係数は 13.2%、切片は 990 百万円、売上原価は、係数は 62.7%、切片は 507 百万円となる。決定係数はそれぞれ 0.64、0.95 と非常に高い説明力を示している。二つの係数と切片を足した数 75.96%、1,497 百万円(年間換算 5,988 百万円)は、それぞれ変動費比率、固定費として推計できる。なお、変動費の中には固定費の変動も含まれているため、通常の変動費よりも多くなっていると考えられる。また、1 マイナス変動費比率、24.04%は限界利益率となる。この計算の過程で変動費が多く見積もられているため実際の限界利益率よりは少ない。ただし、これらの統計学的な説明力は極めて高いため、今後の増益率を占う指針となりうる。推計限界利益率で固定費を割った値は理論的な損益分岐点となるが約 250 億円と推計できる。損益分岐点を超えると増収率を増益率が上回るようになるが、250 億円の売上高を上回った 2011 年 3 月期以降、増収率は 17.4%、18.5%、6.7%、営業利益の増益率は、156.1%、48.2%、51.4%と増収率をはるかに上回っている。

■ 営業レバレッジ効果と為替効果の複合効果

回帰分析で推計した固定費をベースに、現状維持、5%増、10%増で、営業レバレッジ効果を試算した結果が図表 7 である。今期会社計画では営業利益は、3,600 百万円であるが、固定費が増加しなければ営業利益は 4,796 百万円までアップサイドがある(太字参照)当社は 2016 年 3 月期において売上高 58,000 百万円、営業利益 7,000 百万円を目標としているが、仮に固定費が現状維持の場合で為替レートが 1ドル 90 円の場合、売上高 55,000 百万円で、営業利益 7,000 百万円が達成できる(太字斜字参照)会社の方針としては追加的な固定費をさほど必要としない生産効率化等で売上拡大を目指しており営業レバレッジ効果が期待できる。

図表 7: 営業レバレッジ効果と為替効果を換算した営業利益推計

(単位: 百万円)

営業利益の推計値 (灰色の網掛のセル) 為替効果含む			1ドル 90 円を前提とした売上高				
			2014/3 会社計画				2016/03 会社目標
			42,000	45,000	50,000	55,000	58,000
推計 固定費	現状維持	5,988	4,796	5,517	6,719	7,921	8,642
	5%増	6,287	4,497	5,218	6,420	7,622	8,343
	10%増	6,587	4,197	4,918	6,120	7,322	8,044
営業利益の推計値 (灰色の網掛のセル) 為替効果含まない 営業レバレッジ効果のみ			1ドル 83.1 円を前提とした売上高(為替利益除く)				
			41,095	44,095	49,095	54,095	57,095
推計 固定費	現状維持	5,988	3,891	4,613	5,815	7,017	7,738
	5%増	6,287	3,592	4,313	5,515	6,717	7,438
	10%増	6,587	3,293	4,014	5,216	6,418	7,139

(注) 90 円の為替による増益効果推計方法: ①2014 年 3 月期、米国市場売上高会社計画値 11,800 百万円、②1ドル 90 円による 11,800 百万円のドル換算値=131.11 百万円、③131.11 百万ドルの 1ドル 83.1 円レートによる円換算値 10,895 百万円、①マイナス③=11,800 百万円マイナス 10,895 百万円=905 百万円=為替による利益上乗せ効果(出所) JPR

成長戦略

成長戦略の概要

- 四つの視点で戦略展開、M&A で戦略実現の加速を狙う
- 地域戦略：先進工業地域と新興工業地域で異なる戦略推進
- 製品戦略：基本機能維持しつつコストダウン、品揃え拡充
- 生産戦略：既存設備最大活用、地産地消
- 推進戦略：地域と機能のマトリックス組織、人材強化、KITOWay の浸透

①地域戦略

- 先進工業地域：さらなる高機能化・高付加価値化・品揃え拡充サービス多様化により深化させ、シェアアップにより成長を追求
- 新興工業地域：ターンキーニーズ対応、流通網構築で市場浸透推進

■四つの視点で戦略展開、M&A で戦略実現の加速を狙う

当社は、中期経営計画において、「真のグローバル No.1 イストメーカー」になることを経営ビジョンとして掲げ、2016 年 3 月期において売上高 58,000 百万円、営業利益 7,000 億円、営業利益率 12%の達成を目指している。戦略は、地域戦略、製品戦略、生産戦略、推進戦略の四つに分類されている。それぞれの骨子は図表 8 にまとめられる。

図表 8: 当社の4戦略の詳細

①地域戦略	②製品戦略
● 日、米、中：さらなる高機能化、製品ラインナップ・サービス拡充・供給力強化によりシェア拡大 ● アジア：クレーンを含めた総合的なサービスとダイレクトアクセスで市場浸透実現へ ● その他：成長機会にフォーカスして市場浸透	● 基幹製品の機能・性能の棚卸を行い、基本機能を維持しつつコストダウン追求。 ● ワイヤロープホイストのグローバル展開 ● クレーンコンポーネントの拡充（ガーダー、サドルなど） ● 提案力・サービス拡充、シナジー製品開拓
③生産戦略	④推進戦略
● 既存の生産設備の最大限活用 ● 地産地消戦略推進 ● 製品ラインナップ拡充への対応	● 地域と機能（製品、生産）のマトリックス組織を構築、グループ内外から人材登用と評価制度を実践 ● 企業理念、行動指針、価値観、ならびに業務プロセスを含め KITOWay を浸透

（出所）ヒアリング、会社説明会資料等より JPR 作成。

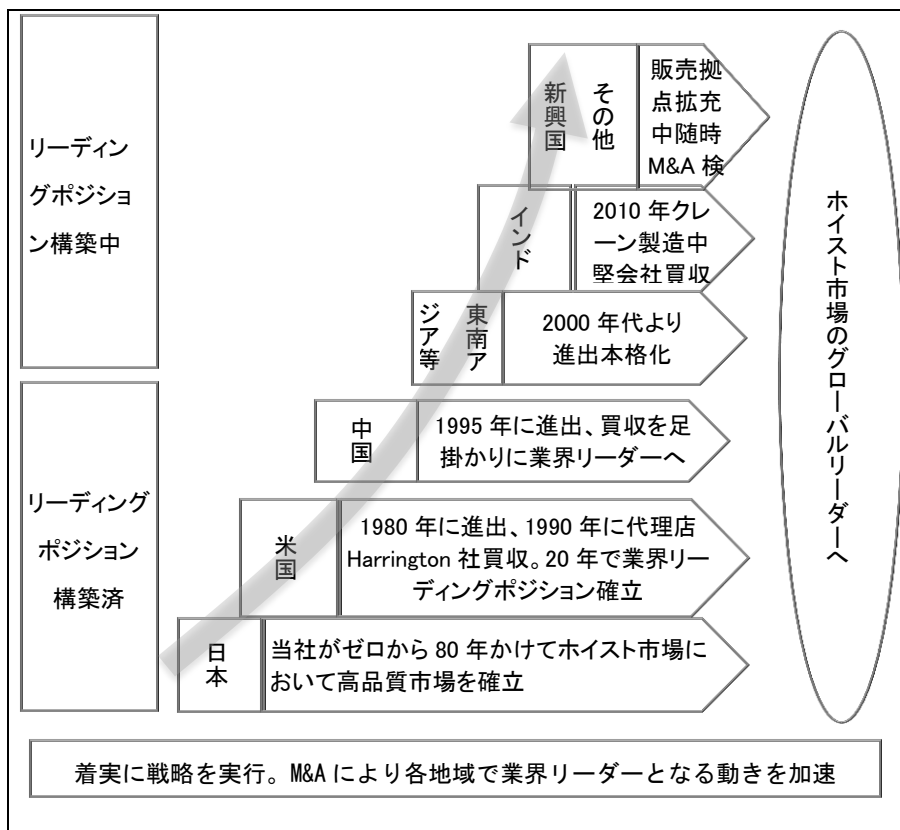
■地域戦略：地域事情および産業発展の度合いに応じた戦略策定と遂行

先進工業地域（日本、米国、欧州、中国沿岸部）においては、市場自体の成長が穏やかだったとしても、さらなる高機能化・高付加価値化や、品揃え拡充、サービス多様化により深化させ、シェアアップにより成長を追求する。

新興工業地域では、高度工業化における当社の高品質製品のニーズは発展途上であり、基本的な製品の品ぞろえの提供や、ターンキーへのニーズが強い。そのため、ホイストに加え、クレーンコンポーネントをすべて提供することで、ターンキーニーズにこたえる戦略を追求している。また、流通網が未整備なため自ら直販する体制で顧客アクセスを構築するのが基本戦略である。以上の動きを加速させるために、各国での M&A に対して意欲的に取り組んでいる。以上の戦略をイメージすると図表 9 のようになろう。

- 着実に各市場で業界リーディングポジションを構築中

図表 9: 各市場におけるポジション構築状況



(出所)会社ヒアリング等をもとに JPR 作成

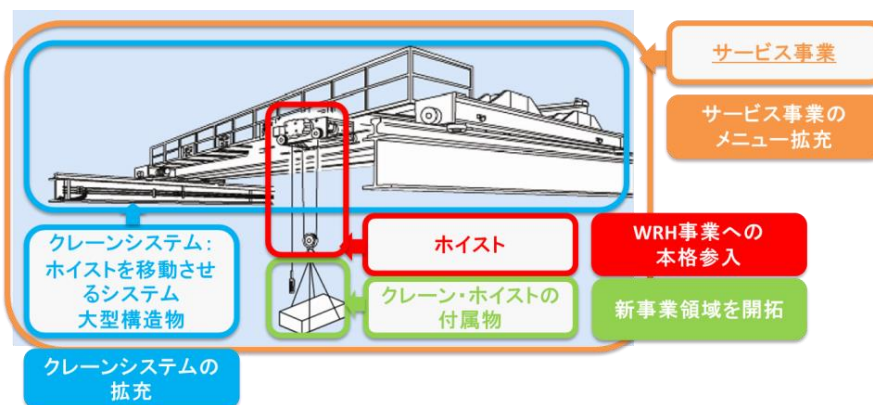
②製品戦略

- 製品力強化: 機能・性能強化、小型・軽量化、サービス力強化による競争力強化
- 品揃え強化: 幅広い顧客ニーズに対応するラインナップの拡充

■製品戦略: 総合ホイストメーカーへの発展を加速

当社は、①製品力強化: 機能・性能強化、小型・軽量化、サービス力強化による競争力強化を進めると同時に、②品揃え強化: 幅広い顧客ニーズに対応するラインナップの拡充を進めている(図表 10 参照)。

図表 10: ホイスト周辺事業を拡充し総合ホイストメーカーへ



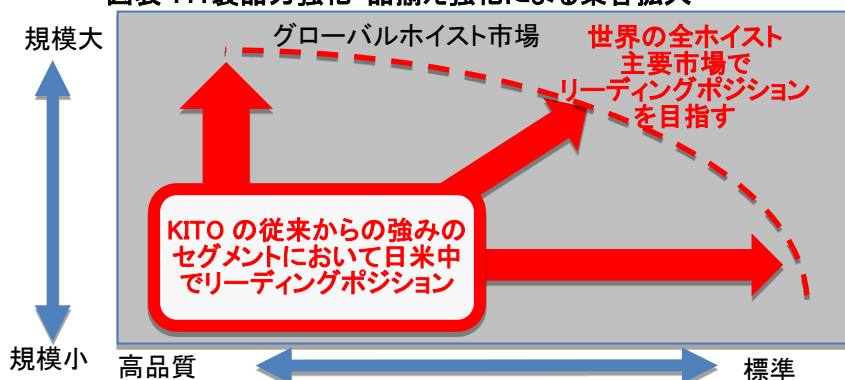
(出所)会社ヒアリング等をもとに JPR 作成

品揃え強化としては、第一に、WRH(ワイヤーロープホイスト) 事業への本格参入である。Konecranes 社の製品の提供で総合ホイストメーカーとしての品ぞろえが

- ワイヤロープホイスト事業への本格参入
- クレーンシステムの拡充によるターンキーニーズへの対応
- サービス事業メニューの拡充：粗利率改善に貢献
- 新事業領域の開拓：ホイスト、クレーンの付属品としてのスリング、周辺機器としてのウインチ、バランサーの製品追加

拡充しより幅広い顧客ニーズに対応可能となる。第二がクレーンシステムの拡充である。ホイストやクレーンを支える構造物までワンストップで提供し、新興国におけるターンキーニーズに対応する。第三が、サービス事業メニューの拡充である。包括的な保守サービスモデルを構築し、お客様の長期的な利益向上のための提案活動を拡充させる。なお、サービス事業は粗利率が高いため利益率改善に貢献する。第四が、新事業領域の開拓である。ホイスト、クレーンの付属品としてのスリング、周辺機器としてのウインチ、バランサーの製品追加により幅広い顧客ニーズに応える。以上の取組により、これまで比較的小規模で高品質なホイスト製品に強みをもっていた当社は、より標準的かつ規模の大きいホイスト市場へと事業を拡大していく(図表 11)。

図表 11：製品力強化・品揃え強化による業容拡大



(出所)ヒアリング等より JPR 作成

③生産戦略

- 少ない設備投資で生産性を拡充する様々な取組を推進
- 固定費増を抑制し規模による営業レバレッジ効果拡大の持続へ

■生産戦略：現状設備投資を最大限活用し営業レバレッジ効果を拡大へ

当社は、①新規投資を控え既存設備を最大活用するグローバル生産体制最適化、②地産地消による生産拠点の拡充、③多品種の同一ライン製造システムの導入等で、少ない設備投資で生産性を拡充する様々な取組を行っている。その結果、既存設備を最大限活用し、新規設備投資を控え、実現限界利益率を高めようとしている。固定費増を抑制し規模による営業レバレッジ効果拡大の持続を図り、利益を伴った成長の達成を目指している。以上により、生産変動に円滑に対応し受注から納期までの期間が短縮され、在庫保有の必要性の低下も期待される。

④推進戦略

- グローバル経営体制の一層の強化へ

■推進戦略：戦略を確実に実行に移すグローバル経営体制の拡充

当社は、非上場化し経営改革を推進した際に、グローバル経営体制の拡充に努めてきた。今後さらに経営体制を強化するために、①マトリックス組織の導入：グループを地域事業本部と機能本部とのマトリックス組織として構成し、企業グループの事業運営をより一体化させる。②グローバル人材の育成・登用：グループ内の人的資源を統一的に管理した上で、グループ内外からの適時の人材登用と評価制度を実践する。当社ミッション、グローバル展開に資する人材の積極登用と既存人材の育成、ミッションに沿った評価を徹底する。

コーポレートガバナンス

取締役会構成

■ ガバナンスの透明性確保

■創業家社長の強力なリーダーシップ

社外取締役が取締役 7 名中 3 名を占めており、ガバナンスの透明性は確保されている。代表取締役鬼頭芳雄社長は、創業家社長として強力なリーダーシップをもって、企業理念の制定と浸透、企業理念を体現した製品・サービスの提供、カーライル資本参加による経営改革の推進、真のグローバル No.1 のホイストメーカーを目指す中期経営計画の策定など、重要な意思決定を下し当社をグローバルメーカーへと発展させた。今後も鬼頭社長のリーダーシップが当社の成長ドライバーとなろう。長期的な課題をあげれば鬼頭社長の次のリーダー育成といえよう。

図表:12 取締役会構成

代表取締役社長	鬼頭芳雄
常務取締役	譲原経男、伊藤 祝
取締役	遅澤 茂樹
取締役(社外)	山田和広、淡輪敬三、松島克守
常勤監査役	佐藤 登
監査役(社外)	安永雅俊、濱田清仁

(出所)会社説明会資料より JPR 作成。

大株主構成

■ 第三者の視点から経営に対するチェック機能が確保しやすい構造

■提携パートナーが筆頭株主

事業提携した Konecranes 社が筆頭株主である。第二位から第五位までは機関投資家が占めている。株主構成を見る限り第三者の視点から経営に対するチェック機能が確保しやすい構造といえる。

図表:13 主要株主(2013 年 3 月末現在)

	株主名	所有株式数	議決権比率
1	CBLDN KONECRANES FINANCE OY	29,750	23.02%
2	GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	7,378	5.71%
3	日本トラスティサービス信託銀行株式会社	6,202	4.80%
4	CREDIT SUISSE SECURITIES(USA) LLC-SPCI. FOR EXCL. BEN	6,068	4.69%
5	日本マスタートラスト信託銀行	5,934	4.59%
6	鬼頭 芳雄	4,520	3.49%
7	株式会社三井住友銀行	3,352	2.59%
8	キトーオーナーシップ持株会	2,345	1.81%
9	日本生命保険相互会社	2,000	1.54%
10	NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS-MARGIN (CASHPB)	1,421	1.09%

(出所)会社説明会資料より JPR 作成

株主還元策

■2 割配当が基本:増益になれば増配の余地も

安定的配当をめざし、配当性向は 2 割以上の確保を打ち出している。今期会社計画の EPS は 147.06 円、会社計画配当は一株当たり 30 円だが、すでに 20.4% となっているため増益によっては増配余地があるといえる。

ビジネスモデルの評価

外部環境からの評価

- 長期的、短期的にプラス要因が多い
- 脅威は、すみわけのあったグローバル企業同士の直接競合の激化、中国企業による低コスト品の参入

■プラス面が多い。グローバル企業同士の競争激化がリスク

当社の高品質なホイスト市場にフォーカスしたビジネスモデルの外部環境は、長期的に見てプラスの面が多いと判断する。産業が高度化し、生産性向上ニーズが高まると、価格性能比で、「安全」「使い易い」「長持ち」という特色で明確な差別化のできている当社製品を利用するニーズは、先進工業地域でも新興工業地域でも確実に高まると考えられる。また、短期的には国内のインフラメンテナンス投資、復興需要が追い風となる。脅威は、比較的すみわけのあったグローバル企業同士の直接競合の激化、中国企業による低コスト品の参入が挙げられる。

図表:14 主な外部環境要素

機会	・ 先進国における高品質化の余地 ・ ワイヤロープホイスト高品質化による差別化によるシェアアップの余地 ・ 新興国における産業化による高品質ホイストへのニーズ ・ 国内インフラ復興需要 ・ 安全性への意識の高まり、クレーム対応の増加
脅威	・ すみわけのあったグローバル企業同士の直接競合の激化 ・ 中国企業による低コスト品の参入

(出所)会社ヒアリングに基づき JPR 作成

図表 15 ホイスト・クレーン市場におけるグローバル企業

通貨単位	会社名	今期決算末	今期売上高	今期営業利益
百万円	Terex Material Handling & Port Solutions AG	2012/9	135,852	13,585
	Konecranes Oyj	2014/3	279,900	18,421
	Columbus McKinnon Corp.	2014/3	57,408	5,413
	キトー	2014/3	42,000	3,600
百万 \$・€	Terex Material Handling & Port Solutions AG	2013/9	1,300	130
	Konecranes Oyj	2014/3	2,212	146
	Columbus McKinnon Corp.	2014/3	606	57

(出所)FactSet 等より JPR 作成。キトー、Terex Material Handling & Port Solutions AG は会社計画値。Konecranes Oyj、Columbus McKinnon Corp.は FactSet 社算出証券アナリストコンセンサス値。

国内の高品質分野においては価格性能比等で競合はほぼいない状態であるが、グローバルに見ると、フィンランドの Konecranes Oyj、ドイツの Terex Material Handling & Port Solutions AG（旧社名 Demag Cranes AG）、米国の Columbus McKinnon Corp.が競合企業である。当社は高品質ホイストにフォーカス、Konecranes 社がクレーンにフォーカス、Demag 社は欧州市場にフォーカス、

5 フォース分析 からの評価

- 高い参入障壁と強固な顧客関係が当社の強みの源泉
- 基本的な機構技術の変化は安定的
- 業界リーダーに知識、経営資源が累積的に蓄積していく「学習効果」が極めて強い
- リーダー的ポジションを築けばシェア逆転困難

Columbus 社は米国市場にフォーカスするなどこれまでは、製品特性や地域性ですみわけがなされてきた。しかし、当社と Konecranes 社が事業提携し、グローバルに拡大を推進する中で、グローバル企業同士の直接競合が拡大し、競争環境が大きく変化し価格競争などが激化するリスクが想定される。なお規模的には当社がもっとも小さいため、規模拡大による企業体力向上が、グローバル価格競争へのリスクに対応するために重要となろう。

中国企業からの脅威については、当社の主力製品は、技術的革新が漸進的であるため、高度化する顧客ニーズを先取りしこれまでと同様に技術革新で世界をリードし、強固なリレーションを築くことで対応可能とみられる。

なお安全性が極めて重要な製品であり、生産効率を高めるために故障がないこと、また、故障した場合は迅速に代替品を提供できる体制が必要など、価格だけでなく、品質やアフターサービスなどの総合的な要素が顧客判断材料となることも中国企業への参入障壁となろう。

■5 フォース分析で見る高収益体質構築のロジック

5 フォース分析からは、高い参入障壁と強固な顧客関係が当社の強みの源泉と判断している。当社の製品の基本的な機構技術は、製品誕生からほとんどかわっておらず、漸進的变化によって高品質化が進められてきた。こうした技術的変化の特徴を持つ商品群では、シェアが大きく、顧客関係が強固な企業においては、競争力強化のための様々なノウハウ、知識、経営資源が累積的に蓄積していく「学習効果」が極めて強い。当社には、高品質、高機能の商品にフォーカスすることで学習効果の一層の強化に成功している。また、当社製品群は国内では成熟化しているが、世界的に見れば工業化の進展で成長性は長期的に見て高い。経営分析ツールとして有名な「ボストンマトリクス」でいえば「永遠のスター（成長性が高くシェアが高い商品群）」となる。

図表:16 5 フォース分析

第一のフォース: 高い参入障壁	
・	チェーンの素材から開発することによる高品質の製品の製造ノウハウの模倣は困難であり、またブランドイメージ等から参入が容易ではない／高品質・高信頼性が求められ PL リスクがあるため参入は容易ではない
第二のフォース: 強固な顧客関係	
・	技術的に安定的であり、いったん利用されると強固な顧客関係を築くことが可能／特に高信頼性・高品質が要求される分野は他社製品へ乗り換える、いわゆるスイッチングコストが高い
第三のフォース: 限定的な価格競争	
・	業界の競合企業数は比較的少ない／さほど激しい価格引き下げ競争はない／品質の差で明確な差別化が可能
第四のフォース: 小さい代替リスク	
・	マテリアルハンドリング市場においてホイストの代替リスクは少ない
第五のフォース: 良好な供給者との関係	
・	供給者(材料・電装メーカー)との良好な関係を築いている
・	シェア拡大により交渉力向上

(出所) 会社ヒアリングに基づき JPR 作成

VRIO 分析からの評価

- 差別化された価値、希少性、模倣困難性があり、組織文化として定着した企業理念が強み

マーケティング戦略からの評価

- 市場を細分化して適確に顧客ターゲットを設定し市場浸透を推進

市場シェアを築くまでは、先行的コストがかかるが、いったん市場シェアを築けば営業レバレッジ効果で利益が拡大するビジネスモデルである。当社は、全ての主要グローバル市場において 5 フォースで見て理想の状態の達成を目指している。達成することで、持続性のある形で高い収益性を享受できよう。

■VRIO 分析でみる経営資源の評価

企業の経営資源を分析するために使われるフレームワーク VRIO(ブリオ)分析での評価からも当社の経営資源は高い価値があると判断できる。

図表:17 VRIO 分析

差別化された価値 (Value)
・ 「安全」「使い易さ」「長持ち」において、価格性能比で明確な差別化された製品・サービスをホイスト市場で提供
希少性 (Rareness)
・ 「安全」「使い易さ」「長持ち」の点で、価格性能比でブランドを築いており、グローバルに見て競合は限定的であり、希少性が十分にある
模倣困難性 (Imitation)
・ チェーン素材から独自に開発をおこなっており、様々な高品質な機構部品を組み合わせた当社製品を模倣することは困難
組織 (Organization)
・ ビジネスモデルが、企業理念を軸に構築されており、組織に文化として定着していることが強み

(出所)会社ヒアリングに基づき JPR 作成

■市場細分化しポジションを明確にしたマーケティング戦略

当社は、国内において高品質ホイストというセグメントに市場を細分化して差別化した製品を提供し圧倒的リーダーとなった。グローバルにおいても、規模の大きいグローバル企業に対して高品質ホイストというセグメントに市場を細分化し市場浸透を図ってきた。米国においては、Columbus McKinnon 社という圧倒的なリーダーがいるが、高品質セグメントに的を絞り、クイックデリバリーや日本企業ならではのきめ細かいサービスによってシェアを拡大した。中国では、製品自体は標準的であるが、クイックデリバリーやきめ細かいサービスによってリーダー的ポジションを獲得した。

図表 18: マーケティング戦略の骨子

グローバル 4 社売上合計でみれば約 5000 億円程度のホイスト、クレーン市場において高品質ホイストにセグメント化 高品質ホイスト製品需要の強いターゲット顧客を設定 ターゲット顧客に対して魅力ある価値創造のポジションを構築
規模の大きい他のグローバル企業に対して 高品質ホイストで差別化戦略を推進し市場浸透を図る

(出所)JPR 作成

クロス SWOT 分析から
の評価

- 外部環境における機会、脅威に対して、内部経営資源の強化、課題への取組で漏れのない戦略メニューを推進

■漏れのない戦略メニューを推進

SWOT 分析および、必然的に導きだされる 4 象限($SW \times OT = 2 \times 2 = 4$)に対応して戦略メニューを整理したのが図表 19 である(クロス SWOT 分析)。これを見れば、網羅的に隙なく戦略が構築されていることが確認できる。

図表 19:クロス SWOT 分析

内部経営資源分析	強み(Strength)	・ チェーン素材から独自に開発した品質の高さ／高品質チェーンホイストにおける強固なブランドイメージ／インバーター制御技術力／強固な顧客関係／日、米、中でのリーダー的地位／技術の蓄積
	課題(Weakness)	・ 規模が小さいためグローバル調達最適化が困難／グローバル販売体制の固定費負担／少ないサービス収入
外部環境分析	機会(Opportunities)	・ 先進国における高品質化の余地／ワイヤーロープホイスト高品質化による差別化によるシェアアップの余地／新興国における産業化による高品質ホイストへのニーズ／国内インフラ復興需要／安全性への意識の高まり、クレーム対応の増加(高品質・高信頼性の当社製品にはプラス要因)
	脅威(Threats)	・ 比較的すみわけのあったグローバル企業同士の直接競合の激化 ・ 中国企業による低コスト品の参入
内部経営資源・外部環境分析に対する戦略	強み(Strength)を強化して機会(Opportunities)を享受(S×O)	・ 基幹製品のさらなる高品質化／KITO 流高品質化の戦略をワイヤーロープホイストがクレーンなど周辺製品へ展開／上記施策による日、米、中におけるシェアアップ、新興国成長の取り込み／安全の啓蒙活動の強化／高品質の信頼性をさらにクレームへの対応力の強化で補完／サービス事業強化／提案力強化による部品販売拡大
	強み(Strength)を活かして脅威(Threats)に対応(S×T)	・ 日、米、中において新製品開発サイクルを早め固なポジションを維持・強化／顧客ニーズを先取りした製品の開発／QCD で総合的に差別化を維持／不断の技術革新による差別化の維持
	課題(Weakness)に取組み機会(Opportunities)を享受(W×O)	・ 生産性向上による投資を抑制した成長／規模拡大によるグローバル調達の最適化／資源の最適グローバル配分によるコスト抑制・経営効率の向上／サービス事業の拡充による顧客リレーションの強化／きめ細かいサービス事業の拡充により中国製品に対抗
	課題(Weakness)に取組み脅威(Threats)に対応(W×T)	・ 競合他社の動向を常に分析し、相対的な競争優位性の維持強化を図る経営体制を構築／効率的なグローバルオペレーションによる不断の効率化を推し進める経営体制の構築

(出所)会社ヒアリングに基づき JPR 作成

財務パフォーマンスの 評価

- 規模拡大と優先キャッシュフローは流出状態で、財務安定性、資産効率性が低下
- 利益率、成長性は成果が出ている
- 今後、先行投資状態から回収時期へと移行し、営業レバレッジ効果や地産地消による最適生産体制構築、在庫圧縮等による資産効率性が改善するサイクルに移行できるかが重要

■グローバル化の先行コスト負担があるが成果は着実に実現

過去 5 年間の財務パフォーマンスの要約を示したのが図表 20 である。

図表 20: 過去 5 年間の財務パフォーマンスの要約

(単位: 百万円、日、回、%)

評価項目		09/03	10/03	11/03	12/03	13/03
成長性	売上高成長率	-11.8	-26.6	17.4	18.5	6.7
	売上総利益成長率	-26.0	-29.6	19.0	16.7	16.4
	営業利益成長率	-56.3	-81.5	156.1	48.2	51.4
利益率	売上高総利益率	31.2	30.0	30.4	29.9	32.7
	販売管理費比率	24.0	28.1	26.4	24.9	25.6
	営業利益率	7.3	1.8	4.0	5.0	7.1
資本効率性・資本収益率 (期末)	現預金残高回転期間	52.7	81.6	70.7	58.6	42.6
	売上債権回転期間	54.7	69.2	71.0	72.9	80.9
	棚卸資産回転期間	77.0	86.1	83.3	93.9	103.7
	支払債務回転期間	50.8	51.6	66.4	67.0	50.9
	運転資本回転期間	80.8	103.7	87.9	99.8	133.7
	有形固定資産回転率	4.3	3.4	4.1	4.8	4.2
	売上高当期利益率	3.6	0.5	1.5	2.0	2.9
	総資産回転率	1.17	0.93	1.00	1.06	1.02
	レバレッジ	1.66	1.68	1.85	2.05	2.00
	ROE	7.1	0.8	2.8	4.3	5.9
	ROA	8.5	1.7	4.0	5.3	7.2
	NOPAT①＝営業利益×(1－実効税率)	1,196	129	442	694	1,074
	運転資本増加②	510	-423	-32	2,338	3,901
フリーキャッシュフロー 企業価値計算上の	減価償却費	1,343	1,108	1,013	944	774
	設備投資	971	733	1,021	1,145	1,520
	ネット設備投資③	-372	-375	8	201	746
	のれん償却④	0	114	131	159	155
	フリーキャッシュフロー ＝①－②－③＋④	1,058	1,041	597	-1,686	-3,418
財務安定性	株主資本比率	60.2	59.4	53.9	48.7	50.0
	グロス D/E レシオ	0.103	0.161	0.179	0.265	0.310
	ネット D/E レシオ	-0.175	-0.190	-0.176	-0.084	0.072

(出所) 決算短信等より JPR 作成。(注) 回転期間、ROE、ROA 等は期末値。NOPAT は税引き後営業利益、企業価値算定のための概念。上記のフリーキャッシュフローは企業価値算定のための概念を用いているため決算短信等の数値とは一致しない。

成長性: 2010 年 3 月期を底に 2013 年 3 月期は勢いが衰えたものの 3 期連続増収で順調に規模拡大が実現している。利益の成長性は、営業レバレッジ効果により増収率を大幅に上回っている。**利益率:** 売上総利益率は過去 5 年で最高であり、営業利益率は過去五年で見て 2009 年 3 月期とともに最高水準である。規模拡大による営業レバレッジ効果が効いていると評価できる。**資本効率性・資本収益率:** 運転資本回転期間でみると足元で拡大傾向にある。グローバル化における顧客獲得のために在庫投資や支払条件の緩和等で効率性がやや低下している。また足元では二期連続で減価償却を上回る投資を行っている。2009 年 3 月期

成長性の評価

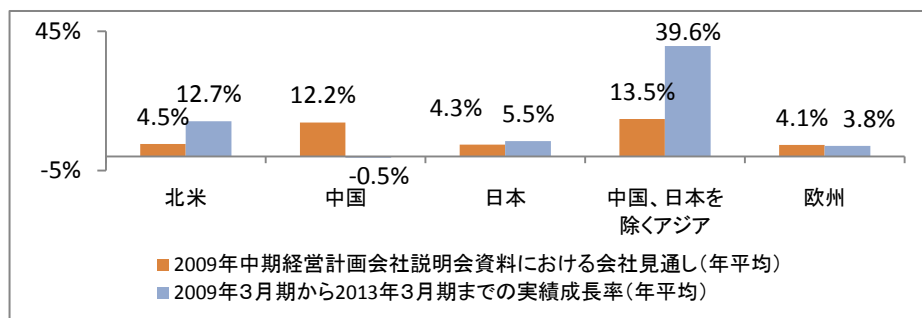
- 足元の成長性はおおむね中期経営計画を上回っている

と比べると総資産回転率は 1.17 から 1.02 へと低下している。ただし、利益率が改善しているため ROE、ROA で見れば過去 5 年間で 2009 年 3 月に次ぐ水準である。資産回転率の向上が、ROE、ROA の一層の改善の条件である。**フリーキャッシュフロー**: この 2 年は、運転資本の増加、ネット設備投資の増加で大きくマイナスとなっている。**財務安定性**: フリーキャッシュフローの大幅なマイナスにより、DE レシオは 0.31 と増大し、ネット DE レシオも 2013 年 3 月期プラスとなりやや悪化している。**総合評価**: 規模拡大を優先しキャッシュフローは流出状態で、財務安定性、資産効率性が低下しているが、利益率、成長性は成果が出ている。今後、先行投資状態から回収時期へと移行し、営業レバレッジ効果や地産地消による最適生産体制構築、在庫圧縮等による資産効率性が改善するサイクルに移行できるかが重要である。経営戦略を見る限り適切な打ち手がなされていると判断できる。

■ 足元の成長性はおおむね中期経営計画を上回っている

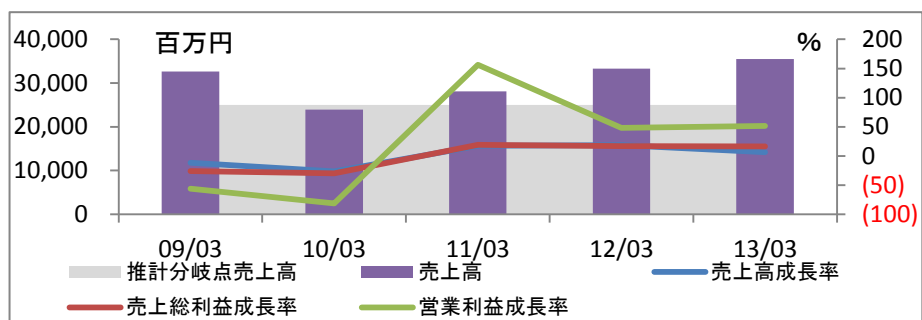
当社が 2009 年に策定した中期経営計画における各地域のホイスト、クレーン市場の見通しと、実際の 2009 年 3 月期から 2013 年 3 月期までの円ベースでの売上の成長について、年平均換算で比較したのが図表 21 である。尖閣問題等で一時的に需要低迷した中国や、ユーロ危機の欧州を除けば、見通しを上回っている。成熟市場の日本と米国で見通しを上回っていることから、シェアアップが実行できていることが確認できる。また、JPR が推計した損益分岐点売上高と売上高および営業利益の成長率を示したのが図表 22 である。損益分岐点を上回ると売上高の成長を大きく上回る営業利益の成長が実現されている。当社が目指している固定費抑制で成長を目指す戦略が実現し営業レバレッジ効果が持続されることにより今後も売上高成長を上回る利益成長が期待できる。

図表 21: 成長性についての中期経営計画での見通しと実績



(出所) 会社説明会資料より JPR 作成

図表 22: 推計損益分岐点売上高(250 億円)と売上高成長率、営業利益成長率



(出所) 会社説明資料等より JPR 作成。推計損益分岐点売上高は JPR 推計

2013 年 3 月期決算のレビューと今期の見通しについて

2013 年 3 月期決算の
レビュー

- 営業レバレッジ効果による大幅な利益率改善が注目
- 先行投資状態でフリーキャッシュフローはマイナス

■2013 年 3 月期のレビュー

売上高成長: 米国、日本、中国および日本を除くアジアが成長を牽引。会社の想定よりも低迷したのが、中国。総じて厳しい経済環境の中で比較的堅調に推移したが、売上高成長率は前期比で 6.7%と中期経営計画における毎期 15%の成長目標は下回った。**利益成長・利益率:** 営業利益は前期比 54.1%と大幅な増加。為替の影響を除けばリーマンショック前の水準に回復。営業利益率も 7.1%と 2009 年 3 月期の 7.3%に次ぐ水準に回復。**資産効率性:** 中国での手形取引の増加、米国における下期の需要低下に対応して生産調整したものの、調整しきれず在庫が増加し、運転資本回転期間は悪化。設備投資も減価償却を大きく上回り、ネットのキャッシュフローは悪化。

図表 23: 2013 年 3 月期のレビューと来期会社計画

(単位: 百万円、日商、回)

	実績 2012 年 3 月期	実績 2013 年 3 月期	会社計画 2014 年 3 月期
想定為替レート	79.0	83.1	90.0
売上高	33,282	35,501	42,000
日本	10,949	11,679	12,800
米州	8,851	10,163	11,800
中国	7,745	6,994	8,300
アジア	3,608	4,626	6,600
欧州	1,255	1,286	1,500
その他地域	872	749	1,000
(前年比)			
売上高	18.5%	6.7%	18.3%
日本	15.5%	6.7%	9.6%
米州	20.6%	14.8%	16.1%
中国	10.3%	-9.7%	18.7%
アジア	87.1%	28.2%	42.7%
欧州	3.5%	2.5%	16.6%
その他地域	-14.3%	-14.1%	33.5%
売上総利益	9,958	11,595	-
販売管理費	8,300	9,085	-
営業利益	1,658	2,510	3,600
経常利益	1,572	2,440	3,300
当期利益	662	1,023	1,900
売上高成長率	18.5	6.7	18.3
営業利益成長率	48.2	51.4	43.4
売上高総利益率	29.9	32.7	-
販売管理費比率	24.9	25.6	-
営業利益率	5.0	7.1	8.6
売上債権回転期間(日)	71.0	72.9	80.9
棚卸資産回転期間(日)	83.3	93.9	103.7
支払債務回転期間(日)	66.4	67.0	50.9
運転資本回転期間(日)	87.9	99.8	133.7
有形固定資産回転率	4.132	4.849	4.164
ROE	4.3%	6.3%	約 12%
設備投資	1,145	1,520	3,000
減価償却費	994	774	1,200

(出所) 会社説明会資料等より JPR 作成。回転期間、回転率、ROE は期末値

2014 年 3 月期決算の 見通し

- 2013 年 3 月期を上回る成長率
- 営業レバレッジ効果持続、為替効果で大幅な増益率
- ROE は 2013 年 3 月期の 6.3% から大幅に改善し 12% へ

戦略レビュー

- 着実に 4 つの分野で戦略実行へ

■2014 年 3 月期の見通し

売上高成長: 日本は積極的な財政主導で夏以降に需要増加が期待。円安により民間設備投資も徐々に拡大と予想。新商品投入によるシェア拡大に注力。海外においては、引き続き、地域別戦略の実行によりグローバルに事業規模を拡大し、過去最高の売上高へ。

利益成長・利益率: 営業レバレッジ効果の持続と円高水準是正により大幅な増益が見込まれ、営業利益率は 8.6% へと前期 7.1% から 1.5% ポイントの改善を見込む。**資本効率性:** 前期においてつみあがった運転資本は、在庫圧縮等で縮小し、資本効率性向上と、利益率向上で、ROE は 2013 年 3 月期 6.3% から大きく改善し 12% の達成を目指す。

■順調に戦略実行

下記が、2013 年 3 月期～2014 年 3 月期において具体的に実践されている 4 つの戦略である。4 つの戦略が網羅的に実行されていると評価できる。

図表 24: 2013 年 3 月期～2014 年 3 月期における戦略最新アップデート

地域戦略	製品戦略
米国: 市場シェア拡大戦略が順調に進展 アジア: 日系企業対応で伸長。韓国向けは低調 インドネシア: 新設した現地子会社の陣容整い、受注活動本格化 台湾: 現地に合併会社設立、既存事業の拡大とクレーンジビネスの展開へ 中国: 景気減速で成長戦略は停滞	ワイヤロープホイストの拡販: 米国・日本において積極的に営業活動展開
生産戦略	推進戦略
タイ・韓国: クレーン新工場稼働で生産能力増強 グローバル生産 米国への生産移管、一部製品の地産地消を実現	タイ・韓国: カスタマーサービスの充実

(出所) 会社説明会資料等より JPR 作成。

2014 年 3 月期
第 1 四半期決算の
レビュー

- 通期会社計画達成にむけて順調な進捗状況
- 売上総利益率

■2014 年 3 月期第 1 四半期のレビュー

売上高成長: 売上高は 7,996 百万円となり、前年同期比で 7.6%増、2014 年 3 月期会社計画 42,000 万円の 2 割の進捗状況となった。昨年の第一四半期の売上高 7,430 百万円は年間実績売上高 3,5501 百万円の 2 割であり、昨年並みの進捗状況である。会社計画達成に向けて順調な実績となった。米国、アジア、欧州、その他地域が 2 桁以上の増加となったが、日本は建設土木などの公共需要が底堅いものの民間需要が低調で減収となった。また、中国も経済成長の減速により 1 桁台の成長にとどまった。**利益成長・利益率:** 前期比で、営業利益、経常利益、それぞれ 158.9%増、1300.0%増、当期利益は黒字転換となった。売上総利益率は為替の影響により前期の 31.1%から 36.2%と大幅な増加となった。この水準は、1ドル 100 円台の為替レートであった 2009 年 3 月期第 1 四半期以来の高水準である(図表 26 参照)。規模拡大によるレバレッジ効果による利益率上昇を伴う増収増益の効果が表れているといえる。

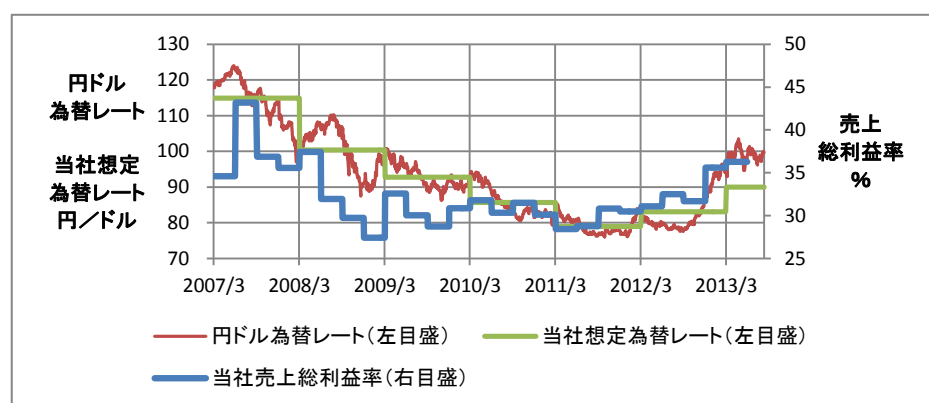
図表 25: 2014 年 3 月期第 1 四半期財務レビュー

(単位:百万円)

	実績						会社計画
	2013 年 3 月期 第 1 四半期実績		2014 年 3 月期第 1 四半期実績				2014 年 3 月期
			売上高比	売上高比	前年同期比	前年同期比	
	増減額	増減率					
売上高	7,430	100.0%	7,996	100.0%	566	7.6%	42,000
日本	2,460	33.1%	2,306	30.5%	-154	-6.3%	12,800
米州	2,326	31.3%	2,822	28.1%	496	21.3%	11,800
中国	1,528	20.6%	1,595	19.8%	66	4.3%	8,300
アジア	611	8.2%	702	15.7%	91	14.9%	6,600
欧州	335	4.5%	379	3.6%	44	13.1%	1,500
その他地域	167	2.2%	190	2.3%	22	13.8%	1,000
売上総利益	2,311	31.1%	2,899	36.2%	588	25.4%	-
販売管理費	2,171	29.2%	2,539	31.7%	368	16.9%	-
営業利益	139	1.9%	360	4.5%	221	158.9%	3,600
経常利益	30	0.4%	420	5.2%	390	1300.0%	3,300
当期利益	-59	0.8%	230	2.8%	171	289.8%	1,900

(出所)会社説明会資料等より JPR 作成。

図表 26: 為替レートと売上総利益率の推移



(出所)会社説明会資料、FactSet データ等より JPR 作成。

比較類似会社分析、時価総額構成分析および株価チャート

機械セクターとの比較

- 財務パフォーマンスは平均的水準
- PER は下位 25%の水準であり、将来の営業レバレッジ効果のアップサイドを織り込んだ水準とはいえない

■売上高 250 億円から 750 億円の機械セクターでは低バリュエーション

機械セクターの上場企業で直前期の売上高実績が 250 億円から 750 億円の、当社と規模が類似した企業との比較が下の表である。当社の営業利益率、ROE、ROA はほぼ平均的な水準であるが、PER は下位 25%の水準である。営業レバレッジ効果による利益成長を織り込んだ水準とはいえない。

図表 27: 売上高 250 億円から 750 億円の機械セクター

証券コード	会社名	決算期	配当利回り 会社計画	PER 会社計画	PBR 直前期	営業利益率 前期実績	ROE 前期実績	ROA 前期実績
1909	日本ドライケミカル	2013年3月	2.9%	7.5	1.15	5.6%	14.7%	7.8%
1978	アタカ大機	2013年3月	1.2%	35.2	1.50	2.2%	3.6%	2.3%
6101	ツガミ	2013年3月	2.6%	10.7	1.04	16.0%	13.1%	18.4%
6118	アイダエンジニアリング	2013年3月	2.5%	11.8	0.92	6.5%	7.2%	4.6%
6134	富士機械製造	2013年3月	1.7%	21.3	0.77	6.1%	2.3%	3.0%
6137	小池酸素工業	2013年3月	2.6%	11.1	0.41	2.9%	4.4%	2.4%
6140	旭ダイヤモンド工業	2013年3月	2.1%	16.4	1.08	11.9%	6.6%	7.4%
6143	ソディック	2013年3月	3.1%	7.2	0.61	7.3%	11.6%	4.2%
6151	日東工器	2013年3月	1.9%	16.2	0.94	13.0%	7.0%	7.0%
6165	パンテ工業	2013年3月	3.2%	6.2	0.54	2.8%	3.7%	3.4%
6217	津田駒工業	2012年11月	0.0%	19.0	0.72	-5.3%	-11.6%	-5.0%
6218	エンシュウ	2013年3月	0.0%	6.8	1.28	7.5%	29.2%	6.2%
6222	島精機製作所	2013年3月	1.5%	17.2	0.76	1.7%	2.0%	0.5%
6249	ゲームカード・ジョイコホールディングス	2013年3月	3.9%	127.4	0.52	6.8%	3.8%	4.1%
6256	ニューフレアテクノロジー	2013年3月	0.9%	13.9	4.87	41.4%	33.6%	29.5%
6257	藤商事	2013年3月	0.0%	7.7	0.66	13.3%	6.8%	11.4%
6258	平田機工	2013年3月	2.5%	17.8	0.29	1.2%	1.6%	0.8%
6277	ホソカワミクロン	2012年9月	1.8%	10.8	1.08	9.6%	10.7%	9.2%
6281	前田製作所	2013年3月	1.9%	8.8	0.83	2.6%	11.0%	2.9%
6282	オイレス工業	2013年3月	1.8%	16.0	1.20	9.0%	6.6%	7.5%
6286	静甲	2013年3月	3.0%	13.7	0.28	2.7%	3.6%	3.9%
6293	日精樹脂工業	2013年3月	1.3%	9.6	0.53	4.8%	7.8%	3.7%
6299	神鋼環境ソリューション	2013年3月	1.4%	48.5	2.83	5.5%	12.4%	7.0%
6306	日工	2013年3月	1.8%	26.6	0.65	4.4%	3.6%	3.2%
6309	巴工業	2012年10月	3.1%	14.4	0.63	5.9%	7.2%	7.2%
6316	丸山製作所	2012年9月	1.2%	23.0	0.94	4.7%	4.5%	4.7%
6317	北川鉄工所	2013年3月	1.6%	19.5	0.63	2.4%	6.6%	1.9%
6328	荏原実業	2012年12月	3.1%	12.1	1.11	3.7%	19.8%	5.0%
6331	三菱化工機	2013年3月	0.0%	52.2	0.69	-2.5%	-5.1%	-2.5%
6340	澁谷工業	2013年6月	0.5%	20.5	1.99	4.7%	5.7%	4.1%
6345	アイチコーポレーション	2013年3月	2.0%	21.6	0.90	6.4%	3.9%	4.1%
6349	小森コーポレーション	2013年3月	0.8%	27.3	0.67	0.8%	-1.7%	0.4%
6351	鶴見製作所	2013年3月	1.7%	12.9	0.57	8.2%	5.9%	5.6%
6355	住友精密工業	2013年3月	1.7%	54.0	0.66	1.1%	0.8%	0.6%
6363	西島製作所	2013年3月	1.9%	38.5	0.82	1.4%	2.9%	1.0%
6364	北越工業	2013年3月	3.7%	7.2	0.59	5.4%	9.5%	5.7%
6368	オルガノ	2013年3月	2.5%	18.7	0.64	5.2%	5.7%	4.1%
6369	トーヨーカネツ	2013年3月	1.5%	21.5	1.04	5.0%	5.0%	3.9%
6373	大同工業	2013年3月	1.2%	11.0	0.71	1.9%	4.4%	1.4%
6382	トリニティ工業	2013年3月	1.9%	16.4	0.36	1.8%	2.1%	1.9%
6390	加藤製作所	2013年3月	1.4%	15.1	0.91	3.5%	4.7%	2.4%
6393	油研工業	2013年3月	2.3%	15.3	0.74	3.7%	4.3%	2.9%
6407	CKD	2013年3月	1.8%	12.8	0.94	5.0%	4.8%	4.5%
6408	小倉クラッチ	2013年3月	0.0%	9.2	0.34	0.7%	1.0%	0.7%
6411	中野冷機	2012年12月	0.6%	7.0	0.67	15.2%	19.4%	16.8%
6419	マースエンジニアリング	2013年3月	3.2%	8.6	0.77	21.0%	8.5%	10.8%
6420	福島工業	2013年3月	0.8%	11.9	1.38	9.4%	12.1%	10.2%
6430	ダイコク電機	2013年3月	2.0%	14.6	0.97	11.9%	13.7%	12.4%
6432	竹内製作所	2013年2月	0.6%	15.8	1.05	3.4%	10.9%	2.7%
6445	蛇の目マシン工業	2013年3月	0.0%	10.9	0.91	4.6%	0.6%	3.5%
6454	マックス	2013年3月	3.2%	18.6	0.92	7.0%	3.9%	4.8%
6458	新晃工業	2013年3月	2.3%	6.9	0.93	13.8%	15.2%	10.6%
6461	日本ピストンリング	2013年3月	3.2%	9.3	0.58	4.7%	9.4%	3.6%
6462	リケン	2013年3月	3.1%	8.9	0.74	6.6%	7.3%	5.9%
6480	日本トムソン	2013年3月	2.0%	16.0	0.67	3.3%	-0.2%	1.4%
6489	前澤工業	2013年5月	1.5%	13.1	0.49	4.0%	5.7%	3.4%
最大			3.9%	127.4	4.87	41.4%	33.6%	29.5%
上位25%			2.5%	19.1	0.99	7.4%	9.8%	7.0%
平均値			1.8%	18.8	0.92	6.3%	7.0%	5.2%
中央値			1.8%	14.5	0.77	4.9%	5.7%	4.1%
下位25%			1.2%	10.4	0.63	2.8%	3.6%	2.4%
最少			0.0%	0.3	0.25	-5.3%	-11.6%	-5.0%
6409	キトー	2013年3月	2.0%	10.0	1.09	7.1%	5.9%	7.2%

(出所)FactSet より JPR 作成。2013 年 9 月 9 日終値ベース

(注)ROE,ROA は期末値。

時価総額構成分析

■PERと株主資本コスト、成長性の理論的關係から見た時価総額の分解

PER は理論的には、以下のように分解できる。

$$PER = \frac{1}{\text{株主資本コスト} - \text{成長率}}$$

当社の株主資本コストは、2011 年6月から 2013 年5月までの株価リターンをもとに JPR では 6.72%と推計している（ベータ値 1.16、リスクプレミアム 5%前提）。この数値を上記の式に当てはめて PER が 2013 年 9 月 9 日終値ベース 10.0 倍とすると、以下の式で示すように成長率は－3.58%となる。当社の過去の営業利益の増収率や今後の営業レバレッジ効果の持続から見た利益成長性から見ると、株主資本コスト6.72%という水準から見れば、マイナスの成長性は低すぎる評価といえる。

$$\begin{aligned} \text{成長率} &= \frac{1}{PER} - \text{株主資本コスト} = 6.72\% - \frac{1}{10.0} \\ &= 6.72\% - 10.0\% = -3.28\% \end{aligned}$$

なお、理論的には 2014 年 3 月期の当期利益が永続的に続くとなると、株主価値は、当期利益 19 億円÷株主資本コスト＝19 億円÷6.72%＝282 億円となる。現状の時価総額は 198 億円であるため 282 億円マイナス 198 億円の 84 億円と3割以上低い水準にとどまっている。

図表 28: 過去 100 取引日の株価チャート



（出所）FactSet データに基づき JRP 作成

参考分析:DCF によるシナリオアナリシス

DCF シナリオ
アナリシス

■シナリオの前提

会社ヒアリングにより、DCF 分析（ディスカウントキャッシュフロー）を行った。基本的に 2013 年 3 月期の利益構造、資産回転期間等を前提に算出した。永久価値の算出の際は、すべて利益は配当するとの前提で算出している。なお加重平均資本コストは、過去 3 年間のリターン、現状の資本負債構成から推計した 5.9%を用いている。DCF 分析は理論的な株主価値を示したものであり、実際の株価に反映されるとは限らない。あくまで成長性を評価するための理論的な目安として分析したものであり実際の時価総額や株価を保証するものではないことは重ねて留意されたい。結果として以下の数値を得ている。

■2014 年 3 月期計画達成後横ばいシナリオ

2014 年 3 月期の会社計画が達成された後、2015 年 3 月期以降はその利益水準が維持される。推計した株主価値は、298 億円となった。

■中期経営達成シナリオ

中期経営計画が達成されたとして推計。結果、株主価値は 554 億円となった。

■中期経営計画達成＋営業レバレッジ効果発揮シナリオ

中期経営計画を前提に、過去から推計した固定費の 10%増でその後は維持される前提で営業レバレッジ効果が発揮されたとして推計した。結果、株主価値は 672 億円となった。

■営業レバレッジ効果のみ

2014 年 3 月期計画の売上高を前提に過去推計された固定費が一定のもと営業レバレッジ効果があったとして推計した。なお 2015 年 3 月期以降は売上高、利益水準とも横ばいとした。結果、株主価値は、355 億円となった。

参考分析:DCF によるシナリオアナリシス

2014 年 3 月期計画達成
後横ばいシナリオ

(単位: 指定なしは 100 万円)

	実績	計画&推計	推計	推計	推計	推計	推計	推計
	13/03	14/03	15/03	16/03	17/03	18/03	19/03	20/03
売上高	35,501	42,000	42,000	42,000	42,000	42,000	42,000	42,000
売上総利益	11,607	13,520	13,520	13,520	13,520	13,520	13,520	13,520
販売管理費	9,097	9,920	9,920	9,920	9,920	9,920	9,920	9,920
営業利益	2,510	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600	3,600
支払利子	101	92	49	16	0	0	0	0
支払利子率	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
その他損益	-299	-208	-208	-208	-208	-208	-208	-208
経常利益	2,440	3,300	3,342	3,376	3,392	3,392	3,392	3,392
特別損益	-128	0	0	0	0	0	0	0
税引前利益	2,312	3,300	3,342	3,376	3,392	3,392	3,392	3,392
法人税等	1,146	1,314	1,304	1,317	1,323	1,323	1,323	1,323
少数株主持分	143	71	71	71	71	71	71	71
当期利益	1,023	1,900	1,968	1,988	1,998	1,998	1,998	1,998
配当	258	388	401	406	408	400	1,998	1,998
配当性向	25	20	20	20	20	20	100	100
内部留保	765	1,512	1,566	1,583	1,590	1,598	0	0
貸借対照表	13/03	14/03	15/03	16/03	17/03	18/03	19/03	20/03
現金	4,140	4,898	4,898	4,898	4,898	4,898	4,898	4,898
売上債権	7,872	7,814	7,814	7,814	7,814	7,814	7,814	7,814
棚卸資産	10,088	9,027	9,027	9,027	9,027	9,027	9,027	9,027
その他流動資産	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675
流動資産	23,775	23,415	23,415	23,877	25,539	27,208	27,279	27,350
ネット有形固定資産	8,526	10,087	10,196	10,087	10,087	10,087	10,087	10,087
投融資等	139	139	139	139	139	139	139	139
ネットのれん	489	334	179	0	0	0	0	0
その他無形固定資産	317	317	317	317	317	317	317	317
その他資産	702	702	702	702	702	702	702	702
繰り延べ税金資産	11	7	3	0	0	0	0	0
その他資産	801	801	801	801	801	801	801	801
総資産	34,760	35,801	35,751	35,923	37,585	39,254	39,325	39,396
支払債務	4,955	6,749	6,749	6,749	6,749	6,749	6,749	6,749
有利子負債	5,505	3,169	1,482	0	0	0	0	0
その他負債	6,288	6,288	6,288	6,288	6,288	6,288	6,288	6,288
少数株主持分	649	720	791	862	933	1,004	1,075	1,146
株主資本	17,363	18,875	20,442	22,025	23,615	25,213	25,213	25,213
負債・資本	34,760	35,801	35,751	35,923	37,585	39,254	39,325	39,396
売上高成長率	6.7	18.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
売上高総利益率	32.7	32.2	32.2	32.2	32.2	32.2	32.2	32.2
販売管理費比率	25.6	23.6	23.6	23.6	23.6	23.6	23.6	23.6
営業利益率	7.1	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
実効税率	49.6	40.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0
配当性向	25	20	20	20	20	20	100	100
現預金残高回転期間	43	43	43	43	43	43	43	43
売上債権回転期間	80.9	67.9	67.9	67.9	67.9	67.9	67.9	67.9
棚卸資産回転期間	103.7	78.5	78.5	78.5	78.5	78.5	78.5	78.5
支払債務回転期間	50.9	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6
運転資本回転期間	133.7	133.7	133.7	133.7	133.7	133.7	133.7	133.7
有形固定資産回転率	4.16	4.16	4.16	4.16	4.16	4.16	4.16	4.16
グロスD/Eレシオ	0.317	0.317	0.317	0.317	0.317	0.317	0.317	0.317
ROE	5.9%	10.1%	9.6%	9.0%	8.5%	7.9%	7.9%	7.9%
売上高当期利益率	2.9%	4.5%	4.7%	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
総資産回転率	1.0	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
レバレッジ	2.0	1.9	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
株主資本比率	50.0%	52.7%	57.2%	61.3%	62.8%	64.2%	64.1%	64.0%
NOPAT①	1,074	1,955	1,998	1,998	1,998	1,998	1,998	1,998
運転資本増加②	3,901	-2,912	0	0	0	0	0	0
減価償却費	774	1,200	1,291	1,304	1,316	1,326	1,331	1,331
設備投資	1,520	3,000	1,400	1,400	1,400	1,400	1,331	1,331
ネット設備投資③	746	1,800	109	-109	0	0	0	0
のれん償却④	155	155	155	179	0	0	0	0
(減価償却費比率)	10.2%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
フリーキャッシュフロー①-②-③+④	-3,418.1	3,222.0	2,043.9	2,285.8	1,997.9	1,997.9	1,997.9	1,997.9
ディスカウントファクター		0.94	0.89	0.84	0.80	0.75	0.71	0.67
PV		3,043	1,823	1,925	1,589	1,500	1,416	1,336
EPS (円)	79	147	152	154	155	155	155	155
DPS (円)	20	30	31	31	32	31	155	155
BPS (円)	1,344	1,461	1,582	1,705	1,828	1,952	1,952	1,952
発行済株数(百万株)	12,920	12,920	12,920	12,920	12,920	12,920	12,920	12,920
想定株主資本コスト	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
ROE ÷ 想定株主資本コスト	0.9	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
NPV(PVの合計値)		35,307						
有利子負債		5,505						
株主価値		29,802						

(出所)JPR 作成。2014 年 3 月期は、売上高、営業利益、経常利益、当期利益、会社開示資料の数字を利用し、他の項目は JPR が推計。発行済株式数は自己株式を除く。

中期経営計画達成 ケース

(単位: 指定なしは 100 万円)

	実績	計画 & 推計	推計	推計	推計	推計	推計
	13/03	14/03	15/03	16/03	17/03	18/03	19/03
売上高	35,501	42,000	50,000	58,000	58,000	58,000	58,000
売上総利益	11,607	13,520	16,300	19,000	19,000	19,000	19,000
販売管理費	9,097	9,920	11,000	12,000	12,000	12,000	12,000
営業利益	2,510	3,600	5,300	7,000	7,000	7,000	7,000
支払利子	101	92	90	127	107	37	2
支払利子率	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
その他損益	-299	-208	-208	-208	-208	-208	-208
経常利益	2,440	3,300	5,002	6,665	6,685	6,754	6,790
特別損益	-128	0	0	0	0	0	0
税引前利益	2,312	3,300	5,002	6,665	6,685	6,754	6,790
法人税等	1,146	1,314	1,951	2,599	2,607	2,634	2,648
少数株主持分	143	71	71	71	71	71	71
当期利益	1,023	1,900	2,980	3,994	4,007	4,049	4,071
配当	258	388	608	815	817	810	4,071
配当性向	25	20	20	20	20	20	100
内部留保	765	1,512	2,372	3,180	3,189	3,239	0
貸借対照表	13/03	14/03	15/03	16/03	17/03	18/03	19/03
現金	4,140	4,898	5,831	6,764	6,764	6,764	6,764
売上債権	7,872	7,814	9,303	10,791	10,791	10,791	10,791
棚卸資産	10,088	9,027	10,747	12,466	12,466	12,466	12,466
その他流動資産	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675
流動資産	23,775	23,415	27,555	31,696	31,696	31,696	31,696
ネット有形固定資産	8,526	10,087	12,008	13,929	13,929	13,929	13,929
投融資等	139	139	139	139	139	139	139
ネットのれん	489	334	179	0	0	0	0
その他無形固定資産	317	317	317	317	317	317	317
その他資産	702	702	702	702	702	702	702
繰り延べ税金資産	11	7	3	0	0	0	0
その他資産	801	801	801	801	801	801	801
総資産	34,760	35,801	41,704	47,585	47,585	47,585	47,585
支払債務	4,955	6,749	8,034	9,320	9,320	9,320	9,320
有利子負債	5,505	3,169	5,344	6,688	3,428	117	46
その他負債	6,288	6,288	6,288	6,288	6,288	6,288	6,288
少数株主持分	649	720	791	862	933	1,004	1,075
株主資本	17,363	18,875	21,248	24,427	27,616	30,856	30,856
負債・資本	34,760	35,801	41,704	47,585	47,585	47,585	47,585
売上高成長率	6.7	18.3	19.0	16.0	0.0	0.0	0.0
売上高総利益率	32.7	32.2	32.6	32.8	32.8	32.8	32.8
販売管理費比率	25.6	23.6	22.0	20.7	20.7	20.7	20.7
営業利益率	7.1	8.6	10.6	12.1	12.1	12.1	12.1
実効税率	49.6	40.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0
配当性向	25	20	20	20	20	20	100
現金残高回転期間	43	43	43	43	43	43	43
売上債権回転期間	80.9	67.9	67.9	67.9	67.9	67.9	67.9
棚卸資産回転期間	103.7	78.5	78.5	78.5	78.5	78.5	78.5
支払債務回転期間	50.9	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6
運転資本回転期間	133.7	133.7	133.7	133.7	133.7	133.7	133.7
有形固定資産回転率	4.16	4.16	4.16	4.16	4.16	4.16	4.16
グロスD/Eレシオ	0.317	0.317	0.317	0.317	0.317	0.317	0.317
ROE	5.9%	10.1%	14.0%	16.4%	14.5%	13.1%	13.2%
売上高当期利益率	2.9%	4.5%	6.0%	6.9%	6.9%	7.0%	7.0%
総資産回転率	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
レバレッジ	2.0	1.9	2.0	1.9	1.7	1.5	1.5
株主資本比率	50.0%	52.7%	50.9%	51.3%	58.0%	64.8%	64.8%
NOPAT①	1,074	1,955	3,035	4,072	4,072	4,072	4,072
運転資本増加②	3,901	-2,912	1,922	1,922	0	0	0
減価償却費	774	1,200	1,291	1,304	1,316	1,326	1,331
設備投資	1,520	3,000	1,400	1,400	1,400	1,400	1,331
ネット設備投資③	746	1,800	1,921.3	1,921.3	0.0	0.0	0.0
のれん償却④	155	155	155	179	0	0	0
(減価償却費比率)	10.2%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
フリーキャッシュフロー①-②-③+④	-3,418	3,222	-654	407	4,072	4,072	4,072
ディスカウントファクター		0.94	0.89	0.84	0.80	0.75	0.71
PV		3,043	-583	343	3,238	3,057	2,887
EPS (円)	79	147	231	309	310	313	315
DPS (円)	20	30	47	63	63	63	315
BPS (円)	1,344	1,461	1,645	1,891	2,138	2,388	2,388
発行済株数(百万株)	12,920	12,920	12,920	12,920	12,920	12,920	12,920
想定株主資本コスト	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
ROE ÷ 想定株主資本コスト	0.9	1.5	2.1	2.5	2.2	2.0	2.0
NPV(PVの合計値)		60,923					
有利子負債		5,505					
株主価値		55,418					

(出所) JPR 作成。2014 年 3 月期は、売上高、営業利益、経常利益、当期利益、会社開示資料の数字を利用し、他の項目は JPR が推計。発行済株式数は自己株式を除く。

中期経営計画達成
＋営業レバレッジ
達成ケース

(単位: 指定なしは 100 万円)

	実績	計画&推計	推計	推計	推計	推計	推計	推計	
	13/03	14/03	15/03	16/03	17/03	18/03	19/03	20/03	永久価値
売上高	35,501	42,000	50,000	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	
売上総利益	11,607	13,520	17,040	20,097	20,097	20,097	20,097	20,097	
営業利益	2,510	3,600	6,215	8,231	8,231	8,231	8,231	8,231	
支払利子	101	92	85	111	78	19	0	0	
支払利子率	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	
その他損益	-299	-208	-208	-208	-208	-208	-208	-208	
経常利益	2,440	3,300	5,921	7,912	7,945	8,004	8,023	8,023	
特別損益	-128	0	0	0	0	0	0	0	
税引前利益	2,312	3,300	5,921	7,912	7,945	8,004	8,023	8,023	
法人税等	1,146	1,314	2,309	3,086	3,098	3,122	3,129	3,129	
少数株主持分	143	71	71	71	71	71	71	71	
当期利益	1,023	1,900	3,541	4,755	4,775	4,812	4,823	4,823	
配当	258	388	722	970	974	962	4,823	4,823	
配当性向	25	20	20	20	20	20	100	100	
内部留保	765	1,512	2,818	3,785	3,801	3,849	0	0	
貸借対照表	13/03	14/03	15/03	16/03	17/03	18/03	19/03	20/03	
現預金	4,140	4,898	5,831	6,764	6,764	6,764	6,764	6,764	
売上債権	7,872	7,814	9,303	10,791	10,791	10,791	10,791	10,791	
棚卸資産	10,088	9,027	10,747	12,466	12,466	12,466	12,466	12,466	
その他流動資産	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675	
流動資産	23,775	23,415	27,555	31,696	31,696	33,852	33,923	33,995	
ネット有形固定資産	8,526	10,087	12,008	13,929	13,929	13,929	13,929	13,929	
投融資等	139	139	139	139	139	139	139	139	
ネットのれん	489	334	179	0	0	0	0	0	
その他無形固定資産	317	317	317	317	317	317	317	317	
その他資産	702	702	702	702	702	702	702	702	
繰り延べ税金資産	11	7	3	0	0	0	0	0	
その他資産	801	801	801	801	801	801	801	801	
総資産	34,760	35,801	41,704	47,585	47,585	49,741	49,812	49,883	
支払債務	4,955	6,749	8,034	9,320	9,320	9,320	9,320	9,320	
有利子負債	5,505	3,169	4,897	5,636	1,764	0	0	0	
その他負債	6,288	6,288	6,288	6,288	6,288	6,288	6,288	6,288	
少数株主持分	649	720	791	862	933	1,004	1,075	1,146	
株主資本	17,363	18,875	21,694	25,479	29,280	33,129	33,129	33,129	
負債・資本	34,760	35,801	41,704	47,585	47,585	49,741	49,812	49,883	
売上高成長率	6.7	18.3	19.0	16.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
売上高総利益率	32.7	0.0	32.0	32.7	32.7	32.7	32.7	32.7	
販売管理費比率	25.6	23.6	21.7	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5	
営業利益率	7.1	8.6	12.4	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	
実効税率	49.6	40.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	
配当性向	25	20	20	20	20	20	100	100	
現預金残高回転期間	43	43	43	43	43	43	43	43	
売上債権回転期間	80.9	67.9	67.9	67.9	67.9	67.9	67.9	67.9	
棚卸資産回転期間	103.7	78.5	78.5	78.5	78.5	78.5	78.5	78.5	
支払債務回転期間	50.9	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	
運転資本回転期間	133.7	133.7	133.7	133.7	133.7	133.7	133.7	133.7	
有形固定資産回転率	4.16	4.16	4.16	4.16	4.16	4.16	4.16	4.16	
グロスD/Eレシオ	0.317	0.317	0.317	0.317	0.317	0.317	0.317	0.317	
ROE	5.9%	10.1%	16.3%	18.7%	16.3%	14.5%	14.6%	14.6%	
売上高当期利益率	2.9%	4.5%	7.1%	8.2%	8.2%	8.3%	8.3%	8.3%	
総資産回転率	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	
レバレッジ	2.0	1.9	1.9	1.9	1.6	1.5	1.5	1.5	
株主資本比率	50.0%	52.7%	52.0%	53.5%	61.5%	66.6%	66.5%	66.4%	
NOPAT①	1,074	1,955	3,593	4,823	4,823	4,823	4,823	4,823	
運転資本増加②	3,901.0	-2,912.0	1,922.5	1,922.5	0.0	0.0	0.0	0.0	
減価償却費	774	1,200	1,291	1,304	1,316	1,326	1,331	1,331	
設備投資	1,520	3,000	1,400	1,400	1,400	1,400	1,331	1,331	
ネット設備投資③	746	1,800	1,921.3	1,921.3	0.0	0.0	0.0	0.0	
のれん償却④	155	155	155	179	0	0	0	0	
(減価償却費比率)	10.2%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	
フリーキャッシュフロー①-②-③+④	-3,418	3,222	-96	1,158	4,823	4,823	4,823	4,823	81,757
ディスカウントファクター		0.94	0.89	0.84	0.80	0.75	0.71	0.67	0.67
PV		3,043	-86	975	3,835	3,621	3,419	3,229	54,737
EPS (円)	79	147	274	368	370	372	373	373	
DPS (円)	20	30	56	75	75	74	373	373	
BPS (円)	1,344	1,461	1,679	1,972	2,266	2,564	2,564	2,564	
発行済株数(百万株)	12,920	12,920	12,920	12,920	12,920	12,920	12,920	12,920	
想定株主資本コスト	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	
ROE+想定株主資本コスト	0.9	1.5	2.4	2.8	2.4	2.2	2.2	2.2	
NPV(PVの合計値)		72,773							
有利子負債		5,505							
株主価値		67,268							

(出所)JPR 作成。2014 年 3 月期は、売上高、営業利益、経常利益、当期利益、会社開示資料の数字を利用し、他の項目は JPR が推計。発行済株式数は自己株式を除く。

営業レバレッジのみ

(単位: 指定なしは 100 万円)

	実績	計画と推計	推計	推計	推計	推計	推計	推計	
	13/03	14/03	15/03	16/03	17/03	18/03	19/03	20/03	永久価値
売上高	35,501	42,000	42,000	42,000	42,000	42,000	42,000	42,000	
売上総利益	11,607	13,520	13,983	13,983	13,983	13,983	13,983	13,983	
営業利益	2,510	3,600	4,198	4,198	4,198	4,198	4,198	4,198	
支払利子	101	92	45	11	0	0	0	0	
支払利子率	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	
その他損益	-299	-208	-208	-208	-208	-208	-208	-208	
経常利益	2,440	3,300	3,945	3,978	3,989	3,989	3,989	3,989	
特別損益	-128	0	0	0	0	0	0	0	
税引前利益	2,312	3,300	3,945	3,978	3,989	3,989	3,989	3,989	
法人税等	1,146	1,314	1,538	1,551	1,556	1,556	1,556	1,556	
少数株主持分	143	71	71	71	71	71	71	71	
当期利益	1,023	1,900	2,335	2,356	2,363	2,363	2,363	2,363	
配当	258	388	476	481	482	473	2,363	2,363	
配当性向	25	20	20	20	20	20	100	100	
内部留保	765	1,512	1,859	1,875	1,881	1,890	0	0	
償還対照表	13/03	14/03	15/03	16/03	17/03	18/03	19/03	20/03	
現預金	4,140	4,898	4,898	4,898	4,898	4,898	4,898	4,898	
売上債権	7,872	7,814	7,814	7,814	7,814	7,814	7,814	7,814	
棚卸資産	10,088	9,027	9,027	9,027	9,027	9,027	9,027	9,027	
その他流動資産	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675	
流動資産	23,775	23,415	23,415	24,462	26,414	28,375	28,446	28,517	
ネット有形固定資産	8,526	10,087	10,087	10,087	10,087	10,087	10,087	10,087	
投融資等	139	139	139	139	139	139	139	139	
ネットのれん	489	334	179	0	0	0	0	0	
その他無形固定資産	317	317	317	317	317	317	317	317	
その他資産	702	702	702	702	702	702	702	702	
繰り延べ税金資産	11	7	3	0	0	0	0	0	
その他資産	801	801	801	801	801	801	801	801	
総資産	34,760	35,801	35,642	36,508	38,460	40,421	40,492	40,563	
支払債務	4,955	6,749	6,749	6,749	6,749	6,749	6,749	6,749	
有利子負債	5,505	3,169	1,080	0	0	0	0	0	
その他負債	6,288	6,288	6,288	6,288	6,288	6,288	6,288	6,288	
少数株主持分	649	720	791	862	933	1,004	1,075	1,146	
株主資本	17,363	18,875	20,734	22,609	24,490	26,380	26,380	26,380	
負債・資本	34,760	35,801	35,642	36,508	38,460	40,421	40,492	40,563	
売上高成長率	6.7	18.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
売上高総利益率	32.7	0.0	31.1	31.1	31.1	31.1	31.1	31.1	
販売管理費比率	25.6	23.6	23.3	23.3	23.3	23.3	23.3	23.3	
営業利益率	7.1	8.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	
実効税率	49.6	40.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	
配当性向	25	20	20	20	20	20	100	100	
現預金残高回転期間	43	43	43	43	43	43	43	43	
売上債権回転期間	80.9	67.9	67.9	67.9	67.9	67.9	67.9	67.9	
棚卸資産回転期間	103.7	78.5	78.5	78.5	78.5	78.5	78.5	78.5	
支払債務回転期間	50.9	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	
運転資本回転期間	133.7	133.7	133.7	133.7	133.7	133.7	133.7	133.7	
有形固定資産回転率	4.16	4.16	4.16	4.16	4.16	4.16	4.16	4.16	
グロスD/Eレシオ	0.317	0.317	0.317	0.317	0.317	0.317	0.317	0.317	
ROE	5.9%	10.1%	11.3%	10.4%	9.6%	9.0%	9.0%	9.0%	
売上高当期利益率	2.9%	4.5%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	
総資産回転率	1.0	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	
レバレッジ	2.0	1.9	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	
株主資本比率	50.0%	52.7%	58.2%	61.9%	63.7%	65.3%	65.1%	65.0%	
NOPAT①	1,074	1,955	2,363	2,363	2,363	2,363	2,363	2,363	
運転資本増加②	3,901.0	-2,912.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
減価償却費	774	1,200.0	1,291.1	1,304.1	1,315.6	1,325.7	1,330.5	1,330.5	
設備投資	1,520.0	3,000.0	1,400.0	1,400.0	1,400.0	1,400.0	1,330.5	1,330.5	
ネット設備投資③	746	1,800.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
のれん償却④	155	155	155	179	0	0	0	0	
(減価償却費比率)	10.2%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	
フリーキャッシュフロー①-②-③+④	-3,418	3,222	2,518	2,542	2,363	2,363	2,363	2,363	40,004
ディスカウントファクター		0.94	0.89	0.84	0.79	0.75	0.71	0.67	0.67
PV		3,042	2,245	2,140	1,878	1,773	1,674	1,581	26,771
EPS(円)	79	147	181	182	183	183	183	183	
DPS(円)	20	30	37	37	37	37	183	183	
BPS(円)	1,344	1,461	1,605	1,750	1,896	2,042	2,042	2,042	
発行済株数(百万株)	12,920	12,9198	12,9198	12,9198	12,9198	12,9198	12,9198	12,9198	
想定株主資本コスト	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	
ROE+想定株主資本コスト	0.9	1.5	1.7	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3	
NPV(PVの合計値)		41,104							
有利子負債		5,505							
株主価値		35,599							

(出所)JPR 作成。2014 年 3 月期は、売上高、営業利益、経常利益、当期利益、会社開示資料の数字を利用し、他の項目は JPR が推計。発行済株式数は自己株式を除く。

ディスクレーム

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュが「ANALYST NET」のブランド名で発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

□ 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。株式会社ティー・アイ・ダヴリュは原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております）。

□ 株式会社ティー・アイ・ダヴリュは、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

□ 執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。

□ 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

□ 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

□ 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

□ 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、株式会社ティー・アイ・ダヴリュならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

□ 本レポートの著作権は、原則として株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、株式会社ティー・アイ・ダヴリュの承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。

□ 「ANALYST NET」は株式会社ティー・アイ・ダヴリュの登録商標です。