

2012年8月21日（火）

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
永田 昌寿

■開発・製造と商社機能を併せた独自のモデル

「ファブレス&ファクトリー」を事業方針に、自動車関連部品を中心として情報通信関連部品も手がけるサプライヤー。開発・製造（ファクトリー）から部品会社とメーカーを仲介する商社機能（ファブレス）を併せ持つ独自のビジネスモデルを構築。多種多様な精密部品加工が強みで売上高の95%を自動車関連部品が占める。すべての日系自動車メーカー（間接取引含む）のほか、自動車部品会社と取引があり、販売先は約300社、仕入先も約300社。

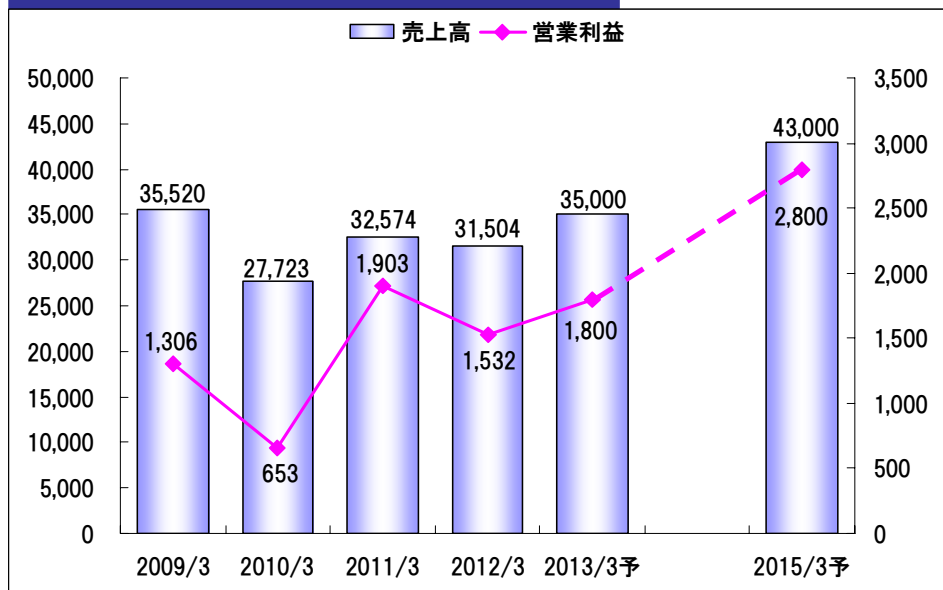
業績は、主力顧客である自動車メーカーの生産台数との相関度が高い。前期（2012年3月期）は、震災やタイ洪水の影響で2期ぶりの減収減益となったが、自動車生産台数の回復を背景に同社の業績も2012年3月期の第1四半期（4-6月期）に底入れ。8月7日に発表された2013年3月期の第1四半期（4-6月期）決算は、売上高8,804百万円（前年同期比21.4%増）、営業利益494百万円（同63.1%増）と回復基調を継続している。2013年3月期は2ケタ増収増益の見通し。

新中期経営計画「Challenge to Change」を公表し、最終年度となる2015年3月期に売上高43,000百万円（2011年3月期比36.5%増）、営業利益2,800百万円（同82.8%増）を計画。海外展開と独自技術品の拡大が成長戦略上のポイントとなる。

■Check Point

- ・自動車関連部品及び情報通信関連部品のサプライヤー
- ・独自技術の自社開発品と豊富な取り扱い商品数が強み
- ・配当は前期の15円から18円と増配を予定

連結業績の推移（単位：百万円）



沿革

オーハシ技研は冷間鍛造部品の供給拠点として拡張に成功

1987年の米国進出を皮切りに、英国、タイ、中国と海外に展開。主に日系自動車メーカー向けの製造・販売拠点となっている。外部経営資源の導入では、子会社のオーハシ技研で実績がある。2007年4月に、協栄鉄工(株)より事業譲受にてオーハシ技研を買収後、冷間鍛造部品の供給拠点として拡張に成功している。2011年には、タイの洪水で長期間生産を停止したOHASHI S.I.(THAILAND)を2012年に清算することを決定し、海外拠点は3販社を含む9拠点。自社生産拠点は海外6拠点と国内のオーハシ技研で7拠点体制となっている(2012年3月末)。

| 沿革 | |
|----------|---|
| 1953年 3月 | 大橋吉夫氏が大橋商事(株)を東京都中央区に設立-ボルト、ナット等の締結部品販売が主業務 |
| 1970年 5月 | 自動車メーカー及び協力会社取引開始-顧客仕様の特殊部品が主要取扱商品 |
| 1973年 6月 | 自動車、家電メーカー向けの精密機能部品の取扱いを開始 |
| 1980年11月 | OA、AVメーカー向けに精密機能部品の取扱いを開始 |
| 1987年 4月 | 米国オハイオ州に販売子会社Fas Tac Inc.(現、OHASHI TECHNICA U.S.A., INC.)を設立 |
| 1987年 5月 | 商号を株式会社オーハシテクニカに変更 代表取締役社長に久保清氏が就任 |
| 1994年 3月 | 米国オハイオ州に製造子会社O.S.Technology,Inc. (現、OHASHI TECHNICA U.S.A., MANUFACTURING INC.)を設立 代表取締役社長に古尾谷健氏が就任 |
| 1995年 2月 | タイに販売子会社OHASHI TECHNICA (THAILAND) CO., LTD.を設立 |
| 1997年 1月 | 本社を東京都新宿区西新宿に移転 |
| 1997年 8月 | 英国に販売子会社OHASHI TECHNICA UK, LTD.を設立 |
| 1999年12月 | 株式を店頭市場(現JASDAQ)に登録 |
| 2000年 1月 | タイに製造子会社 OHASHI SATO (THAILAND) CO., LTD.を設立 |
| 2000年10月 | 中国上海市に製造子会社 大橋精密電子(上海)有限公司を設立→情報通信部品の主力供給拠点 |
| 2002年 6月 | 物流子会社(株)オーティーシーロジスティクス(現、(株)オーハシロジスティクス)を設立 |
| 2002年10月 | 東京証券取引所2部へ上場 |
| 2002年12月 | 中国上海市に販売子会社 大橋精密件(上海)有限公司を設立 |
| 2003年 9月 | 東京証券取引所第一部へ指定替え |
| 2004年 9月 | 中国広州市に製造子会社 大橋精密件製造(広州)有限公司を設立 |
| 2004年11月 | タイに製造子会社 OHASHI S.I. (THAILAND) CO., LTD. を設立 |
| 2006年10月 | 国内初M&A。オーハシ技研を買収→冷間鍛造品の主力拠点へ |
| 2007年 4月 | 代表取締役社長に前川富義氏が就任 |
| 2007年 6月 | 新中期経営計画「グローバル600」を発表(2012年3月期を最終年度とする5カ年計画) |
| 2007年11月 | 大橋精密件(上海)有限公司-中国武漢市に武漢分公司設立 |
| 2008年10月 | オーハシ技研工業、仙台工場を設立 |
| 2009年 4月 | 広島営業グループを開設 |
| 2009年 7月 | ファスニング営業部を開設 |
| 2009年10月 | 本社を現在の東京都港区虎ノ門に移転 |
| 2009年11月 | 中国広州市に製造子会社 広州大中精密件有限公司を設立(出資比率70%) |
| 2011年 7月 | タイの製造子会社 OHASHI S.I. (THAILAND) CO., LTD. の清算を決定 |
| 2012年 1月 | (出所) 有価証券報告書よりフィスコにて一部加筆・抜粋 |

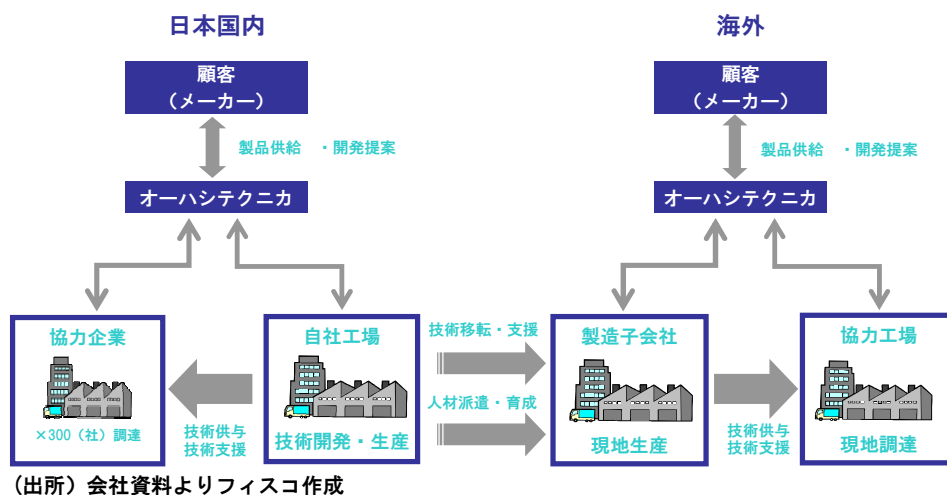
■ 事業概要

自動車関連部品及び情報通信関連部品のサプライヤー

「ファブレス&ファクトリー」を事業方針に、自動車関連部品を中心として情報通信関連部品も手がけるサプライヤー。自社及びパートナーとの共同開発のほか自社製造も行い、部品会社とメーカー先を仲介する商社機能を併せ持つ独自のビジネスモデルを構築している（下段-上図を参照）。売上高の95%を自動車関連部品が占めており、すべての日系自動車メーカー（間接取引含む）、系列自動車部品会社と取引がある。多種多様な精密部品加工が強みで販売先は約300社、仕入先も約300社。自社製品の売上高は開示されていないが、財務資料で開示されている生産金額と仕入実績から18~20%と推定される。

下段-下表にて同社の取引先上位10社の推移を示したが、2008年度以降、若干の順位の変動はあるものの、上位取引先はほぼ固定化されている。なお、2001年3月期~2004年3月期はNECが全社の中で首位だったが、これは折り畳み式携帯電話の普及によって、ヒンジ（接合部品）の取引量が急拡大していたためだ。

ファブレス&ファクトリー図



主要取引先上位10社

| 順位 | 2001/3 | 2002/3 | 2009/3 | 2010/3 | 2011/3 | 2012/3 |
|----|-----------|----------|---------|----------|----------|---------|
| 1 | NEC | NEC | 日野自動車 | 日野自動車 | 日野自動車 | 日野自動車 |
| 2 | ユニシアジェックス | 日立AS (注) | 本田技研工業 | 本田技研工業 | デンソー | デンソー |
| 3 | 本田技研工業 | 日野自動車 | デンソー | デンソー | 本田技研工業 | 本田技研工業 |
| 4 | アイシン精機 | 本田技研工業 | 日産自動車 | 日産自動車 | 日産自動車 | 日産自動車 |
| 5 | 日野自動車 | アイシン精機 | トヨタ自動車 | トヨタ自動車 | アイシン精機 | 三菱ふそうTB |
| 6 | いすゞ自動車 | デンソー | アイシン精機 | アイシン精機 | トヨタ自動車 | アイシン精機 |
| 7 | 三菱自工 | いすゞ自動車 | 三菱ふそうTB | 日立AS | 日立AS | トヨタ自動車 |
| 8 | トヨタ自動車 | 三菱ふそうTB | 日立AS | 三菱ふそうTB | 三菱ふそうTB | いすゞ自動車 |
| 9 | 日立製作所 | 住友電工グループ | いすゞ自動車 | いすゞ自動車 | いすゞ自動車 | 日立AS |
| 10 | 日産自動車 | トヨタ自動 | 武部鉄工所 | ティ・エステック | ティ・エステック | 武部鉄工所 |

(出所) 会社資料

(注) NECは、非自動車部品の取引先

三菱ふそうTBは三菱ふそうトラックバスの略、日立ASは日立オートモティブシステムズの略

■事業概要

約300社の仕入先と自社製品で取扱い部品は約2万種

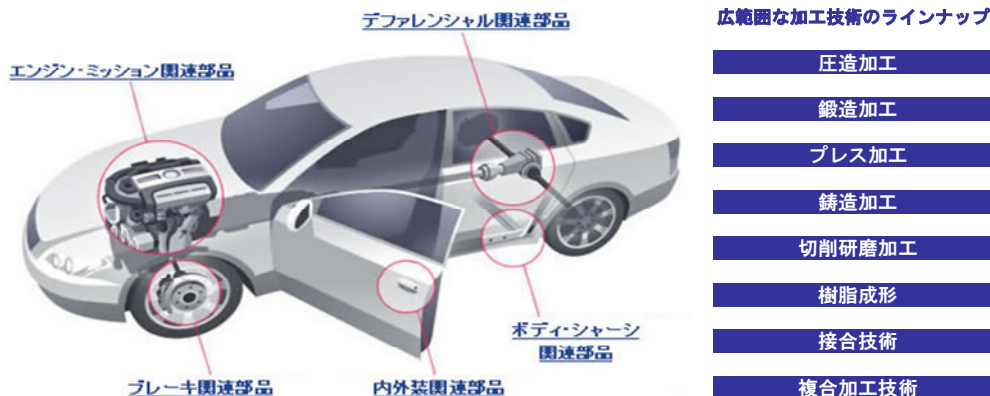
・自動車関連部品事業

同社の自動車関連事業は、連結売上高の95%を占める中軸事業である（下段-上表参照）。樹脂成形部品の取扱いはあるものの、精密加工部品の供給が中心となっている。加工技術のラインナップは広く、下表-右のように現在普及している大半の加工法を網羅している。同社は、約300社の仕入先と自社生産で約2万種の自動車部品を取扱い、販売先である自動車メーカーに対して開発段階から最適な部品の提案を行っている。自社生産では、コスト競争力に優れた精密冷間鍛造や自社開発した圧入プロジェクション技術（注）に強みを持つ。

自動車関連売上高の推移（単位：百万円）

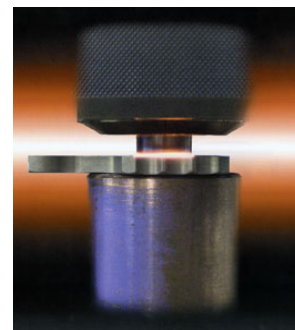
| | 2006/3 | 2007/3 | 2008/3 | 2009/3 | 2010/3 | 2011/3 | 2012/3 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 自動車関連売上高 | 29,286 | 31,605 | 38,993 | 32,789 | 25,839 | 30,185 | 29,984 |
| 前期比 | +16.4% | +7.9% | +23.4% | -15.9% | -21.2% | +16.8% | -0.7% |
| 連結売上構成比 | 90.4% | 90.8% | 90.8% | 92.3% | 93.2% | 92.7% | 95.2% |

（出所）有価証券報告書、決算短信



（出所）会社資料より抜粋

（注）圧入プロジェクション技術（右図：会社HPより）とは、正式には「圧入プロジェクション接合法」で同社が開発した独自の溶接技術である。加工対象部材に圧力を加えて、電極で通電して圧力と抵抗発熱で部品同士を密着させる技術（固相拡散接合と呼ばれる）。接合部分の強度が高く、自動車部品の高機能・高品質化と低コスト化が可能となる。現在、自動車のトランスミッションやエンジン制御装置構成部品などで、トヨタ、ホンダ、日産をはじめほぼ全社で採用実績がある。なお、同社では、圧入プロジェクション接合自社開発の技術で9件の国内特許を取得している。



■事業概要

ヒンジ技術を車載用部品へ展開し拡大策を模索

・情報通信関連部品事業

情報通信関連事業は、折り畳み式携帯電話や携帯ゲーム機用のヒンジが中心である。かつて、折り畳み式携帯電話や携帯用ゲーム機の普及でヒンジ事業が急拡大し、ピーク時期は同社の連結売上高の13%、同セグメント利益の18%に達した。だが、スレートタイプ（板状）が主流のスマートフォンの普及で需要が縮小傾向にある。

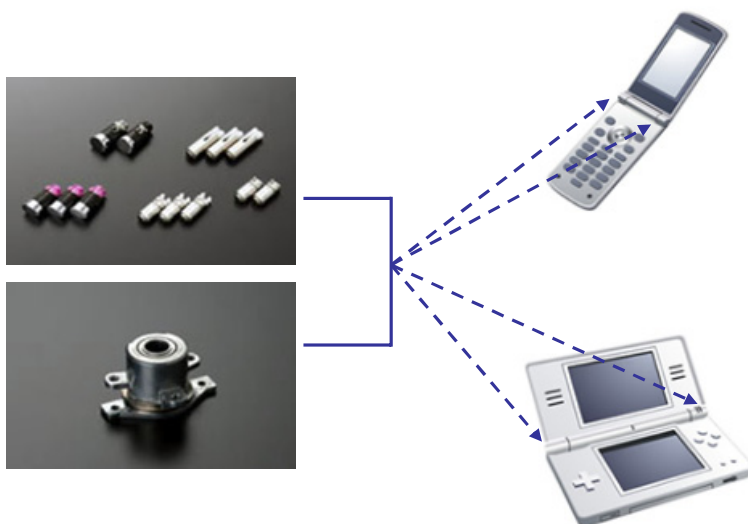
同社では、数年前からヒンジ関連事業に対する新規の投資を停止しており、事業縮小均衡策を打ってきたが、前2012年3月期は小幅ながら赤字に陥ったもよう。ヒンジの主力生産拠点である大橋精密電子（上海）有限公司の設備金額は、152百万円（2010年12月末残高であり、同事業損益悪化に伴う減損等リスクは同金額が目安になると考えられる。

なお同社は、足元でヒンジ技術を車載用に展開することで縮小均衡から拡大策を模索しており、すでに車載部品で納入実績も出始めているようだ。

情報通信関連部品の推移（単位：百万円）

| | 2006/3 | 2007/3 | 2008/3 | 2009/3 | 2010/3 | 2011/3 | 2012/3 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 情報通信関連部品 | 1,894 | 1,919 | 2,475 | 1,642 | 1,177 | 1,383 | 605 |
| 前期比 | +25.1% | +1.3% | +29.0% | -33.7% | -28.3% | +17.5% | -56.3% |
| 連結売上構成比 | 5.9% | 5.5% | 5.8% | 4.6% | 4.2% | 4.2% | 1.9% |

（出所）有価証券報告書、決算短信



■事業概要

国内大手事務機器メーカー向けの部品供給がメイン

・その他関連事業

産業機器用部品、設備機器部品などがメインだが、頭打ちの状況にあるようだ。損益については、セグメント情報での開示義務がないために公表されていないが、決算説明会資料等から、利益率は3セグメントで一番高いと推定される。

その他関連部品の推移（単位：百万円）

| | 2006/3 | 2007/3 | 2008/3 | 2009/3 | 2010/3 | 2011/3 | 2012/3 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| その他関連部品 | 1,205 | 1,279 | 1,460 | 1,088 | 706 | 1,005 | 915 |
| 前期比 | +4.6% | +6.1% | +14.2% | -25.5% | -35.1% | +42.4% | -9.0% |
| 連結売上構成比 | 3.7% | 3.7% | 3.4% | 3.1% | 2.6% | 3.1% | 2.9% |

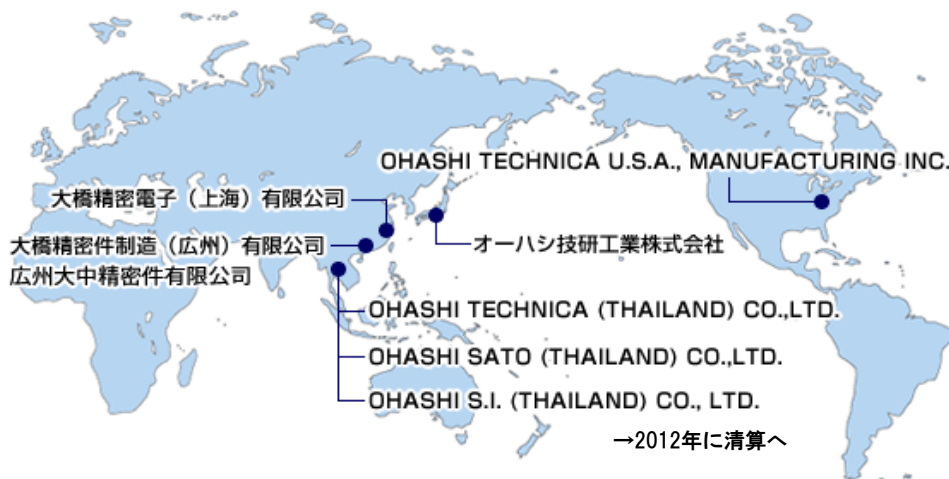
(出所) 有価証券報告書、決算短信

海外展開はパートナーと連携しての拡大策が中心

・グローバルネットワーク

同社のグローバルでのネットワークは以下の図と表で示した。日本では、本社とオーハシ技研工業、海外は、米国、英国、中国、タイと自動車産業の主要地に9拠点を持つ。生産拠点はOHASHI S.I.を清算したために7拠点となる。海外拠点の主な取引先は、日系自動車メーカーとなっており、海外自動車メーカーに対する直接取引はないようだ。連結売上高に占める海外売上高は33%（2012年3月期実績）。自社製品の売上高は開示されていないが、有価証券報告書にて公表されている生産金額5,047百万円（2011年3月期実績）から推定すると、連結売上高の18~20%を占めていると考えられる。今後は、プレス部品会社のナカヒョウと合併にて設立した広州大中精密件有限公司の例のように、パートナーと連携しての拡大策が中心となるようだ。

グローバル製造拠点



(出所) 会社資料に加筆



■事業概要

子会社一覧

| 会社名 | 国 | 事業内容 | 詳細 |
|-------------------------------------|----|-----------------|-----------------------------|
| オーハシ技研工業 | 日本 | 自動車関連-製造 | 冷間鍛造プレス部品、精密冷間圧造部品、精密切削研削部品 |
| 大橋精密件(上海) | 中国 | 自動車関連-販売 | 自動車関連部品の販売 |
| 大橋精密件製造(広州) | 中国 | 自動車関連-製造 | ナット類、カラー・ピン類、特殊品 |
| 大橋精密電子(上海) | 中国 | 情報通信関連-製造・開発・販売 | 携帯電話用ヒンジ、ゲーム機用ヒンジ |
| 広州大中精密件 | 中国 | 自動車関連-製造 | プレス関連部品 |
| OHASHI TECHNICA(THAILAND) | タイ | 自動車関連-製造・販売 | 精密切削研削部品 |
| OHASHI SATO(THAILAND) | タイ | 自動車関連-製造 | ナット類、カラー・ピン類、特殊品 |
| OHASHI TECHNICA U.S.A | 米国 | 自動車関連-販売 | 自動車関連部品の販売 |
| OHASHI TECHNICA U.S.A MANUFACTURING | 米国 | 自動車関連-製造 | ナット類、カラー・ピン類、特殊品 |
| OHASHI TECHNICA UK | 英国 | 自動車関連-販売 | 自動車関連部品の販売 |

独自技術の自社開発品と豊富な取り扱い商品数が強み

・SWOT分析

取材を元に同社の強みと弱みを簡易的にSWOT表にまとめたものが以下である。同社の経営を取り巻く外部環境と経営の現状とについて、SWOT分析で簡便表にて表した。なお、SWOT分析とは、強み「Strength」、弱み「Weakness」、機会「Opportunity」、脅威「Threat」の4つに区分して、組織のビジョンや戦略を企画立案する際に利用する、現状を分析する一般的な手法である。

内部要因の強みは、独自技術の圧入プロジェクトのほか、精密冷間鍛造など技術的な強みを持つ自社開発品が、同社の成長力を左右する最重要なファクターであることが考えられる。また、幅広い取引先を持つことから収益面でのリスク分散効果がある点も指摘できる。弱みは、海外でのサプライチェーン構築を顧客の生産シフトに合わせてタイムリーに行うことができるかどうかのほか、自動車部品への技術転用で収益改善を図っている情報通信関連事業の動向が鍵を握る。

外部要因の強みは、自動車メーカーが系列外取引拡大など調達先を増やすこと、単品部品の取扱いでなく、2万点を超える豊富な取扱商品数を武器に収益機会が追及できることが挙げられる。また、好財務を利用したM&Aなど外部経営資源の獲得や資本提携のほか、技術開発投資拡大などの選択肢がある点だ。一方、弱みは、大型車や普通車、商用車と比較して1台当たり搭載部品点数の少ないコンパクトカー（軽自動車など）の普及。また、円高によって輸出採算の悪化や外貨建て資産の換算差損が生じる為替変動リスクも上げられる。

SWOT分析表

| | | 好影響 | 悪影響 |
|------|--|--|---|
| | | <機会 (Opportunity)> | <脅威 (Threat)> |
| 外部環境 | | <ul style="list-style-type: none"> 自動車メーカーの調達先の拡大 豊富な取扱商品での収益機会拡大 M&Aや提携等で外部成長機会の取り込み | <ul style="list-style-type: none"> 部品点数の少ないコンパクトカーの普及 急激な自動車メーカーの海外生産シフト 為替変動リスク |
| | | | <強み (Strength) > |
| 内部環境 | | <ul style="list-style-type: none"> 幅広い取引先を持つリスク分散効果 ユニークな自社開発品による潜在成長力 好財務を背景とする投資・開発能力 | <ul style="list-style-type: none"> 海外でのサプライチェーン急拡大への対応力 技術競争に劣位となる可能性 非自動車関連部品の収益力低下 |



■事業リスク

自動車産業への依存度は高いが取引先は分散

同社の事業リスクは、有価証券報告書等に記載されている3点と、取材を元に3点を追加した。

(1) 国内外経済・景気変動リスクについて

(2) 為替変動リスクについて

ドル、ポンド、人民元、タイバツ建ての外貨決済があるが、最も影響を受けるのはドルである。為替に対する業績へのエクスポージャー（感応度）は、前2012年3月期決算にて1ドル1円の変動で売上高は約80百万円、営業利益40百万円となっていたようだ。

(3) 特定産業への依存度が高いことについて

自動車関連部品が連結売上高の95%を占めるために、特定産業（自動車産業）への依存度は高い。同社の取引先は、概算で販売先300社、調達先300社と幅広く、特定のメーカーに高く依存する系列色はなく、独立系の位置付けにある。特定産業への依存度は高いが、取引先の分散はできているという訳だ。

(4) 日系自動車メーカーに対する高依存度について

同社の取引先は日系自動車メーカーと関連部品会社为中心となっており、海外メーカーとの取引は一部の間接的な取引を除くと皆無の状況にある。現状、日系メーカー内でのシェアが高くないために、現状の取引先での取引拡大を優先している。

(5) 車種別構成変動に伴うリスク

前項のSWOT分析にも記載しているが、部品サプライヤーとしてのリスクは、普通車や大型車と比較して、搭載される部品点数の少ない軽自動車（コンパクトカー）や新興国向け低価格車が普及することが考えられる。

(6) 海外生産シフトに遅延するリスク

同社では、海外7拠点を構えており、顧客の海外生産への対応は行っている。ただし、自社生産に対する経営資源が限られていることから、自社が強みを持つ戦略的な部品生産以外は、現行の海外進出の中心戦略である調達先との共同進出のほか、将来的には現地部品メーカーからの調達など新たなサプライチェーンの構築が必要である。取引先自動車メーカーの海外生産シフトと同社のサプライチェーンの構築とに時間的な差が発生した場合は、業績に影響を受ける可能性がある。

■業績動向

連結売上高（左）・営業利益（右）の地域別増減（単位：百万円）

| 売上合計 | | | 営業利益合計 | | |
|-------------|--------|-------------|-------------|---------|-------------|
| 【2012/3 1Q】 | | 【2013/3 1Q】 | 【2012/3 1Q】 | | 【2013/3 1Q】 |
| 7,249 | → | 8,804 | 303 | → | 494 |
| | +1,555 | | | +191 | |
| | +21.4% | | | +63.1% | |
| 日本 | | | 日本 | | |
| (4,048) | +1,374 | (5,422) | (134) | +278 | (412) |
| | +33.9% | | | +207.5% | |
| 米州（※） | | | 米州（※） | | |
| (1,706) | +320 | (2,026) | (42) | +49 | (91) |
| | +18.7% | | | +113.9% | |
| 中国 | | | 中国 | | |
| (459) | +67 | (526) | (▲5) | +29 | (24) |
| | +14.5% | | | 黒字転換 | |
| アセアン（タイ）（※） | | | アセアン（タイ）（※） | | |
| (768) | ▲265 | (503) | (88) | ▲105 | (▲17) |
| | -34.4% | | | 赤字転換 | |
| 欧州（英国） | | | 欧州（英国） | | |
| (266) | +62 | (325) | (0) | +15 | (15) |
| | +22.2% | | | | |

（出所）決算短信

（※）2013年3月期の第1四半期よりセグメント名を変更、北米→「米州」、アジア→「アセアン」

（注）セグメント利益は営業利益を調整した値

配当は前期の15円から18円と増配を予定

・2013年3月期の業績見通し

会社計画では、売上高35,000百万円（2012年3月期比11.1%増）、営業利益1,800百万円（同17.4%増）、経常利益1,800百万円（同17.8%増）、当期利益1,050百万円（同48.2%増）。自動車生産台数の回復による自動車関連事業が伸長する見通し。情報通信事業は、前期並みの業績を想定。同事業では、自動車関連部品へ生産シフトするなどの収益改善策が打たれている。

地域別セグメントでは、アジア（タイ）以外はすべて増益見通し。減益想定のアジア（タイ）は、洪水の影響が残るためだ。稼働率が被災前の水準に復元するまでの機会損失や調達ロス等が響く。工場が被災した子会社OHASHI S.I.(THAILAND)は清算し、代替設備を別子会社に導入することで対応予定。浸水で廃棄予定の同子会社の機械設備等は、損害保険でほぼカバーできるために最終利益への影響は軽微。

業績予想の変動リスクとしては、想定以上の円高や欧州等の国際経済情勢の変化に伴う自動車生産台数の動向が挙げられる。なお、配当は前期の15円から18円と増配を予定。



■新中期経営計画「Challenge to Change」

2015年3月期の営業利益は82%増の28億円

販売・調達・製造・開発において戦略が示されているが、ポイントは、
 (1) グローバルなサプライチェーン拡大による増収策、(2) 自社が強みを持つ
 圧入プロジェクトや精密冷間鍛造技術の適用範囲拡大、(3) 携帯電話
 用ヒンジ技術の車載関連部品への応用展開の3つと考えられる。

(1) に関しては、取引先等と共同での海外展開が想定されている。前2012
 年3月期にすでに実績があり、中国広東省広州市にてプレス部品の製造・販売
 会社（広州大中精密件有限公司）を取引先であるプレス部品メーカーである
 (株)ナカヒョウと合併で設立した。自社の生産面での経営資源に限りがあるた
 めに、今後こうした案件が増えていく可能性が高いと考えられる。

(2) の圧入プロジェクトは、自社開発の独自技術品ながら、自動車の
 トランスミッションやエンジン制御装置構成部品などで、ほぼ全メーカーなど
 に採用されており、4~5年前からの累計生産数量は5,000万個（売上高は非開
 示）に達しているもよう。精密冷間鍛造もコスト競争力に優れた製法で、同社
 が得意とする応用範囲が広がれば収益の柱に育つ可能性を秘める。

当該中期経営計画に対する業績変動リスクとして、円高と自動車生産動向に
 左右されることは留意しておく必要がある。

新中期経営計画の目標値（単位：百万円）

| | 【2012/3】 | 【2013/3予】 | 【2015/3予】 | 期間成長額 | 期間成長率 | 年率成長率 CAGR(%) |
|---------|----------|-----------|-----------|---------|---------|------------------|
| | 基準 | | 最終年度 | | | |
| 売上高 | 31,504 | 35,000 | 43,000 | +11,496 | +36.5% | +10.9% |
| 国内 | 21,600 | 22,000 | 27,000 | +5,400 | +25.0% | +7.7% |
| （本体） | (18,800) | | (23,600) | +4,800 | +25.5% | +7.9% |
| （生産子会社） | (2,800) | | (3,400) | +600 | +21.4% | +6.7% |
| 海外 | 10,900 | 13,000 | 17,300 | +6,400 | +58.7% | +16.6% |
| （米国） | (5,500) | | (8,800) | +3,300 | +60.0% | +17.0% |
| （タイ） | (2,400) | | (3,200) | +800 | +33.3% | +10.1% |
| （英国） | (1,000) | | (1,300) | +300 | +30.0% | +9.1% |
| （中国） | (2,000) | | (3,500) | +1,500 | +75.0% | +20.5% |
| （新拠点） | (0) | | (500) | +500 | - | - |
| 連結消去 | (1,000) | | (1,300) | | | |
| 営業利益 | 1,532 | 1,800 | 2,800 | +1,268 | +82.8% | +22.3% |
| 経常利益 | 1,527 | 1,800 | 2,800 | +1,273 | +83.4% | +22.4% |
| 当期利益 | 708 | 1,050 | 1,800 | +1,092 | +154.2% | +36.5% |

（出所）会社資料よりフィスコにて一部加筆

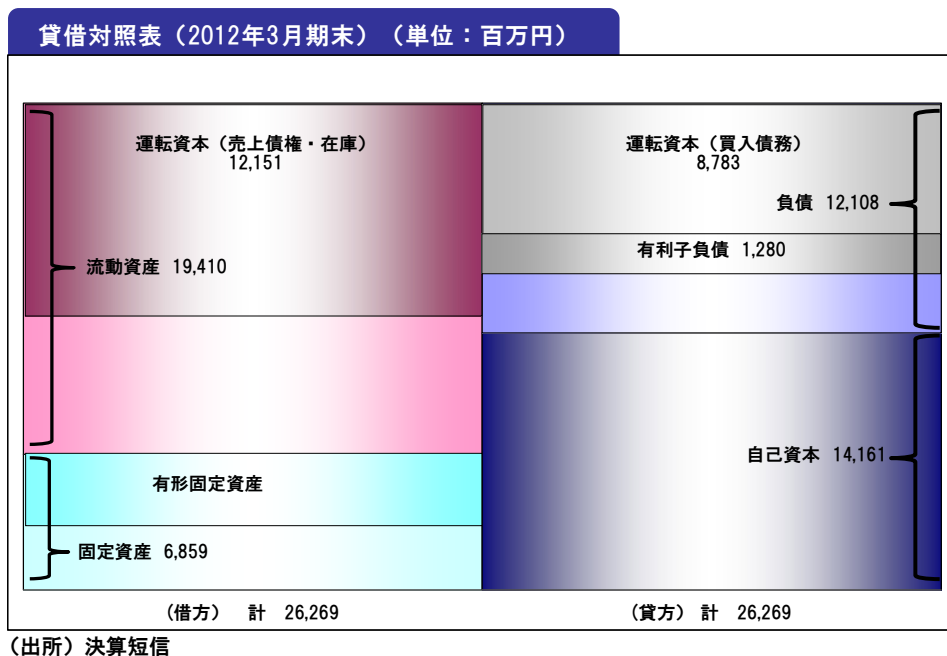
（注）CAGR は、Compound Annual Growth Rateの略で複利での年率平均成長率を示す

■ バランスシートに対する考察

特定取引先への偏重は低く売上債権の貸倒リスクは小さい

同社の連結貸借対照表を簡易に図式化（下図を参照）したが、自己資本比率52.7%、流動比率175%（いずれも2012年3月期末実績）と安全性が高い水準にある。

同社の貸借対照表（バランスシート）の構造は、運転資本と固定資産が過半数を占めており、資産面では商社機能があるために運転資本の負担が重くなる。受取手形・売掛金の売上債権については、売上高の95%を自動車関連事業で占めていることから、自動車メーカーや自動車関連企業取引先が大半を占めている。同社は、取引先300社でかつ特定取引先に対する偏重も低いことから、売上債権に対する貸倒リスクは小さいと考えられる。



■バランスシートに対する
考察

損益計算書（連結、単位：百万円）

| | 2007/3 | 2008/3 | 2009/3 | 2010/3 | 2011/3 | 2012/3 | 2013/3予 | 2015/3予 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 売上高 | 34,804 | 42,928 | 35,520 | 27,723 | 32,574 | 31,504 | 35,000 | 43,000 |
| 売上原価 | 26,568 | 33,191 | 28,034 | 22,023 | 25,281 | 24,891 | | |
| 売上総利益 | 8,236 | 9,737 | 7,486 | 5,699 | 7,292 | 6,613 | | |
| 販管費 | 5,762 | 6,684 | 6,180 | 5,045 | 5,388 | 5,080 | | |
| 営業利益 | 2,473 | 3,053 | 1,306 | 653 | 1,903 | 1,532 | 1,800 | 2,800 |
| 営業外収益 | 234 | 203 | 156 | 99 | 77 | 88 | | |
| 営業外費用 | 20 | 38 | 419 | 113 | 83 | 93 | | |
| 経常利益 | 2,687 | 3,218 | 1,043 | 639 | 1,897 | 1,527 | 1,800 | 2,800 |
| 特別利益 | 99 | 28 | 25 | 3 | 4 | 1 | | |
| 特別損失 | 76 | 132 | 294 | 99 | 97 | 32 | | |
| 税引前利益 | 2,711 | 3,114 | 774 | 543 | 1,804 | 1,496 | | |
| 法人税等 | 1,196 | 1,263 | 680 | 349 | 786 | 786 | | |
| 少数株主持分 | (18) | 36 | 16 | (3) | 12 | 2 | | |
| 当期利益 | 1,532 | 1,813 | 77 | 198 | 1,005 | 708 | 1,050 | 1,800 |
| 伸び率（%、前年比） | | | | | | | | |
| 売上高 | 7.5 | 23.3 | -17.3 | -22.0 | 17.5 | -3.3 | +11 | |
| 営業利益 | 3.3 | 23.5 | -57.2 | -50.0 | 191.1 | -19.5 | +17 | |
| 経常利益 | 8.6 | 19.7 | -67.6 | -38.7 | 196.6 | -19.5 | +18 | |
| 当期利益 | -4.9 | 18.4 | -95.8 | 156.5 | 406.9 | -29.5 | +48 | |
| マージン（%） | | | | | | | | |
| 売上総利益 | 23.7 | 22.7 | 21.1 | 20.6 | 22.4 | 21.0 | - | - |
| 販管費 | 16.6 | 15.6 | 17.4 | 18.2 | 16.5 | 16.1 | - | - |
| 営業利益 | 7.1 | 7.1 | 3.7 | 2.4 | 5.8 | 4.9 | 5.1 | 6.5 |
| 経常利益 | 7.7 | 7.5 | 2.9 | 2.3 | 5.8 | 4.8 | 5.1 | 6.5 |
| 当期利益 | 4.4 | 4.2 | 0.2 | 0.7 | 3.1 | 2.2 | 3.0 | 4.2 |
| 税率 | 44.1 | 40.6 | 87.9 | 64.3 | 43.6 | 52.5 | - | - |
| 一株当り指標（円） | | | | | | | | |
| 発行済株式数（百万株） | 17.7 | 17.7 | 17.7 | 17.7 | 17.7 | 17.7 | 17.7 | 17.7 |
| 当期利益 | 81.4 | 96.1 | 4.5 | 12.7 | 64.3 | 45.3 | 59.4 | 101.8 |
| 株価（円）：2012/8/2 | | | | | | | 540 | |
| 時価総額（百万円） | | | | | | | 9,553 | |
| PER(x) | | | | | | | 9.1 | |
| PBR(x) | | | | | | | 0.7 | |
| 予想配当利回り（%） | | | | | | | 3.1% | |
| ROE（%） | 9.9 | 10.7 | 0.5 | 1.5 | 7.4 | 5.1 | | |
| ROA（%） | 9.2 | 10.3 | 4.8 | 2.7 | 7.3 | 5.8 | | |
| フリーキャッシュフロー | -70.4 | 83.3 | -181.3 | 166.2 | 58.6 | 33.7 | | |
| 株主資本 | 913.7 | 999.6 | 738.8 | 755.2 | 772.7 | 787.2 | | |
| 配当金 | 20.0 | 20.0 | 15.0 | 12.0 | 15.0 | 15.0 | 18.0 | |

(x)：現在発行済株式数ベース

(出所) 有価証券報告書、決算短信

貸借対照表（連結、単位：百万円）

| | 2007/3 | 2008/3 | 2009/3 | 2010/3 | 2011/3 | 2012/3 |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 流動資産 | 20,752 | 21,746 | 14,231 | 17,907 | 18,872 | 19,410 |
| 現・預金 | 7,141 | 7,675 | 4,070 | 6,606 | 7,126 | 6,706 |
| 売上債権 | 8,964 | 9,478 | 4,898 | 7,058 | 6,527 | 7,408 |
| 在庫 | 3,705 | 3,985 | 4,394 | 3,679 | 4,578 | 4,742 |
| 繰延税金資産 | 288 | 306 | 252 | 366 | 349 | 374 |
| その他流動資産 | 651 | 302 | 618 | 197 | 292 | 179 |
| 固定資産 | 7,065 | 9,610 | 8,352 | 7,813 | 7,306 | 6,859 |
| 有形固定資産 | 4,092 | 5,896 | 5,068 | 4,871 | 4,488 | 4,245 |
| 無形固定資産 | 525 | 1,213 | 1,042 | 861 | 703 | 596 |
| (うちのれん) | (28) | (807) | (693) | (603) | (512) | (423) |
| 投資・その他資産 | 2,446 | 2,499 | 2,241 | 2,081 | 2,114 | 2,016 |
| 資産合計 | 27,817 | 31,356 | 22,584 | 25,721 | 26,179 | 26,269 |
| 流動負債 | 10,559 | 12,481 | 6,437 | 9,554 | 10,346 | 11,069 |
| 短期性有利子負債 | 0 | 0 | 240 | 240 | 740 | 1,040 |
| 買掛債務 | 9,208 | 10,657 | 5,530 | 8,132 | 8,288 | 8,783 |
| 未払法人税等 | 501 | 600 | 67 | 388 | 463 | 411 |
| その他流動負債 | 850 | 1,222 | 600 | 792 | 854 | 835 |
| 固定負債 | 962 | 1,005 | 2,933 | 2,659 | 2,006 | 1,038 |
| 債券 | 0 | 0 | 2,260 | 2,020 | 1,280 | 240 |
| 退職給付引当金 | 516 | 545 | 515 | 521 | 556 | 591 |
| その他固定負債 | 445 | 459 | 157 | 118 | 145 | 207 |
| 負債合計 | 11,521 | 13,487 | 9,370 | 12,213 | 12,353 | 12,108 |
| 少数株主持ち分 | 132 | 187 | 142 | 147 | 156 | 235 |
| 株主資本 | 16,163 | 17,682 | 13,069 | 13,359 | 13,669 | 13,925 |
| (自己株式) | (0) | (0) | (-1,958) | (-1,958) | (-1,462) | (-1,462) |
| (利益剰余金) | (11,936) | (13,372) | (12,713) | (12,755) | (13,045) | (13,519) |
| 負債・株主資本合計 | 27,817 | 31,356 | 22,584 | 25,721 | 26,179 | 26,269 |
| 有利子負債 | 0 | 0 | 2,500 | 2,260 | 2,020 | 1,280 |
| (うち受取手形割引) | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 純負債（キャッシュ） | (7,141) | (7,675) | (1,570) | (4,346) | (5,106) | (5,426) |
| 使用総資本 | 16,163 | 17,682 | 15,569 | 15,619 | 15,689 | 15,205 |

(出所) 有価証券報告書、決算短信

(注) 純負債は有利子負債から現預金を控除した額でマイナスは現金剰余状態を表す



■バランスシートに対する
考察

キャッシュ・フロー計算書（連結、単位：百万円）

| | 2007/3 | 2008/3 | 2009/3 | 2010/3 | 2011/3 | 2012/3 |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 営業キャッシュフロー | 1,230 | 3,723 | (1,899) | 3,381 | 1,567 | 1,290 |
| 税金等調整前当期純利益 | 2,711 | 3,114 | 774 | 543 | 1,804 | 1,496 |
| 棚卸資産の増減額 | 14 | (91) | (1,186) | 802 | (1,141) | (297) |
| 仕入債務の増減額 | (139) | 599 | (4,902) | 2,591 | 128 | 625 |
| 売上債権の増減額 | (662) | (231) | 4,118 | (2,120) | 398 | (937) |
| 法人税等の支払額 | (1,222) | (1,209) | (899) | 214 | (723) | (845) |
| その他項目増減額 | (301) | 366 | (867) | 352 | 162 | 424 |
| 投資キャッシュフロー | (2,476) | (2,249) | (1,308) | (441) | (530) | (694) |
| 有形固定資産の取得による支出 | (992) | (1,921) | (1,156) | (520) | (483) | (701) |
| 有形固定資産の売却による収入 | 25 | 44 | 13 | 4 | 2 | 9 |
| 無形固定資産取得売却差 | (56) | (43) | (59) | (30) | (9) | (12) |
| 敷金保証金支出返還差額 | | | | 102 | 48 | 0 |
| その他項目増減額 | (343) | 9 | 0 | 10 | 17 | 16 |
| 財務キャッシュフロー | (324) | (438) | (236) | (434) | (496) | (902) |
| 社債収支戻 | 0 | 0 | 2,500 | (240) | (240) | (740) |
| 自己株式関連勘定 | | | (2,312) | | 0 | |
| 配当金の支払金額 | (423) | (377) | (374) | (156) | (218) | (234) |
| その他項目増減額 | 0 | (64) | (53) | (38) | (38) | (20) |
| 現金及び現金同等物に関わる換算差額 | (19) | (1) | (160) | 31 | (19) | (112) |
| 現金及び現金同等物の増加額 | (1,590) | 1,034 | (3,604) | 2,535 | 519 | (419) |
| 現金及び現金同等物の期末残高 | 6,641 | 7,675 | 4,070 | 6,606 | 7,126 | 6,706 |

(出所) 有価証券報告書、決算短信

■企業価値に対する考察

長期的なエンジン代替リスクに抗する可能性を秘める

同社のビジネスモデルをまとめると、自社技術及び開発力をベースに、商社と製造企業として長所を取り込んだ「ファブレス&ファクトリー」となる。強みのあるプロダクトは、自社生産し、パートナーが強い分野は技術を共有化した上で調達に重点を置くことで、選択と集中が行いやすいなどメリットがある。

同社の企業価値（株価）の判断は、ビジネスモデルの相違点はあるものの、同社の中で取扱いウエイトが高いエンジン回り自動車部品メーカーとの同業他社比較で行うと、比較的説明が付きやすい（下表参照）。

中堅上場企業15社の累計値に基づく株価バリュエーションではPBRが0.5倍と、ROEやROAなどの資本効率の割に低い水準となっている。これは、エンジン車から電気自動車などモーター駆動への長期的な代替リスクの反映していることが一因と推定される。

セクター内での、同社のバリュエーションは、資本効率で15社平均を上回る。また、同社はエンジン以外のプロダクトの供給ラインがあることに加えて、独自の自社技術である圧入プロジェクトの普及など長期的なエンジン代替リスクに抗する可能性も秘めている。潜在価値を引き出しての業績向上と資本効率改善に注目しておきたい。

中堅エンジン関連自動車部品上場企業 株価評価一覧

| コード | 市場 | 企業名 | 時価総額 (百万円) | 株価 (円) | 予想PER (倍) | PBR (倍) | ROE (%) | ROA (%) | 予想配当 利回り (%) |
|--------------|-----------|-----------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------------|
| 6461 | 東1 | 日本ピストンリング | 12,896 | 154 | 5.3 | 0.7 | 14.1 | 5.9 | 2.6% |
| 5605 | 東2 | アイメタルテクノロジー | 6525 | 145 | 9.9 | 0.3 | 3.4 | 2.3 | 2.1% |
| 7214 | 大2 | GMB | 5,327 | 1,022 | 3.6 | 0.3 | 9.5 | 6.8 | 3.9% |
| 7271 | 大2 | 安永 | 4,865 | 376 | 10.4 | 0.4 | 4.3 | 2.8 | 3.2% |
| 5994 | 東2 | ファインシンター | 6,011 | 272 | 5.0 | 0.5 | 10.3 | 6.5 | 3.3% |
| 7628 | 東1 | オーハシテクニカ | 10,225 | 578 | 9.7 | 0.7 | 7.6 | 6.9 | 3.1% |
| 7235 | 東2 | 東京ラヂエーター製造 | 5,184 | 360 | 3.2 | 0.4 | 12.1 | 11.7 | 2.1% |
| 5641 | 東2 | TDF | 2,478 | 156 | 6.0 | 0.4 | 6.0 | 3.1 | 1.3% |
| 6319 | 東1 | シンニッタン | 10,585 | 365 | 7.1 | 0.5 | 6.8 | 7.5 | 3.3% |
| 7299 | 東2 | フジオーゼックス | 6,846 | 333 | 6.0 | 0.3 | 5.8 | 8.1 | 3.0% |
| 7264 | JQS | ムロコーポレーション | 4,916 | 751 | 5.3 | 0.6 | 10.8 | 9.3 | 2.7% |
| 6467 | JQS | ニチダイ | 4,119 | 455 | 7.4 | 0.6 | 8.1 | 7.2 | 3.5% |
| 7219 | JQS | エッチ・ケー・エス | 2,084 | 480 | 29.8 | 0.3 | 0.9 | 1.8 | 2.1% |
| 7265 | JQS | エイケン工業 | 2,088 | 290 | 34.8 | 0.6 | 1.7 | 2.9 | 3.4% |
| 7255 | JQS | 桜井製作所 | 2,320 | 580 | 42.2 | 0.4 | 0.9 | 1.0 | 1.7% |
| 15上場企業合計、平均値 | | | 86,469 | | 6.3 | 0.5 | 7.4 | 5.9 | 2.9% |

(注) 株価は、2012/8/17終値、エッチ・ケー・エスは2012/8/10終値

ディスクレマー（免責条項）

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社大阪証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ