

2013年1月8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
佐藤 謙

■自動車メーカーの生産回復を背景に大幅増益

「ファブレス&ファクトリー」を事業方針とした独立系の自動車関連部品サプライヤー。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97%を自動車関連部品が占める。

2013年3月期の第2四半期（4-9月期）累計決算は日系自動車メーカーの生産回復と新規受注による拡販を背景に、売上高が前年同期比19.4%増と好調に推移、営業利益も増収効果に加えて業務効率化による販管費の抑制によって同64.8%増と大幅増益となった。

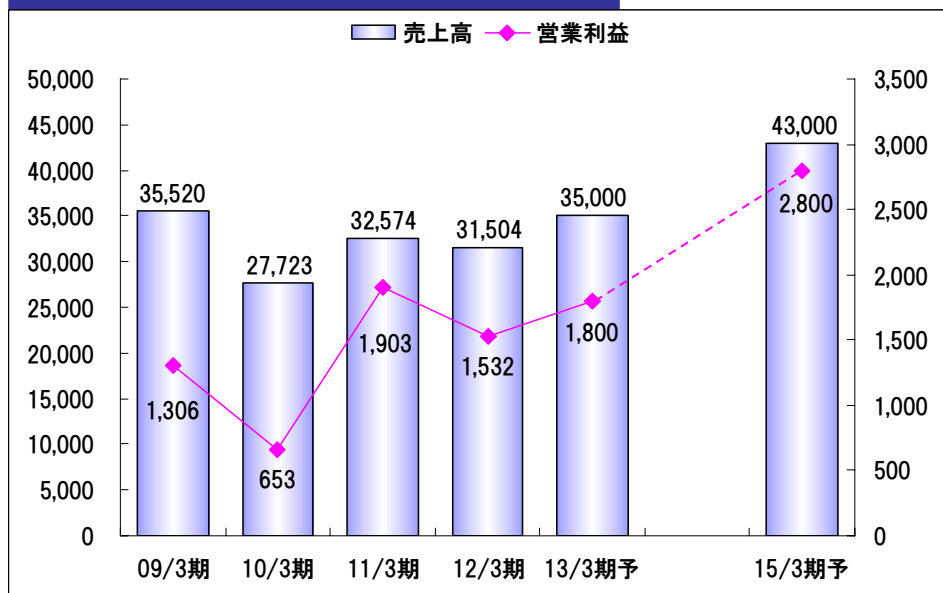
2013年3月期の通期業績は売上高が前期比11.1%増、営業利益が同17.4%増と期初会社計画を維持。日系大手自動車メーカーの中国市場における販売不振がマイナス要因になるとみられるが、第2四半期までの進捗状況が会社計画を上回っていること、為替レートが期中平均予想の79.1円/ドルから円安に進行していることなどから、会社計画の達成は十分可能とみられる。

中期計画最終年度（2015年3月期）の売上高43,000百万円、営業利益2,800百万円の達成に向けて、拡販戦略としては海外工場、とりわけ北米、アセアン地域での能力増強を進め、日系顧客の納入シェアを上げていく方針。また、現在2万点にのぼる商品アイテムのうち不採算、低採算商品の見直しを行い、同時に協力会社からの仕入れコスト低減も進めながら収益性の向上を図っていく。なお、現在8%の水準にある自社株持分についてはもう一段の消却を進めていく予定だ。

■Check Point

- ・アセアン地域の需要回復と円安が追い風
- ・2015年3月期には営業利益で過去最高圏へ
- ・中期計画の最終年度ではPER5倍台

連結業績の推移（単位：百万円）

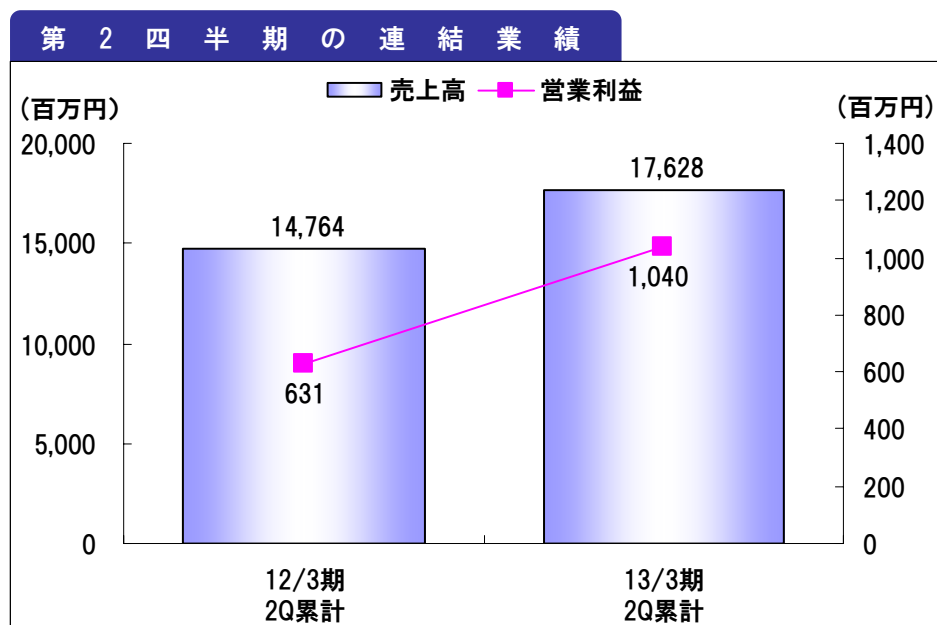


■業績動向

自動車生産の回復や新規受注による拡販効果で増収増益

(1) 2013年3月期の第2四半期累計決算

11月5日に発表された2013年3月期の第2四半期（4-9月期）累計決算は、売上高が前年同期比19.4%増の17,628百万円、営業利益が同64.8%増の1,040百万円、経常利益が同60.1%増の1,013百万円、四半期純利益が同107.2%増の629百万円となった。売上高の増加要因は、国内外における日系自動車生産の回復や新規受注による拡販効果によるもの。一方、営業利益は増収効果に加えて、業務効率の推進、仕入れコストの削減などを進めたことが大幅増益に繋がった。期初計画比に対しても売上高で628百万円、営業利益で190百万円、経常利益で163百万円、四半期純利益で149百万円の上振れとなった。



売上高営業利益率は5.9%と前年同期比で1.6ポイント上昇した。内訳をみると、洪水の影響で上期前半まで稼働率が落ちていたタイ子会社の収益悪化を主因に、売上高粗利益率は前年同期比で0.7ポイント低下の20.7%となったが、業務効率の向上により販売管理費率が2.2ポイント改善したことが、営業利益率の上昇に繋がった。

なお、為替の期中平均レートは1米ドルが79.74円（前年同期比2.30円の円高）となり、為替変動による業績への影響額は売上高で210百万円、営業利益で5百万円の減少要因となった。

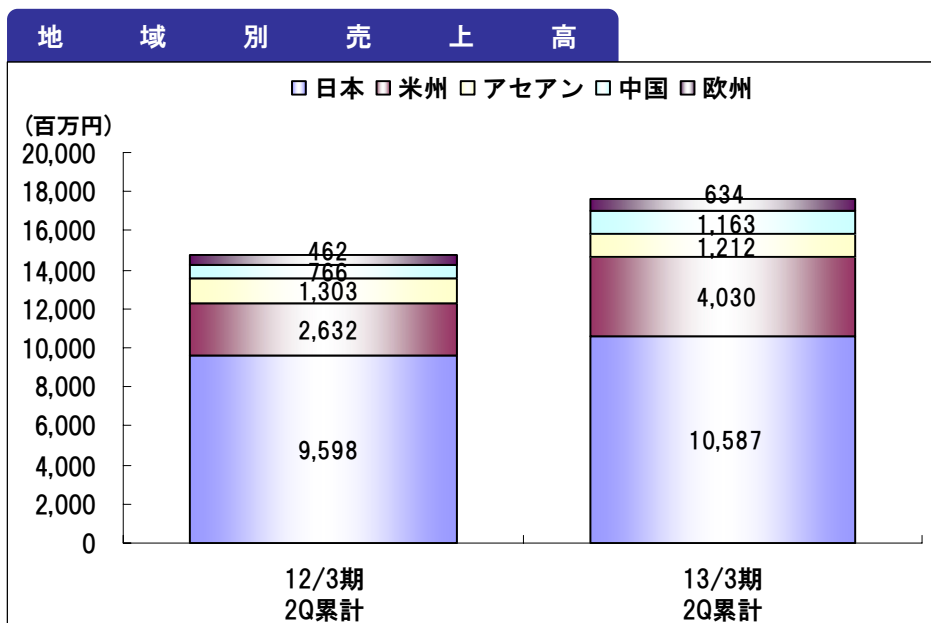
■業績動向

損益計算書（単位：百万円）

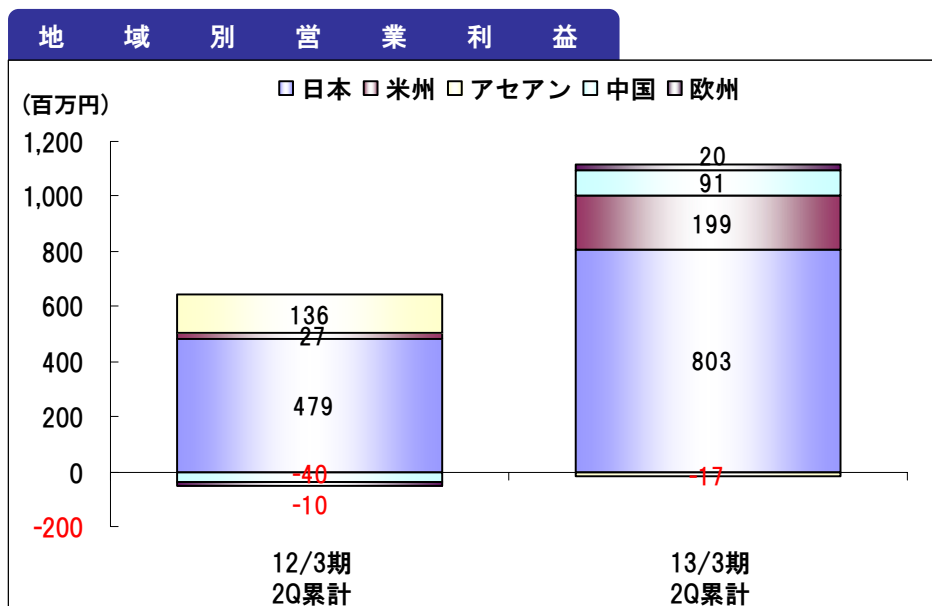
	12/3期	13/3期	13/3期	前年同期比 伸び率	コメント
	2Q累計実績	2Q累計計画	2Q累計実績		
売上高	14,764	17,000	17,628	19.4	日系自動車生産増、新規受注拡販
売上原価	11,599		13,984	20.6	
売上総利益	3,164		3,643	15.2	
販管費	2,533		2,603	2.8	荷造運賃+70、人件費の増加+29
営業利益	631	850	1,040	64.8	増収効果、販管費の抑制
経常利益	633	850	1,013	60.1	
当期利益	303	480	629	107.2	
マージン（％）					
売上総利益	21.4		20.7		タイ洪水の影響
販管費	17.2		14.8		業務効率の向上
営業利益	4.3		5.9		
経常利益	4.3		5.8		
当期利益	2.1		3.6		実効税率の低下50.8%→40.0%

アセアン向けを除いた全ての地域において2ケタ増収

地域別売上高でみると、エコカー補助金制度の導入や新車投入効果で国内向けが前年同期比10.3%増となったほか、海外ではタイ洪水の影響が上期前半まで残ったアセアン向けを除いて全ての地域において2ケタ増収となった。特に米州向けは約7割を占めるホンダ向けの需要回復に伴って同53.1%増と急回復した。また、欧州向けも新規受注による拡販が寄与したことで売上高を伸ばしている。地域別営業利益でも、アセアン（タイ子会社）が赤字となったことを除けば、増収効果などによってそれぞれ増益となった。



■業績動向



セグメント別の売上高については、主力の自動車関連部品が前年同期比22.1%増収の17,074百万円、その他関連部品が同29.2%減の554百万円となった。その他関連部品には産業機械、建設機械関連部品のほか、携帯電話機用ヒンジが含まれているが、それぞれ市場の低迷を背景に減収となっている。

自動車関連部品の業績推移 (単位：百万円)

	11/3期 2Q	12/3期 2Q	13/3期 2Q
売上高	15,393	13,981	17,074
前年同期比	38.4%	-9.2%	22.1%
連結売上構成比	92.6%	94.7%	96.9%

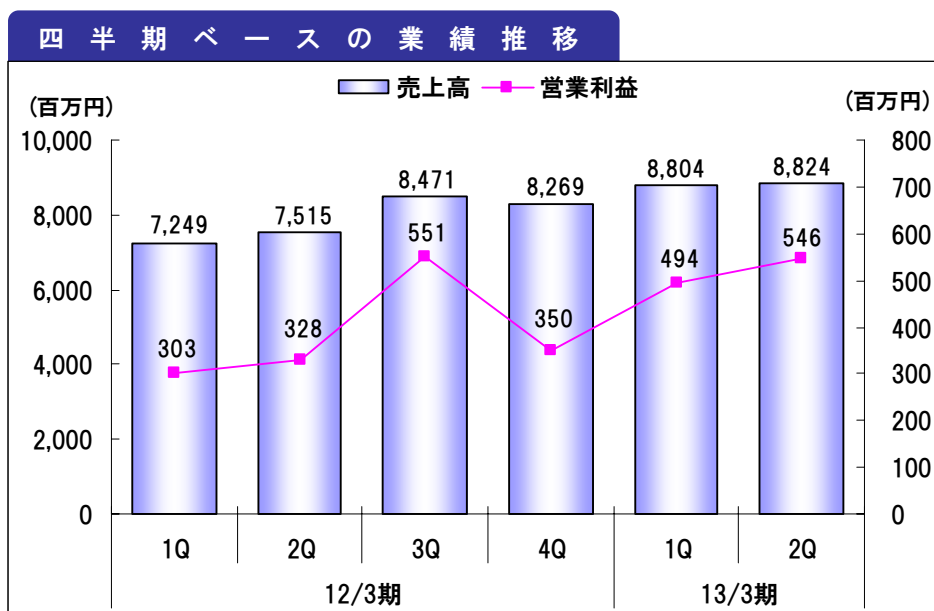
その他関連部品の業績推移 (単位：百万円)

	11/3期 2Q	12/3期 2Q	13/3期 2Q
売上高	1,232	783	554
前年同期比	66.5%	-36.4%	-29.2%
連結売上構成比	7.4%	5.3%	3.1%

なお、四半期ベースでの業績推移はグラフの通りとなっており、第1四半期(4-6月期)比で第2四半期(7-9月期)は増収増益と堅調な推移となっている。



■業績動向



貸借対照表の変化については表の通りで、収益拡大と設備投資の増加によって総資産額は2012年3月期末比で506百万円増加の26,776百万円となった。一方、有利子負債が120百万円減少したほか、自己株式の消却を行ったことで純資産が増加した。この結果、自己資本比率は2012年3月期末の52.7%から54.1%となり、財務状況も良好な状況が続いている。

連結貸借対照表 (単位：百万円)

	12/3期	13/3期 2Q	増減額	コメント
流動資産	19,410	19,784	+374	
現預金	6,706	7,069	+362	利益増加による
在庫	4,742	4,713	▲29	
固定資産	6,859	6,991	+132	
有形固定資産	4,245	4,473	+227	国内外設備投資による
資産合計	26,269	26,776	+506	
負債	12,108	11,969	▲139	
有利子負債	1,280	1,160	▲120	社債の償還による
純資産	14,161	14,807	+646	
自己株式	▲1,463	▲966	+496	自己株式70万株の消却を実施
負債純資産合計	26,269	26,776	+506	

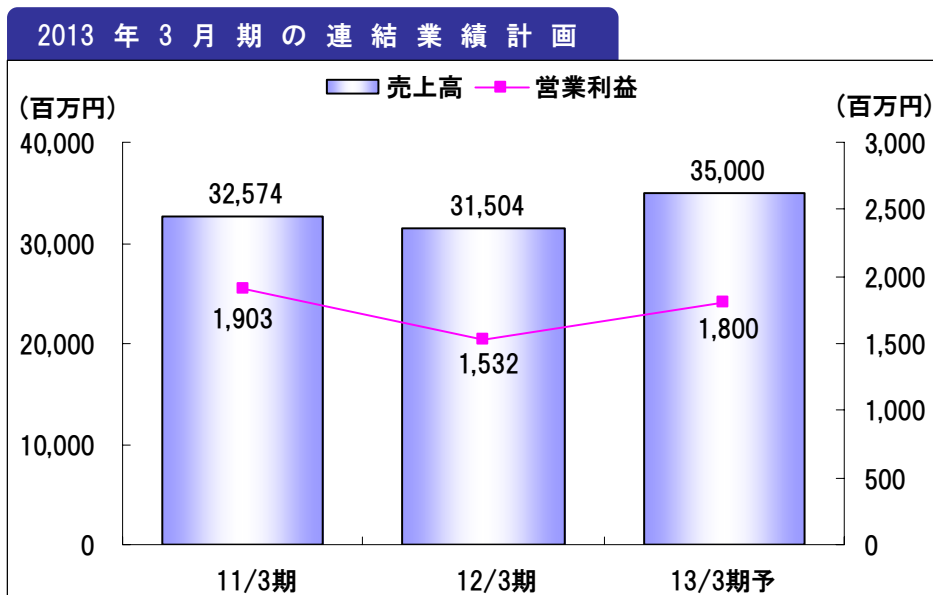


■業績動向

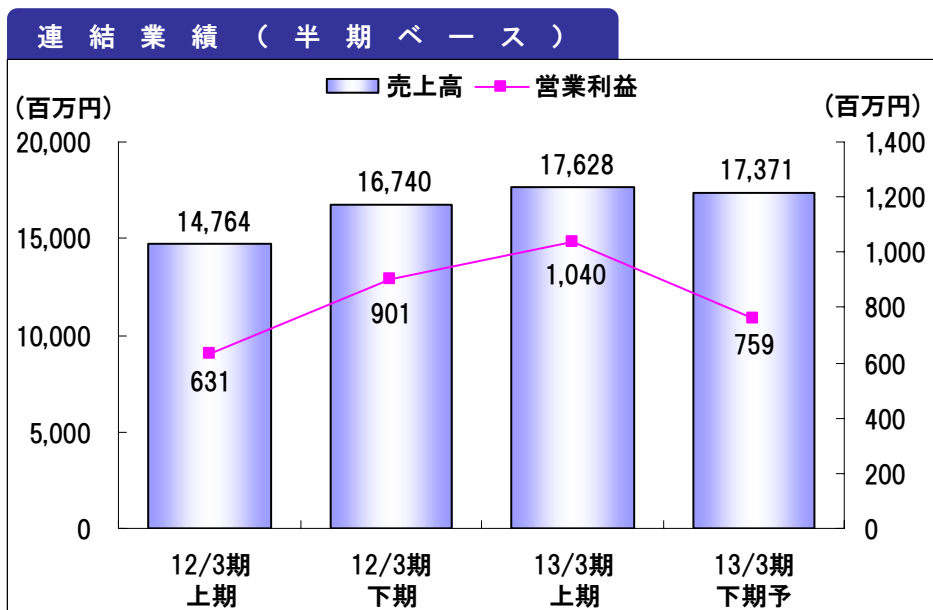
アセアン地域の需要回復と円安が追い風

(2) 2013年3月期見通しについて

2013年3月期の会社側業績見通しは、売上高が前期比11.1%増の35,000百万円、営業利益が同17.4%増の1,800百万円、経常利益が同17.8%増の1,800百万円、当期純利益が同48.2%増の1,050百万円と期初会社計画が維持された。半期ベースでみると当下半年(10-3月期)は対上半期(4-9月期)比で減収減益の予想となる。



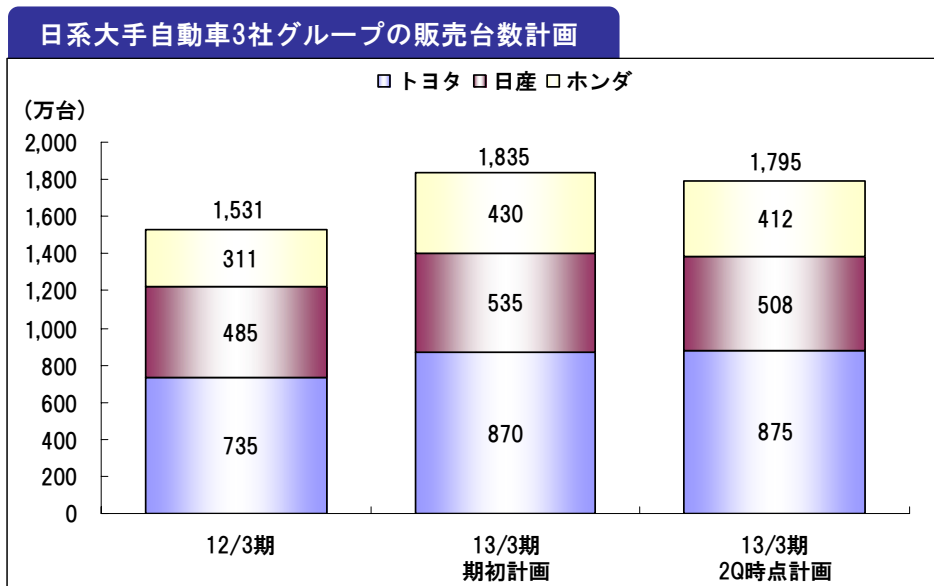
為替レート (期中平均)	12/3期	13/3期予
米ドル	79.84	79.10
タイバーツ	2.62	2.50
ポンド	128.06	125.00
中国元	12.39	12.50



■業績動向

10月以降、中国における日系自動車販売の急減が影響して、日系大手3グループの販売台数が期初計画から6%ほど下方修正されたことや、エコカー補助金制度の終了による国内需要の減少などが外部環境面でのマイナス要因となる。ただし、中国向けの落ち込みはアセアン地域の需要回復でカバーできる見込みであることに加えて、第2四半期（4-9月期）までの進捗状況が当初計画を上回っている。下期についても保守的な計画を立てていたことなどから、会社計画は十分達成可能な水準と弊社ではみている。

また、ここにきての円安進展も収益面ではプラス要因となる。為替の予想レートは通期で79.1円/ドルとなっており（下期は78円台後半）、1円の円安により半期ベースで約50百万円の増収要因となる。営業利益においても、海外子会社における日本からの輸入代金決済や決算をトータルして、プラス効果をもたらすと考えられる。第3四半期（4-12月期）以降に新たに増加する費用項目は特に見当たらないことから、売上高が計画通りの水準で推移するようであれば、営業利益段階では若干の増額が期待できよう。

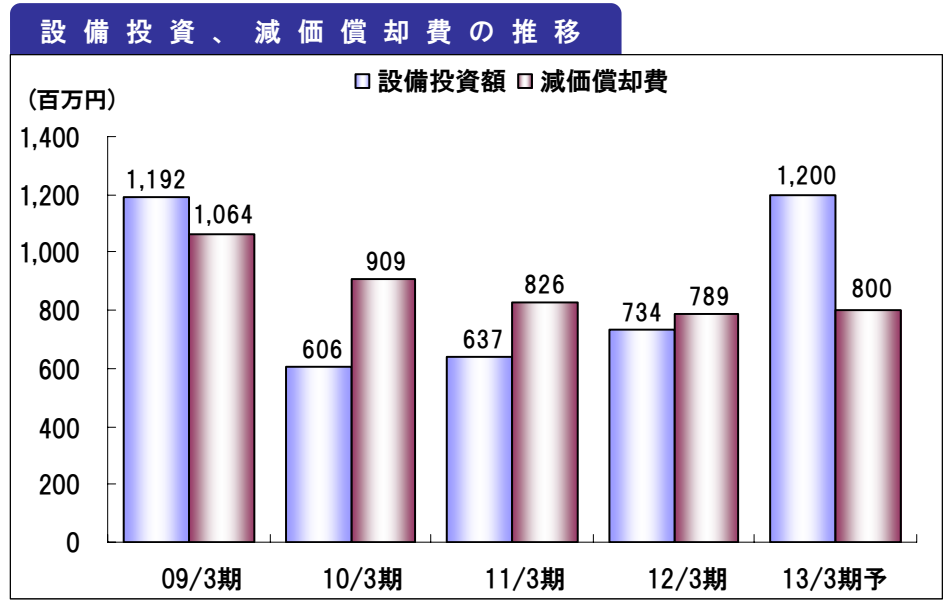


なお、2013年3月期の設備投資計画は前期比で63.5%増の1,200百万円と4期ぶりに1,000百万円を上回る計画となっている。洪水の影響によりタイの子会社で設備の更新投資230百万円を実施した特殊要因も入っているが、主要なものは今後の売上増を見込んだ機械設備、金型投資で、国内外の各生産子会社で実施する計画となっている。

海外子会社に関しては、需要が旺盛な北米子会社で今後、能力増強のための増築を計画している。また、タイにおいても地域内の需要増加に対応するため、工場拡張を検討中だ。中国においては、携帯電話用ヒンジの生産を行っている上海子会社は現状維持の方針で、広州にある自動車関連部品の生産子会社（2社）に関しては、10月以降の稼働率が5～6割の水準まで低下しており、今後の状況を見極めながらの事業運営になってこよう。なお、9月にはメキシコに新たに自動車関連部品の販売子会社を設立している。



■業績動向



■ 中期経営計画

2015年3月期には営業利益で過去最高圏へ

同社は2015年3月期を最終年度とする中期経営計画を進めている。経営目標値に関しては表の通りで、最終年度の2015年3月期は売上高で43,000百万円、営業利益で2,800百万円を目指す計画となっている。

中期経営計画の目標値（単位：百万円）

	【2012/3】 基準	【2013/3予】	【2015/3予】 最終年度	期間成長額	期間成長率	年率成長率 CAGR(%)
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

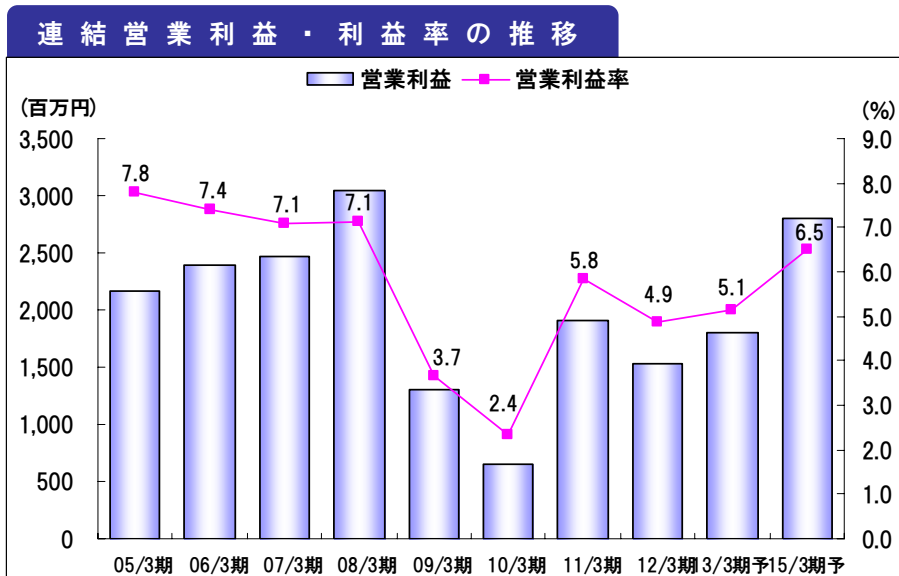
（注）CAGR は、Compound Annual Growth Rateの略で複利での年率平均成長率を示す

地域別売上高でみると、中国、北米の成長率が高くなる計画となっているが、日中領土問題に起因する日系自動車販売の不振が長引くようであれば、中国の生産をアセアン地域に切り替えていく可能性もある。新生産拠点の候補としては11月にトヨタが大型投資を発表したインドネシアが有力候補先となっている。

営業利益率は2013年3月期予想の5.1%から2015年3月期は6.5%まで引き上げていく。営業利益の水準は過去最高益を記録した2008年3月期には及ばないが、それに次ぐ水準となり、過去最高の更新も射程圏内に入ってくる見通しだ。

営業利益率向上に当たっての施策については、まず2万点に上る商品アイテムのなかから不採算品や低採算品の見直しを行い、協力会社からの仕入れコスト削減を進めていくことが挙げられる。同社の商品アイテムは、エンジンやパワートレインなどの精密加工部品や締結部品が中心の外装部品などが主力となっている。顧客ごと、車種ごとに仕様が異なっているため、膨大な種類を取り扱う必要があるが、そのなかで採算性の見直しを精緻に行っていく。協力会社の数も300社程度あるが、今後は新たなパートナー体制の強化を図りながら業務効率の向上を進めていく。

■中期経営計画

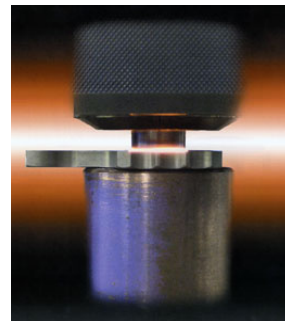


また、現在約2割弱の水準となっている自社生産に関しても、歩留まりの改善などによる生産性向上を進めていくほか、自社生産比率の水準も引き上げていく方針だ。こうしたなかでコアになる協力会社と合併で海外に製造拠点を設けていくケースもでてこよう。

売上高に関しては外資系など新規顧客の開拓ではなく、日系自動車メーカーへの納入シェアを引き上げていくことによって伸ばしていく方針だ。依然、各自動車メーカーへの納入シェアは低く、引き上げの余地が大きいからだ。当面は、北米市場におけるトヨタ、日産向けの納入シェアアップに注力していく。

また将来的には、同社が開発した圧入プロジェクション接合技術（※）を同業他社にライセンス供与することで、特許料収入を得ることも視野に入れている。圧入プロジェクション技術の特徴は、第1に自動車のトランスミッション部分やエンジン制御装置部品など強度が求められる部位において、必要とされる核心部分だけ高い強度を保持できる材料とそれ以外の部分は一般材料を使用し、両者を接合して求められる機能を得ることができる加工技術であること。第2は、「簡素な製造工程」により量産できることがあり、こうしたことにより従来工法に比べて大幅なコストダウンを実現できる生産技術として注目されているものだ。10年ほど前に同社で開発してから現在まで、トヨタ<7203>やホンダ<7267>、日産<7201>などほぼ全ての日系自動車メーカーに採用されている。まだ、売上規模は小さいものの、今後自社での量産拡大も含めて展開が期待される技術である。

（※）圧入プロジェクション接合技術（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。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。



■ 同業他社比較

中期計画の最終年度ではPER5倍台

同社の株価はここ1~2年、600円を挟んで上下100円程度のボックス圏での動きで推移している。企業価値の観点から同業他社との比較でみると表の通りとなる。同社のように「ファブレス&ファクトリー」のビジネスモデルで展開している企業はないものの、同社が主に取り扱うエンジン回りの電装部品メーカーで、企業規模も中堅クラスとなる14社を同業他社の比較対象として選んでいる。

まず、今期の予想PERでは15社平均で8.5倍であるのに対し、同社は8.6倍となっており若干プレミアムが付されている。これは短期的に同業他社の多くが第2四半期(4-9月期)決算時において下方修正を行ったのに対して、同社は第2四半期で期初計画を上回り、通期計画においても期初計画を維持するなど、業績の好調さと信頼性の高さが評価されているものと考えられる。

株価純資産倍率(PBR)に関しても15社平均の0.4倍に対して、同社は0.6倍と若干上回る水準となっている。資本効率の指標である株主資本利益率(ROE)、総資産経常利益率(ROA)ともに15社平均を上回る水準にあり、同社の資本効率の高さが評価されているものと考えられる。とは言え、PBRで1倍を下回っているという点においては、実際の企業価値よりもディスカウントされた水準にあるという点では変わらない。自動車産業がエンジン駆動から電気モーター駆動へとパラダイムシフトが起きつつあるなかで、エンジン回りの部品を手掛ける関連企業は相対的にディスカウント評価されやすくなっているのが背景にあるとみられる。

ただ、前述したように同社の収益成長余力は依然大きく、今後も「ファブレス&ファクトリー」というビジネスモデルを活かした安定的な収益拡大が予想される。同社が発表している中期計画目標の最終年度となる2015年3月期の予想PERでは5.2倍の水準となり、中期計画に関しては株価に織り込まれていない水準とも想定される。豊富な手元キャッシュを活かした株主還元策にも今後期待したい。

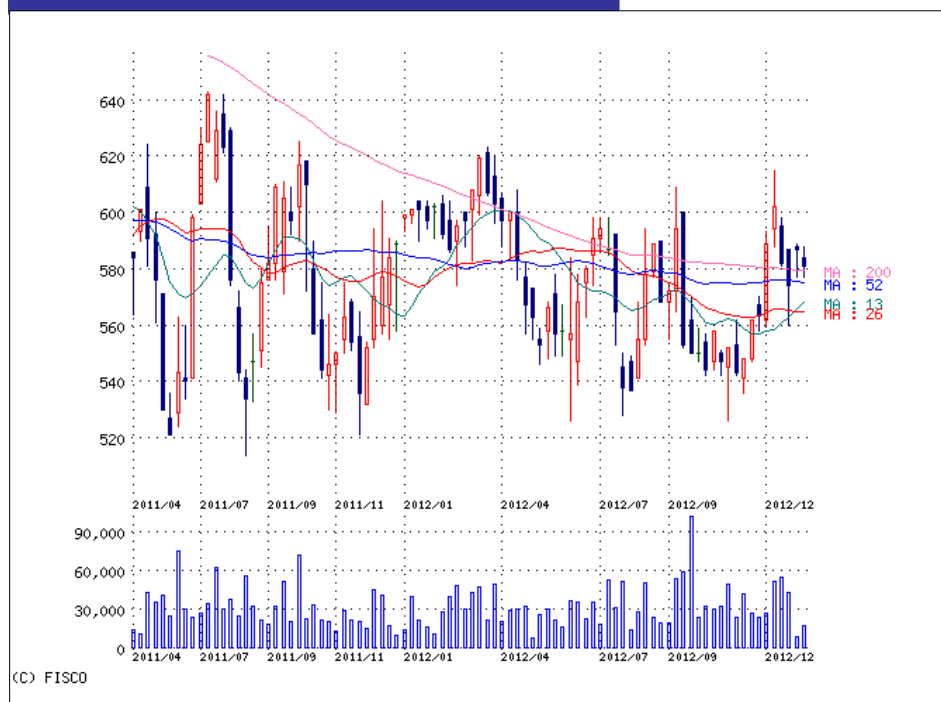
中堅エンジン関連自動車部品上場企業 株価評価一覧

コード	市場	企業名	時価総額 (百万円)	株価 (1月7日) (円)	予想 PER (倍)	PBR (倍)	予想 ROE (%)	予想 ROA (%)	予想配当 利回り (%)
6461	東1	日本ビストンリング	14,952	182	7.9	0.8	9.5	3.7	2.2%
5605	東2	アイメタルテクノロジー	6,636	148	23.7	0.3	1.5	1.1	2.0%
7214	大2	GMB	5,201	998	6.9	0.3	4.0	3.8	4.0%
7271	大2	安永	4,678	391	n.m	0.4	-0.5	1.0	3.1%
5994	東2	ファインシンター	5,901	267	5.9	0.5	8.1	4.9	3.4%
7628	東1	オーハシテクニカ	9,079	581	8.6	0.6	6.6	6.7	3.1%
7235	東2	東京ラヂエーター製造	5,352	372	5.4	0.4	7.3	7.7	2.0%
5641	東2	TDF	2,502	158	8.1	0.4	4.4	2.2	1.3%
6319	東1	シンニッタン	10,005	383	9.1	0.4	4.6	5.5	3.1%
7299	東2	フジオーゼックス	7,397	360	6.4	0.4	5.6	8.0	2.8%
7264	JQS	ムロコーポレーション	4,460	721	6.1	0.5	8.2	7.6	2.8%
6467	JQS	ニチダイ	4,290	474	7.7	0.6	7.7	7.4	3.4%
7219	JQS	エッチ・ケー・エス	2,146	530	35.8	0.3	0.8	1.6	1.9%
7265	JQS	エイケン工業	1,979	380	23.8	0.6	2.3	3.0	2.6%
7255	JQS	桜井製作所	2,255	564	13.7	0.4	2.8	3.9	1.8%
15上場企業合計、平均値			86,835		8.5	0.4	5.2	4.3	2.7%

(注) エッチ・ケー・エスは12/25終値。
株数数は直近期末発行済み株数(自己株式除く)で算出。
エッチ・ケー・エスは8月決算、エイケン工業は10月決算、他3月決算。



株価の推移（1月7日終値、週足）



■株主還元策

保有比率8.02%の自社株はもう一段の消却実施を検討

株主還元策としては、2013年3月期は期初計画通り1株当たり配当金を前期比3円増の18円としている。また、資本効率向上のため、8月に70万株の自社株消却を実施している。消却後の自社株持分比率は8.02%となっているが、同社では自社株の持分比率を5%程度の水準まで引き下げたい考えで、もう一段の消却（50万株程度）をいずれ実施していくことも検討している。

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