

6157 日進工具

～精密加工の超硬小径エンドミルで業界 No.1、先行したCBNが成長期入り～

2014年6月10日

ジャスダック

ポイント

・CBN(立方晶窒化ホウ素)素材を利用したエンドミルで、世界のトップを走り、収益商品に育ってきた。複雑で精密な電子部品やLED照明用金型など硬いものを切削する時に使われ、用途が広がっている。10年前に先行開発した新製品が成長期に入っており、当社の開発力が活きている。売上高の1割を超えてきており、今後も高い伸びが見込めよう。

・当社は、刃先径6mm以下の超硬エンドミルメーカーとして、この分野ではシェア3割強を握り、業界トップである。リーマンショックを克服したところで大震災の影響を受けたが、これを機にリスク管理体制を強化し、在庫は従来の水準より1ヵ月多めの3.5ヵ月分を持つことで、不測の事態にも対応できるようにした。

・後藤新社長の経営方針は、1) コアビジネスを強化し売上高経常利益率を20%に向上させる、2) グループ経営を強化しROIを高める、3) 配当性向を上げていくことにある。超微細化、長寿命化を追求する中で、得意とするニッチ市場で超硬小径エンドミルの市場開拓を進める。量を追わずに、差別化できる高付加価値な領域を開拓していく。

・海外売上比率も20%から30%に高めていく。韓国、台湾、中国の企業との競争については、性能、品質面でのバラつきから見て、今のところ競争相手になるほどではない。当社はメイド・イン・ジャパンを基本とし、仙台工場を拠点として新製品の開発と生産性の向上に取り組んでいる。生産性の向上では、自社開発機による無人化に力を入れており、効果を上げつつある。CBNの量産技術においても他社をリードしており、ユーザーの評価は高い。

・業績は順調で、大型投資も一巡してきているので、来2016年3月期には7年ぶりにピーク利益を更新しよう。当社は、売上高経常利益率を20%に上げることを目標にしているが、18%台までは見えている。CBNエンドミルが2割を占めるようになれば、その達成もできよう。ROEも10%台に乗せてこよう。配当性向は20%を基準としているが、フリーキャッシュ・フローが積みあがってくるので、今後は会社の方針通り配当性向が上げられよう。よって、継続的な増配が期待できる。さらなる流動性の改善が求められるが、業績の向上を反映して、低いPBRは見直されてくることになるだろう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

目 次

1. 特色 超硬小径エンドミルで業界トップ
2. 強み 一貫した集中と差別化で攻める
3. 中期経営戦略 さらなる小径化・長寿命化を進め、海外も拡大
4. 当面の業績 難加工に適するCBNエンドミルが利益寄与を高める
5. 企業評価 競争力の強化で先行

企業レーティング B

株価 (14年6月9日) 1719 円 時価総額 54 億円 (3.126 百万株)
PBR 0.70 倍 ROE 9.3% PER 7.5 倍 配当利回り 2.9%

(百万円、円)

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS	配当
2007.3	5579	1124	1155	659	210.8	32.0
2008.3	5892	1245	1271	727	233.3	38.5
2009.3	5251	1014	1052	598	194.4	35.0
2010.3	3857	261	361	242	78.8	15.0
2011.3	4977	794	834	426	138.7	25.0
2012.3	5781	962	1032	535	171.8	35.0
2013.3	5997	921	951	527	168.8	39.0
2014.3	6418	1069	1107	694	222.2	60.0
2015.3(予)	6760	1130	1160	715	228.7	50.0
2016.3(予)	7500	1350	1380	840	268.7	60.0

(14.3 ベース)

総資産 9075 百万円 純資産 7680 百万円 自己資本比率 84.6%
BPS 2456.8 円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。

2012年10月1日に1:2の株式分割を実施。2012年3月期以前のEPS、配当は修正ベース。2014年3月期の配当は60周年記念配20円を含む。

担当アナリスト 鈴木行生

(日本ベル投資研究所 主席アナリスト)

企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力・持続力、③業績下方修正の可能性、という点から定性評価している。A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D：極めて厳しい局面にある、という4段階で示す。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

1. 特色 超硬小径エンドミルで業界トップ

刃先径 6 mm以下でシェア 3 割強

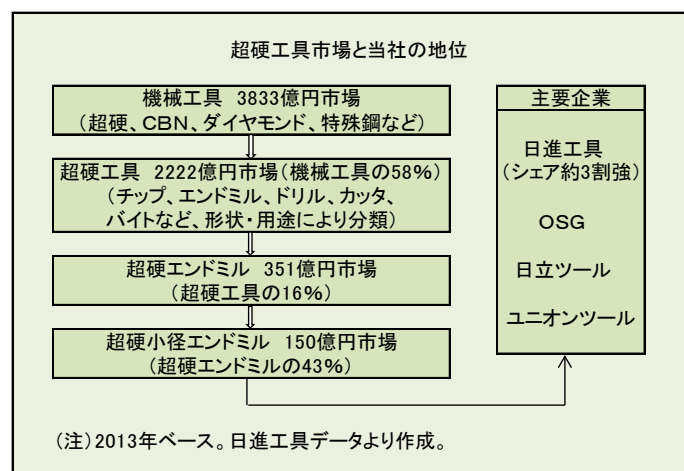
当社は 1954 年創業、切削工具の中の超硬小径エンドミルを主力とする。この分野では業界トップである。国内シェアは着実に上がってきているとみてよい。業界シェアについては、当社と OSG のシェアがアップしている。

工作機械は主として金属を対象に何らかの加工をする機械である。その中でフライス盤は工具を取りつけ、平面や溝、曲面などの切削加工を行う。この工具がミルで、その最先端部をエンドという。エンドミルとは切削工具のことで、この切削刃がある工具をとりつけて金型などを加工していく。

エンドミルの中で、素材にタングステンやコバルトなどの粉末を焼結した超硬合金を用いるのが、超硬エンドミルである。当社は刃先径が 6 mm以下の超硬小径エンドミルを主力とし、エンドミル取扱高の約 7 割弱が超硬小径エンドミルである。

同業には、OSG(コード 6136)、日立ツール(日立金属の 100%子会社)、ユニオンツール(コード 6278)などの会社があり、超硬工具全体では、彼らの方がはるかに大手である。しかし、6 mm以下の小径エンドミルにおいては、当社がトップに立っている。当社の大口取引先には、専門問屋のサカイ、東京山勝、山勝商会などがある。エンドミルやドリルの専門商社で、当社の販売代理店の機能を果たしている。

工具市場は現在、3833 億円、そのうち超硬工具は 2222 億円である。この超硬工具のなかでエンドミルの市場は 351 億円、そのエンドミルの中で小径といわれる直径 6 mm以下は 150 億円である。この 150 億円の市場で、個性のある存在になろうという方針である。



電子部品、自動車部品の精密加工に必須

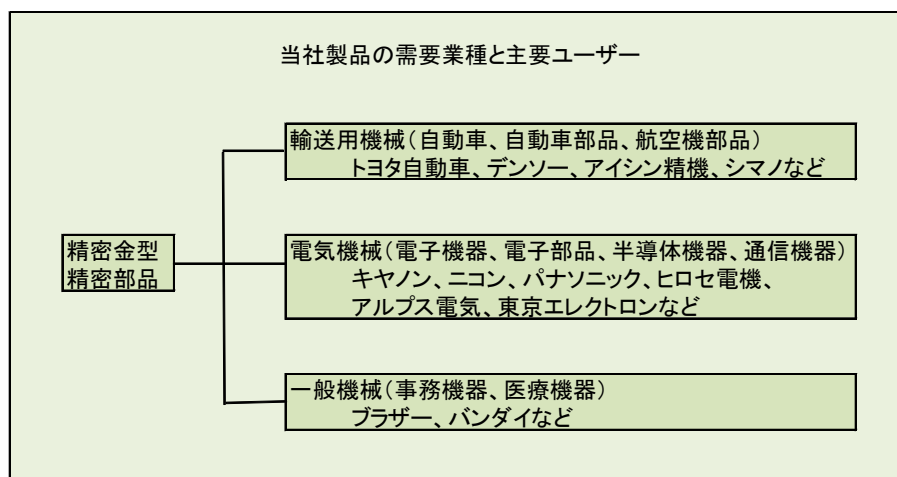
当社の超硬工具は、超硬合金（タングステン、コバルトの焼結金属）を三菱マテリアル

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

などの素材メーカーから購入し、これを削って刃付けをしてエンドミルを作る。この加工をする時に、工具研削盤を使う。当社はこの機械も自社開発しており、1回セットすると、同じ品種のものを自動生産する。

エンドミルを使うユーザーは、金型メーカーや部品加工メーカーである。エンドミルは消耗品である。切削していくと刃も磨り減ってくるから、新しいものが必要になる。そこで、ユーザーの生産量に従って、当社のエンドミルの需要も上下することになる。ポイントは、品質の安定、特に径の安定や寿命（使用耐久時間）が問われる。径が大きく太いものは再研磨して使うが、小径のものは再利用ができないので、長持ちすることが重要である。

当社は、小径エンドミルをいろいろ作っているが、本数でみれば年間数百万本、販売価格は1本1000円～1万円超まで多様であり、平均単価は2000～3000円くらいである。用途は、電子部品関連が40%、自動車関係が40%、一般機械関係が20%前後という割合である。



仙台工場で量産

仙台工場は、2013年11月で操業20周年を迎えた。それを機に仙台工場で展示会、工場見学、講演会などをユーザー向けに開催した。この「NS 東北微細・精密加工展示会 2013」は400名の来客で盛況であった。20周年のイベントでは、工場での見学会、展示会で入場料を取った。それを東日本大震災で親を失った子どもたちの奨学金となる基金に寄付を行った。取引先からも好評であった。

当社はエンドミルの品種を7000アイテムほど揃えており、そのうち2000アイテムで約9割の売上を占める。NC装置にオリジナルのプログラムが入っており、とりわけ温度管理が重要である。素材も機械も熱で伸縮する。いつ生産したどんなロットでも品質が安定していることが最も重要である。

従業員数はグループ全体で284人である。生産は仙台から北へ20kmの宮城県黒川郡に主

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

力工場があり、そこで一手に生産している。2011 年 3 月の大震災で工場は一時ストップしたが、いち早く復旧して素早い対応を見せた。

グループには、コーティングを担当する日進エンジニアリング、小径でない普通のエンドミルを生産する新潟日進、直販を担当するジーテックがある。

営業は国内 6 カ所から全国をカバーしている。海外は本社から世界へ営業に出ているが、2013 年には香港に初の海外拠点を設置した。

新潟日進は、サトウツールを子会社化したもので、主に刃先径 6mm 以上の生産を行っている。ジーテックは当社の製品を直販するための販売会社で、ユーザーのニーズを直接知り、既存のチャネルと住み分けながら、営業を展開している。国内販売の 2 割を取り扱っている。

2011 年 4 月に牧野工業を子会社化した。牧野工業はプラスチックの工具ケースのトップメーカーである。当社の商品でいえば、エンドミルを 1 本ずつケースに入れて大切に保管できるプラスチックのケースで、中が透けて見えるものである。この会社を 1.7 億円で買収した。社員は 20 人程度と小さいが、この分野では業界トップである。

超硬工具関連の上場企業比較

社名	日進工具	OSG	ユニオンツール
コード	6157	6136	6278
市場	JQ	東1	東1
売上高(13年度)(億円)	64	884	182
経常利益 (億円)	11	139	26
売上高経常利益率(%)	17.2	15.7	14.4
株価 (6/10)(円)	1719	1798	2398
時価総額 (億円)	54	1779	499
PBR (倍)	0.70	1.87	0.93
ROE (%)	9.3	9.4	3.8
PER (倍)	7.5	19.8	24.4
配当利回り (%)	2.9	1.6	1.4
(直近予想ベース)			

(注)売上高、経常利益は各社の会社全体の数字

OSGとユニオンツールは2013年11月期ベース

日立ツールは日立金属の100%子会社となり、2012年10月上場廃止

マネジメント体制は強固

当社は、エンドミルについて必ずしも先発ではなく、むしろ後発であった。しかし、小径市場が拡大する中で、この分野に特化し、シェアを上げてきた。それを率いてきた後藤勇現会長（66 歳、2013 年 4 月より会長）は実質 2 代目の社長であった。創業者の長男が後継いだ、若くして亡くなったため、弟である後藤会長が引き継いだ。その後 20 年余り社長を務めた。その間、小径エンドミルに特化する中で、ニッチな市場を着実なものにし

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

て会社を成長軌道にのせた。

2013年に就任した後藤弘治社長（52歳）は、会長の兄の長男で営業・海外も直接担当する。生産・開発担当の後藤隆司副社長（50歳）は社長の弟である。また、会長の長男後藤勇二執行役員（40歳）は海外営業部長を務めている。

当社は2012年度より執行役員制度を導入した。開発、製造、営業、海外営業、管理、総務担当に、6名の執行役員をおき、次のマネジメントを担う人材を育てている。なお、社外取締役はまだいないが、今後、制度の行方を見ながら検討することになる。

マネジメントの若返り

後藤会長は、22年間社長を務めた。この間4つの大きな仕事をした。1) 小径エンドミルに特化すると決めたこと、2) 4つの小さい工場をまとめて、仙台に新工場を作ったこと、3) 社長になりたての頃、極めて厳しかった財務状況を2004年には無借金にもってきたこと、4) 3人の町工場からスタートした会社をジャスダックに上場したことである。さらに、小径エンドミルの新設備、新商品の開発に力を入れ、会長自身が工学博士をとったことも1つのシンボルである。

多くの日本企業が海外に生産シフトする中で、円高の中でもメイド・イン・ジャパンに拘り、リーマンショック後の赤字の時も人員整理は行わなかった。大震災の時は、仙台工場が打撃を受けたが、1ヵ月ほどで操業再開にこぎつけた。後継者が育ってきたのをみて、2013年にマネジメントの若返りを図ったのである。

2. 強み 一貫した集中と差別化で攻める

徹底した特化戦略が奏功

日進工具は会社創業から60年目を迎える。振り返ると、1990年代の数年間が当社にとっては、基盤を固める上で最も重要な時期であった。後藤会長は当時会社が潰れることも考えた。そこで不要な資産は処分し、設備に集中的に投資した。

重要な意思決定の1つは、仙台工場への投資である。町工場の色彩が強かった当社は、4つの工場をもっていたが、それを1つに集約するために、91年2月に仙台に土地を購入した。現在の仙台工場である。

2つ目は、小径エンドミルへの特化である。それまでは多様なサイズのエンドミルを生産、販売していた。大手のやっていない分野で勝負すると決めた。将来、さまざまな商品は小型化していくので、小径の需要は増えるはずであり、ここに特化すればトップになれるかもしれないと考えた。

仙台に移るとともに、大きなサイズを徐々に減らして小径へシフトしていった。経営資

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

源が十分でなかったもので、今でいう「選択と集中」を決断した。この戦略が功を奏したのである。

3つ目は、93年、94年と赤字になり、この局面では銀行からも相当厳しい目でみられた。この時に、銀行に頼らず経営のできる会社にしたいと思い、無借金を目指した。以来、基本的に忠実に経営に当たってきた。

ユーザー開拓に当っては、1件1件新しい小径エンドミルを実演して、そのよさをアピールしていった。それまでは放電加工機で加工していた領域を、エンドミルで加工するようにもっていった。携帯電話(スマホ)にみられるように、加工部分は細く深くなる。そこに使えるということを実証して、市場を開拓し、シェアを上げていった。

2000年頃に上場すると決めて、当社50周年の04年に上場を実現した。その時は無借金となっていた。そして、現在の自己資本比率は84.6%と、極めて高い。

製品別・市場別売上高

(百万円、%)

	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3	2014.3
小径エンドミル (売上高構成比)	3853 69.1	4019 68.2	3769 71.8	2854 74.0	3498 70.3	3679 63.7	3766 62.8	3893 60.6
エンドミル(6mm超)	972	1020	751	489	711	750	738	825
その他エンドミル(特殊品等)	753	852	732	512	767	910	1073	1264
その他製品	—	—	—	—	—	440	419	435
売上高合計	5579	5892	5251	3857	4977	5781	5997	6418
海外売上高 (海外売上高構成比)	726 13.0	901 15.3	881 16.8	811 21.0	1031 20.7	1108 19.2	1247 20.8	1268 19.8

(注) 特殊品にはCBNエンドミルなどを含む。その他製品は工具ケースなど。

海外販売は日本と香港拠点から展開

2014年3月期に海外売上比率が19.8%であった。従来、海外販売はすべて日本から対応してきた。しかも、アジアと欧州を中心に据えて、米国は積極的に拡大してこなかった。測定単位がインチの国は、品種が増えて対応しにくいと考え、攻めて行かなかったのである。しかし、米国でもメートルが使われている分野があり、最近は当社への発注も増えている。

当社の海外売上高は、海外営業部の売上をベースにしている。ここからは直接輸出もあれば、商社経由の間接輸出もあるが、実際海外現地で使われるので、海外売上高とみている。海外向けの直接輸出、間接輸出については、基本的には円建て取引ではあるが、香港は香港ドル建てである。かつて円高の時は相応の値引き要請を受け、影響は出ていたが、円安への修正で局面は変わっている。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

2013 年に香港に販売・物流拠点を設立した。中国本土を攻める拠点として、同年 5 月から活動を開始した。物流センターの機能も有しており、既に黒字化している。

大震災の経験を活かした生産体制作りと無人化の推進

仙台工場は、1991 年に土地を購入したところからスタートした。全く知らない土地であったが、新天地のほうが新しい挑戦が出来ると考え、首都圏からの工場の移設を決断した。

エンドミルの生産は量産型ではあると同時に、多品種でもある。生産プロセスのうち、一人で一定の工程を担当できる。そこで働く社員をプレイングマネージャーのように機能させている。

20 年を経て、現在工場では 100 人程度が働いている。決して大規模ではない。工場を見学すると、小径に特化しているという特性が出ている。ここで働く人の 8 割は 20 代と若く、女性が 3 割を占めており、テキパキと働いている。30 代後半から 40 代のリーダーがそれを率いている。隣に R&D の開発センターがあり、その人員も入れると、この地域での日進工具の陣容は 130 人ほどである。

中小企業が大きくなる過程での課題は、身内や従来からの社員が事業の中心にいと、新しい社員が増えてもなかなか育たないということがある。当工場の小野取締役仙台工場長は、東芝、ソニーで長く経験を有しており、当社に入って 13 年になる。工場マネジメントのレベルをあげ、人材育成でもそのスキルを上げてきた。上場していい人材も入ってくるようになった。当社は毎年 5~10 人の高専卒をコンスタントに採用しており。生産技術を磨くという点で、きちんと人材を育てている。

超硬小径エンドミルはニッチな商品で、そこに特化しているので、工場での生産効率が高く、大手といえどもなかなかついて来ることができない。無人化にも力を入れている。市場では、スマホ（スマートフォン）の電子部品関連や、レンズの金型関連、LED の金型、電気自動車用部品の金型など、精密加工が一段と求められている。その金型加工では従来の超硬から CBN(立方晶窒化ホウ素)やダイヤモンドへ、より長寿命で複雑な加工ができるエンドミルが必要となる。こうした R&D や生産プロセス作りでも、仙台工場は一步抜きん出ている。

R&D センターで応用研究

6 ミリ以下を小径というが、1 ミリ以下のものも多い。先端の直径が 0.01 ミリ(10 ミクロン)というものもある。超硬合金の原材料は三菱マテリアルなどから購入している。これを NC 研削盤で加工を加えて、仕上げていく。自社製の加工機もいろいろあり、全自動無人のプロセスもある。これだと夜間に人がつかなくても加工してくれる。

R&D センターでは 15 人ほどが直接研究開発に当たっている。ガラスやセラミックスの切削など、新しい分野で必要となるエンドミルについてさまざまな応用研究を行っている。年

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

間のR&D費は2〜3億円ほどである。

耐摩耗性を高めるためのコーティングについては、全体の半分程度を社内に取り込んでいる。製品の9割はコーティングを行うので、その工程のウエイトも高めてきている。

仙台工場で集中生産

仙台工場で一極集中生産しているが、大震災を経た後でも、工場の分散や海外での現地生産は考えていない。集中生産することで、ニッチ分野における効率と低コスト化、高品質化を実現している。NC自動機を海外にもっていけば、現地生産はできるが効率は落ちる。円高対策として役立つという見方もあるが、円高を克服するほどのコスト効果は見込めない。

それよりも技術・ノウハウをここに蓄積して、流出を防いだほうがよいと考えている。また、物流についても、小径なので、つまり製品が極めて小さいので、国際宅急便（航空便）で送っても何ら不都合はない。多品種への対応も重要である。カタログで7000種、特注も入れれば、1万種類もあり、その生産がここでは迅速にできる。

このように、ユーザー、生産コスト、材料調達、品種という点において、国内生産でノウハウをキープしたほうがよい。また、海外進出はいつでもできるが、今のところそのような方針はない。もし進出する場合は、いかにコンパクトに進出するかがポイントとなる。

大震災への対応

仙台工場は、2011年3月11日の大地震において建物、従業員に影響はなかった。当日、仙台工場は震度6の揺れが3分間続いた。電気が5日間止まって、機械の配置がずれた。機械を直し調整し、1ヵ月後に工場は復旧した。現在では、機械がずれないように、対策は万全である。

今後は震度6までの地震がきても1ヶ月で復旧できるという体制が整い、自信を持つことができた。工場を分散することは生産効率の低下を招く。新潟に6mm以上の大きいサイズの品種を生産する工場（子会社）をもっているので、そこで分業することも考えられるが、在庫を増やすことで対応していけると判断した。

大震災では、工場の1階と2階で大きな差が出た。2階の方が横揺れの影響で、被害が大きかった。当社では、1階に主力工程が設置してあったので、素早く復旧できた。後藤副社長(当時専務)、小野取締役工場長が陣頭指揮をとり、いち早く生産できる体制に戻した。工場内の配置でいえば、機械装置は1階に置くべきで、2階に置くと地震の影響が大きくなる。機械の形も倒れないように縦長ではなく、横長に構築する必要がある、と改めて学んだ。今回のことで大地震へのノウハウを蓄積し、工場としての安定度を高めている。

リスク管理の観点から在庫水準を3.5カ月へ

震災を通して、当社の工具でないと困るというユーザーがいるということがはっきりとわかった。認識を新たにして、いい製品作りに取り組んでいる。トップマネジメントは苦しい経験があったので、リーマンショックの時も今回の大地震の時も、とにかく早めに手を打った。

リーマンショックの時は需要減で5カ月間営業赤字が続いた。しかし、その局面でも人のリストラはやらなかった。人をきると士気に影響し、その後の経営に響くからである。

大震災では、2〜3週間ほど影響を受けた。しかし、在庫が2.5カ月分あったので、これに対応することができた。在庫水準を1ヶ月ほど増やして、3.5カ月分を持つという方針を定め、実行している。同じ生産品目を2工場に分けることは考えてない。

3. 中期経営戦略 さらなる小径化・長寿命化を進め、海外も拡大

売上高経常利益率20%を目指す

売上高経常利益率20%という目標は、高い目標である。現状は17%台にあるが、CBNなど高付加価値品のウエイトが上がってくると、利益率は高まってこよう。ボリュームを狙うとしてもハイエンドのところに絞っており、競争の激しい市場では戦わない方針だ。

1年前の2013年4月に後藤弘治社長が就任した。現在52歳、後藤会長の兄の長男である。入社以来、生産、総務など全ての部署を経験し、この15年は営業を担当してきた。海外市場の開拓も先頭に立って指揮してきた。社長になっても営業統括は続けている。

後藤社長は、これまでの路線をより進化させようと、3つの点を強調する。1つは、コアビジネスの強化で、メイド・イン・ジャパン(Made in Japan)を徹底的に推進し、トップシェアの30%を守りつつ、高付加価値商品のウエイトアップによって、売上高経常利益率20%を目指す。2つ目は、グループ経営の効率化である。牧野工業の新工場の生産を軌道に乗せる。一方で、過去2年続いた大型投資は一巡したので、ROIの向上に力を入れる。3つ目は、配当性向を現在の20%からさらに高めていくことである。

当社は、売上高経常利益率20%の持続的達成を経営目標にしている。かつては20%を確保したこともあったが、現在は17%台にある。既存商品のシェアを守るだけでは利益率は落ちていく可能性が高いという認識のもと、技術力を活かした新製品を開発し、高付加価値商品の用途開発に力を入れている。

超硬小径エンドミルでシェアアップを目指す

営業マン35人だが、小径エンドミルの分野にこれだけの人員を配している会社はない。つまり、ニッチなところで強い営業を展開しているのである。業界シェアは着実に上がっ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ている。仙台工場には年 5 億円程度の投資を続けて、規模の拡大と自動化を図っている。営業の人材も強化している。

当社は顧客である取引先 1500 社に顧客満足度調査をかけている。5 段階評価で、精度や納期については 4.0 と高い評価を受けている。価格については 3.2 で平均的である。つまり、品質・サービスはよいが、価格は必ずしも安くないということである。価格は市場に合わせつつも、それを下げてシェアをとるという考えではない。

開発力、技術力を活かして、市場を開拓していく。そのためには、精密微細加工で、他社がやっていない商品（エンドミル）を出していく。ユーザーにいろいろ提案して、当社のファンを作っていく。例えばコーティングで寿命を長くするとか、加工時間が圧倒的に早くなるものとかニーズに合ったものを開発していく。

新潟日進では、中径サイズを手掛けており、6～12 mmが多い。しかし、この市場は競争が激しいので、本格的に入っていくつもりはない。ビジネス上、品揃えが必要な場合があるので、それに対応している。6 mm以下のエンドミルは市場が小さい。小さいということは大手はやらない。ここでいい製品を提供し、結果としてシェアを上げていく作戦である。

セグメント別売上高

	2012.3			2013.3			2014.3		
	売上高	構成比	伸び率	売上高	構成比	伸び率	売上高	構成比	伸び率
エンドミル関連									
エンドミル(6mm以下)	3679	63.6	5.2	3766	62.8	2.4	3896	60.9	3.4
エンドミル(6mm超)	750	13.0	5.4	738	12.3	-1.5	825	12.9	11.8
エンドミル(その他)	910	15.7	18.7	1073	17.9	17.8	1264	19.6	17.8
その他	440	7.6	(na)	419	7.0	-4.8	435	6.8	3.9
合 計	5781	100.0	16.1	5997	100.0	3.7	6418	100.0	7.0

(注) 売上構成比、前年同期比伸び率。エンドミル(その他)にCBN製品を含む。

その他は工具ケースなどプラスチック成型品等（牧野工業の合併に伴うもの）。

圧倒的 No. 1 の CBN 製品で高付加価値化を推進

CBN エンドミルは製造が難しい工具である。CBN のユーザーは、コネクタ、スイッチ、センサーなど難しい加工を必要とするところである。他社も販売しているが、ユーザーの評価は当社の方が高い。品質のよさと安定供給が効果を上げている。CBN の良さは、微細精密な加工になるほど分かってくる。販売方法は通常のエンドミルと同じであるが、当社の営業マンが直接ユーザーを回ってサポートしている。CBN は高価なので、修理再生の依頼もくる。現在は日系部品メーカーの先端分野で使われているが、世界にも売っていく方針である。

CBN は高精度な金型を作る時などに使われる。工具の交換をせずに長時間加工する必要がある時に、その威力を発揮する。10 年前に開発し、生産技術を磨き、マーケティングに注力してきたが、ここにきて当社の差別化された新商品として、大きく立ち上がってきた。

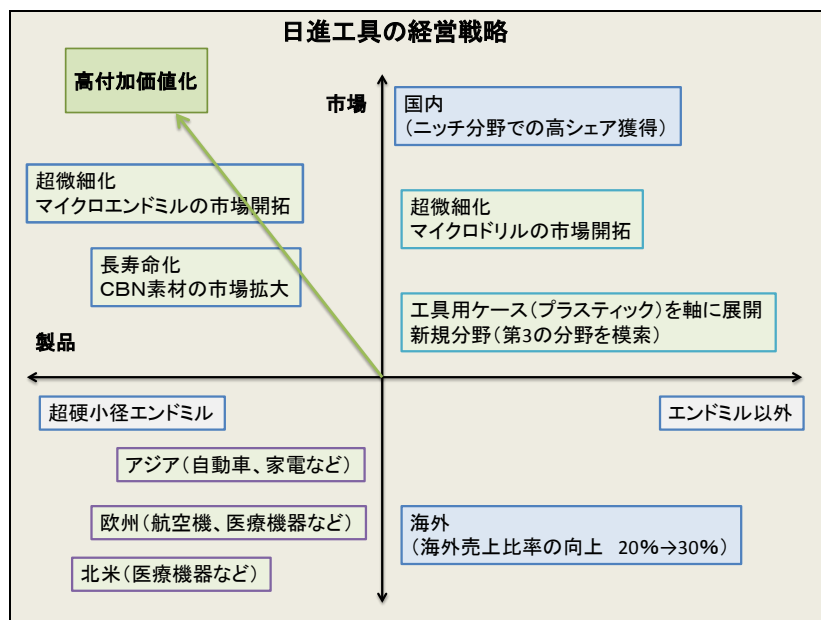
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

CBN(立方晶窒化ホウ素、キュービック・ボロン・ナイトライド)は、ダイヤモンドに次ぐ硬さを有する。ダイヤモンドに比べ熱に強く、鉄との反応性が低いため、硬質材料の切削に優れている。当社は設備機械も自ら作っており、CBN エンドミルの歩留まりが高い。品揃えも豊富で他社を圧倒している。OSG、日立ツール、ユニオンツールでも類似の製品は出ているが、ユーザーの支持は当社に向いている。

CBN は寿命が5～10 倍長いので、耐久性が良い。LED 用金型は多数個の加工が1 度に必要であり、それを CBN エンドミルで加工すると、一気に対応出来る。このメリットがユーザーに認知され、しかも供給体制では当社が他社を圧倒している。

CBN エンドミルは、従来のミルでは10 本使って加工するようなものを1 本で済ますことができる。エンドミルを取り換えなくてよいということは精度を保つ上で重要であり、効率も上がる。しかも、価格は10 本分よりは安いので、コストパフォーマンスがよい。当社にとっては、従来製品の5 倍以上の価格で売れるので、収益寄与は高い。しかも、用途はLED ランプを作る時の金型など、従来になかった新しい分野である。

CBN の生産効率が高まっている。自社開発の自動化設備で、工数はかかるが、量が2～3 倍は作れるようになってきた。品揃えも豊富で、2003 年4 月に当初12 サイズでスタートしたものが、2013 年10 月現在234 サイズに拡大している。これだけ作れる技術を蓄積した成果である。



新製品開発で用途拡大を目指す

新しい分野にも入っていく。自動車、エレクトロニクス、医療などの領域では新しい商品がいろいろ生まれてくる。例えば、スマートフォンは従来のフューチャーフォンに比べ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

て、部品点数が5割増えた。この生産プロセスにおいて切削工具もより小径化が必要になってくる。日本に残る電子部品も多い。こうした製造プロセスで微細化は一段と進む。とすると精度を出すための超硬小径エンドミルが必要になる。

6mm以下は、微細化、長寿命化、多様化がますます求められる。微細加工のマイクロエンドミルについては、近年100分の1mm(10ミクロン)まで来ている。まだ、これを必要とする市場はないが、このレベルで当社は世界一の水準にある。長寿命化ではコーティングが大事である。素材の変化もありうる。

LED用では、エンドミルにCBNという素材を使うようになりつつある。CBNはLEDのバックライト用金型を削る時に力を発揮する。削る材料もどんどん変わってくる。シリコンを削る、ガラスを削るなど、多様な素材への適応が求められている。仙台工場には、開発センターを置いており、大学等と組んでR&D(研究開発)にあたっている。R&Dにも力を入れている。

また、ダイヤモンド工具の中で、マイクロ分野は未開拓である。当社の方針は「マイクロ工具」の開発、市場開拓である。このニッチ分野を徹底的に追求していく。こうしたマイクロ工具のニッチ分野は海外にはあまりない。電子部品分野を始め、精度の良い工具は必要である。日本でその性能を追求していけばグローバルに通用するはずである。

例えば、マイクロドリルはPCB(プリント配線基板)用ドリルとは異なる。PCB用ドリルではユニオンツールが強いが、そこをやるわけでない。他社がやってないところを狙う。ユニオンツールは、ダイヤモンドコーティングのエンドミルに力を入れている。この分野については、当社もR&Dを進めており、ここでも業界をリードすべく手を打っている。ダイヤモンドはCBNよりさらに硬いので、その用途開発も求められている。

技術開発でブランド力を高める

2013年度は、経済産業省主催の第5回ものづくり日本大賞の中で、「東北経済産業局長賞」を受賞した。内容は、**ダイヤモンド焼結体エンドミル「PCDSE」**と精密微細加工用オリジナルキャムソフト「NS-MicroCAM」によって、硬脆材の微細切削加工を可能とするシステムを構築したことである。

常に、一歩先の技術を活かして商品開発を行っている。まずはエンドミルに絞っている。より小径を目指している。新しい加工材、加工方法に合った技術開発で先行しようとする。すぐに売れる応用開発ではない。これを開発した後は、生産設備も自社で開発して、歩留まりを上げ、コストを下げていく。マーケティングでは、展示会に出して、用途開発に力を入れる、最初はさほど売れなくても、当社のブランド力を高めるブランディングには貢献する。実際、CBNエンドミルは10年かけて、当社の成長を牽引する商品に育ってきた。

超硬工具の競争は激しい。小径といっても競争は増している。当社の場合は、新製品を投入して差別化する。工場の機械を内製化して、高精度のものを安く作るという点で特色

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

を出している。

最近の新製品では、PCD（ダイヤモンド焼結体）を使用したボールエンドミル「PCDRB」を発表した。レンズ金型などの超硬材質の加工用である。また、アルミ高能率加工用エンドミル「ALZ345」のサイズ拡大（バリエーションアップ）も行った。PCD（ポリクリスタルラインダイヤモンド）エンドミルは、セラミックを削る時に威力を発揮する。まだ、量は少ないが、加工精度を上げるという点でここでも先行している。

このように超精密加工への新製品開発も着々と進んでいる。2012 年度は、その前の年に続いて、2 年連続で“超”モノづくり部品大賞（モノづくり日本&日刊工業新聞社）を受賞した。当社の技術力が高く評価されたのである。

新製品のDCMS（ダイヤモンド・コーティング・マルチスクエア、商品名）は、2012 年の“超”モノづくり部品大賞において、「機械部品賞」を受賞した。直径 0.3mmのエンドミルに、6 枚刃が切っており、セラミックスやガラスなど硬くてもろい材料（硬脆材）を加工する。6 枚刃にしたのは初めてであり、刃の枚数を増やすと、1 枚への抵抗が減るので正確な切削と耐久性の確保が可能となる。価格はCBNと同じように 1 本数万円と高い。まだ限られた市場ではあるが、高付加価値品の投入に力を入れている。

また、極微細ねじ加工用エンドミル「マイクロねじ切り工具」は、2011 年の同賞で、「日本力（にっぽんぶらんど）賞」を受けた。この世界最小ねじ切り工具は、0.1 mmのねじ（呼び径ベース）を加工できる。精密加工を要するところに、接着でなくねじを切ることができれば、精度と強度が大幅に向上するので、今後の応用範囲は広い。

新製品開発では、試作がポイントである。顧客が試作に入る時、新しい材料に代わると、工具も変化してくる。6 mm以下の小径といっても、一段と精密な部品をつくるための金型が必要であり、その加工を担う工具が求められる。

例えば、電池は重いのでいかに軽くするかがポイントで、小型軽量に向けて材料や形も変わってくる。新素材の採用も増えてくる。当社では既に CBN のエンドミルが伸びている。

その次を考えると、いずれダイヤモンドも利用されるようになる。より硬いものの加工には必要となる。当社は既存分野で大手と戦うつもりはない。小径のニーズがあり、しかも量が少ないところを狙う。量が少ない、ニッチなところに大手は入ってこない。ここで、先行的に開発を進め、ユーザーニーズに合致した製品で市場を作っていこうとしている。

特殊品はオーダーメイドが多い。標準品では対応できないものを作してほしいと依頼される。加工プロセスが効率化するのであれば、工具の単価は高くてもよい。2 回のプロセスを 1 つへ、2 つの工具を 1 つにすれば加工のスピードは上がるからである。R&D を活かした新製品では、超耐熱合金の加工に適した新製品「パワーラジアスエンドミル」（ビビリを抑制し切れ味がよい不等リードエンドミル）などもある。

当社は超硬小径切削工具を生産・販売するだけでなく、それが使われる場面を考慮した研究開発を行っており、C&G システムズと共同開発した 3 次元 CAM ソフト「NS-MicroCAM」

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

もその一環である。コーティングや再研磨を担当する日進エンジニアリングが、販売の担当となる。

3次元CAMソフトの共同開発

- ・日進工具とC&Gシステムズ(CGS、コード6633、時価総額89億円)が精密微細加工向けCAMソフトを共同開発
- ・CAM(コンピュータ支援製造)とは、製品の製造を行うための加工プログラムなどを作成するシステム
- ・C&Gシステムズは、金型業界向けCAD/CAMシステムで業界トップクラスの実績を有する
- ・今回共同開発した「NS-MicroCAM」は、精密微細加工向けで、高硬度の材料加工を小径工具で切削加工する時に特化した高精度3次元CAMソフトである
- ・当社は、超硬小径切削工具を生産・販売するだけでなく、それが使われる場面を考慮した研究開発を行っており、今回の共同開発もその一環である

メイド・イン・ジャパンで世界を目指す

日本の電子部品は世界トップクラスである。海外に出ていくにしても、コアは日本に残す。その日本市場において、小径エンドミルでトップになれば、世界でもトップになることができるという考えである。

当社は、当面輸出中心で、海外生産は考えていない。メイド・イン・ジャパンでいいものを作り、国内を固めれば、小さい商品なので世界に輸出するにも物流コストは高くない。コストダウンも進めるので、輸出で十分戦えるといえよう。

輸出の仕向地をみると、欧州の輸出先は、独、仏、伊、スイスで、自動車、航空機、医療機器の部材加工分野に強い。これに関連した機器メーカーにエンドミルを納入している。アセアンでは自動車、家電向けが多い。

輸出では刃先径 12 mm などの市場はかなりある。生産すれば売れることは分かっているが、当社では積極的にはやらない。あくまで小径で差別化していく方針である。海外販売比率も今の 20% がいずれ 30% に上がっていくとみてよい。

海外に対しては、メイド・イン・ジャパンにこだわって、マーケティングしていく。欧州とアジアは攻めているが、米国には積極的には参入していない。しかし、米国でもインチではなく、メートル法を用いる商品分野がある。北米では、メキシコの自動車産業には機会も多い。医療製品など、市場開拓の余地は広がりそう。

アジア市場もニッチ戦略でいく。市場が伸びているので参入しやすいが量を追いかけるといずれ価格競争になる。これを避けるために当初から差別化していくことを考えている。

次の事業領域も開拓

小径の増産体制作りという点では、24 時間無人化工場を考えている。また、被削材料が変化していくので、それへの対応も必要である。新しいエンドミルを使ってもらうには、ユーザーに説明し、勉強してもらうことが大事である。そのために、実際に加工している

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ところをみせることも必要である。これによって数年は規模拡大に対応していける。人材に関してはあまり増やさず、年10～15人程度は入れていく。

牧野工業は工具ケースのトップ企業である。この技術を活かしながら、次の新しい分野を作っていきたいと狙っている。牧野工業の牧野社長と、当社の後藤会長は25年来の付き合いがあり、先方に十分な後継者がいないこと、当社としてはプラスチック分野を新しい柱にできることで、2年前に子会社化した。

当社はニッチしか狙わない。それを前提に商品分野を広げていく方針である。小径エンドミルに加え、牧野工業でプラスチック分野を手に入れた。さらに、次の新しい分野をすることも課題であろう。

キャッシュ・フローの推移

	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3(予)	2016.3(予)
営業キャッシュフロー	839	1225	505	731	1147	1200	1300
税引後利益	131	731	522	349	743	715	840
減価償却費	491	440	471	563	534	530	520
棚卸資産増減	262	38	-542	-107	-83	0	0
投資キャッシュフロー	-414	-181	-1207	-886	-82	-700	-600
有形固定資産	-385	-270	-1047	-963	-434	-700	-600
補助金					362		
フリー・キャッシュ・フロー	425	1044	-702	-155	1065	500	700
財務キャッシュフロー	-107	-46	-22	-109	-121	-200	-200
現預金期末残高	1404	2401	1677	1458	2403	2703	3203

(注)補助金は、牧野工業白川工場に対する復興支援としての新規工場誘致に対するもの。

白川新工場の稼働で、設備投資の拡大は一巡

白河工場は6億円の投資に対して、3.6億円の補助金による圧縮記帳が行われ、減価償却もその分だけ減って投資負担が楽になっている。2014年3月期は売上高4億円、利益も赤字であったが、新工場の立ち上がりに伴う内製化の進展で歩留まりも上がるので、2015年3月期には黒字になろう。

全社的なROIについては、投資が一巡し、稼働率が上がり償却が減少するので、上がってこよう。過去2年設備投資は高水準であった。2012年3月期は10.5億円の投資を行った。3.3億円は仙台工場の隣接地（倉庫付き）を将来に備えて購入したことによる。2013年3月期の設備投資は10億円であった。牧野工業の白川工場も「ふくしま産業復興企業立地補助金」の対象に指定された。

工具のプラスチックケースを作っている牧野工業は従業員20人の小さな会社であるが、ここの活用を考えて大型投資を行った。プラスチックのケースの多様化に加え、工場で利用する多目的トレイなどにも幅を広げていく。もともと千葉県松戸に本社工場があるが、将来に備えて福島県の白河に土地を購入してあった。ここに工場建屋を新設し、射出成形

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

機などを導入した。

牧野の白川工場では、工具ケースの内製化を本格化させた。今までは自社で金型を作り、外注先にその金型で加工を任せていたが、それを新工場に引き取る。また、営業も強化して、販路を広げていくし、新製品も出す計画である。

資金的には、減価償却と内部留保を合わせたキャッシュ・フローが11～13億円ほどあるので、通常の生産性アップや能力増強はこの資金で十分賄える。大型投資は一巡しており、この範囲に収まってくる。

海外地域別売上高

	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3		2014.3	
					(構成比)		(構成比)	
アジア	530	531	684	721	846	67.8	798	62.9
中国・香港・台湾	289	273	348	388	483	38.7	396	31.2
その他アジア	241	258	336	333	363	29.1	402	31.7
欧州	283	243	303	334	309	24.8	357	28.2
米国他	48	34	42	52	90	7.2	112	8.8
合計	862	810	1031	1108	1247	100.0	1268	100.0

(注)2014.3期の香港の売上高は現地法人の設立関係で9か月分。

途上国の追い上げへ対抗する戦略

海外の市場では、スマホと自動車がポイントである。日本の電子部品メーカーはスマホの中でも、アップルのiPhone関連のウエイトが大きいとみられる。iPhoneの生産では台湾のEMSが果たすウエイトが高い。中国の安いスマホになると、日本製部品の出番は少ない。

車に関しては、タイが中心国でインドネシアも伸びている。インフラが十分でない国は、自動車部品の精密品にとっては生産が適していない。精密部品のコアは日本に残るので、日本製にこだわることは意味がある。

韓国、台湾、中国の企業との競争についてはどのように考えるか。今のところ、超硬小径エンドミルについては、競争相手になるほどではない。性能、品質面でのバラつきから見て、その差は大きい。価格は日本の2分の1、3分の1ながら、肝心の性能が出ない。しかし、レベルは上がってきているので、次の手を打っていく必要がある。

日系企業の海外進出、途上国企業の成長に伴い、当社の製品を必要とする需要は海外を中心に伸びていく。現在の海外売上高比率を地域別にみると、主要20カ国のうち欧州28%、東南アジア(アセアン)31%、中国・香港・台湾31%、米国他9%という構成である。欧州は大半が日系企業でなく、現地企業向けである。中国、東南アジアは日系企業向けが多いが、現地企業向けも増えつつある。全体でみれば日系企業が50～60%、ローカル企業が40～50%という比率に対して、今後はローカルの比率が上がっていく。

海外工具メーカーの追い上げに対してはどのように戦うのか、当社はメイド・イン・ジャパンを基本とし、2つの戦略を実行している。1つは、新製品の開発であり、もう1つは

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

生産性の向上である。生産性の向上では、自社開発機械による無人化を図っている。これによって20～30%の生産性アップは十分できる。新製品の開発と相まって、現地ローカル企業にネットワークを広げ、販路を確保しておくことが重要である。販路がしっかりできていれば、いざとなって無人化機械で現地生産に入ることは十分可能である。今のところその計画はないが、十分な競争力を確保するために手を打っている。

香港の販売拠点を活用

香港の拠点は、もともと代理店であった人材をそのまま活用しているので、日本人がいなくても営業、マネジメントはまわっている。販売について、これまでは全て円建てであったが、香港については香港ドル建てで行っている。

香港の現地法人は、2013年5月に営業を開始し、すでに黒字化している。中国本土への物流センターの機能を果たしており、納期が7～8日から2～3日に早くなった。小径エンドミルは小さいものなので、物流センターといっても大きなスペースが必要なわけではない。

香港に一定の在庫(1年分、3億円程度)をおいて、ここから配送すると競争優位になる。8～9割は定番品なので、1年に1回在庫を見直していけば、十分対応できる。香港を含めた全社在庫については、8億円分ではほぼ適正なところにある。

香港からアセアンに展開することは考えていない。例えば、タイには現地の代理店がある。代理店がしっかりしていれば、デリバリーにおいても問題ない。どこの国も現地の物流は末端にいくほど難しい。そこは現地企業に任せた方が良いという考えだ。

4. 当面の業績 難加工に適するCBNエンドミルが利益寄与を高める

2011年3月期はリーマンショックを乗り切る

2009年3月期はリーマンショックの金融危機で年度後半に業績が落ち込み、2010年3月期の1Qがボトムであった。そして、2011年3月期は本格的回復を見せた。

2011年3月期は売上高4977百万円(前年度比+29.0%)、営業利益794百万円(同+203.4%)、経常利益834百万円(同131.1%)、当期純利益426百万円(+76.1%)となった。この期の大震災による特別損失は82百万円であった。

2012年3月期は大幅増益を達成

2012年3月期は、売上高5781百万円(前年度比+16.1%)、営業利益962百万円(同+21.1%)、経常利益1032百万円(同+23.7%)、当期純利益535百万円(同+25.4%)と好調であった。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

大震災後の1年間であったが、自動車の需要が後半戻ってきたことやユーザーがリスク管理の面から在庫積み増しに動いたことがプラスに働いた。

CBN や特殊品など高付加価値品が伸びたことも貢献している。高付加価値のCBN は、当社のエンドミルの売上において 5～7%の金額ウエイトを有するまでに育った。より硬いものを高精度に削る時に利用される。LED のバックライトや燃料電池用にその用途を広げている。

業績予想

(百万円、%、人)

	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3(予)	2016.3(予)
売上高	5892	5251	3857	4977	5781	5997	6418	6760	7500
粗利益	2926	2606	1663	2352	2740	2843	3076	3230	3670
(同率)	49.7	49.6	43.1	47.3	47.4	47.4	47.9	47.8	48.9
販売管理費	1680	1592	1401	1557	1777	1922	2006	2100	2320
(同率)	28.5	30.3	36.3	31.3	30.7	32.0	31.3	31.1	30.9
営業利益	1245	1014	261	794	962	921	1069	1130	1350
(同率)	21.1	19.3	6.8	16.0	16.6	15.4	16.6	16.7	18.0
経常利益	1271	1052	361	834	1032	951	1107	1160	1380
(同率)	21.6	20.0	9.4	16.8	17.8	15.9	17.2	17.2	18.4
従業員	206	205	205	228	232	281	284	290	300

(注)同率は対売上比の利益率

2013 年 3 月期は小幅減益となった

2013 年 3 月期は、売上高 5997 百万円(前年度比+3.7%)、営業利益 921 百万円(同-4.3%)、経常利益 951 百万円(同-7.8%)、当期純利益 527 百万円(同-1.5%)となった。

減益となった要因は3つほどある。1つには、中国との関係が拗れて、自動車関連が低迷した。2012 年 9～12 月はその影響で売上げが低調であった。2つ目は、展示会関連の費用が増加したことである。例年に比べて、顧客開拓のマーケティングに力を入れた。海外からの顧客の対応にも力を入れたので、費用が増えた。3つ目は、牧野工業の新工場への先行投資が負担となった。

白河新工場は、土地はもともと牧野工業が所有していたが、ここに工場を新設した。6 億円ほど投資をしたが、震災復興に伴う福島県の優遇支援が雇用創出という点で当工場にも適用される。

バランスシートでは、牧野工業の白河新工場で有形固定資産が増え、在庫の適正化の見直しで、商品が増えた。在庫増については、大震災の後、在庫の余裕度を上げようと 2 年間対応してきたことによる。

従業員は 281 人と 50 人ほど増えたが、これは日進エンジニアリングの連結化に伴う 30 人も含んでおり、実質的には 20 人増であった。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

上期は、自動車の生産が順調で、スマホも大きく伸びていた。スマホは従来のケータイよりも部品点数が多いので、加工度も上がる。金型、精密部品の加工に使われる当社の工具の市場はよかった。しかし、下期の状況は変化した。中国の自動車の動き、大手家電メーカーの大リストラなど、売上げに影響が出てきた。自動車関連は中国向けが伸び悩み、問屋、ディーラー段階での動きが鈍った。エレクトロニクス関連についても需要は鈍化した。

円安は輸出増で効く

為替はかつての1ドル80円から100円台へ円安になった。円安はプラスに働く。当社の輸出は大半が円建てなので、円安の直接的為替メリットは出てこない。しかし、現地通貨では競争力を増すので、数量拡大という形で需要増に結びつこう。

円安によって値引き要請がなくなり、現地の代理店の利幅が増えている。日本企業が元気になるれば、当社の仕事量にもプラスで跳ね返ってくる。海外比率はこれからも上がっていく。国内採算と海外採算（輸出採算）では、仕切り価格は同じであるが、販売費を考慮すると国内の方が多少よいとみられる。

バランスシート

(百万円、%)

	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3	2014.3
現預金	1951	2958	2231	1913	2856
受取手形売掛金	619	739	794	831	1094
商品製品	459	409	685	820	867
原材料・貯蔵品	131	156	435	414	464
有形固定資産	2639	2422	3165	3654	3116
その他	564	459	596	665	678
資産合計	6363	7143	7906	8297	9075
買掛金	95	104	176	99	225
有利子負債	0	0	0	0	0
その他	484	874	1052	1092	1170
純資産	5784	6165	6678	7106	7680
自己資本比率	90.9	86.3	84.5	85.6	84.6

(注) 2012.3には、牧野工業の連結子会社化による有形固定資産増を含む。

2014.3は、補助金362百万円による有形固定資産圧縮を含む。

2014年3月期の業績は好転した

2014年3月期は、夏過ぎから需要が上振れして状況はよくなってきた。当社の製品は消耗品なので、消費税前の駆け込みも一部発生した。1～3月の通常の需要は1～2割アップはその影響を受けたとみられる。

増益になった主因は、CBNのウエイトが高まってきたことである。需要は好調に伸びており、売上高の1割を超えるところまできた。CBNのウエイトは前期の5～10%が今期は10%以上にのせてきた。粗利率が47.9%と、+0.5%ポイントアップしているが、これはCBNの効果効いているとみてよい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

市場別では、海外の伸びが鈍かった。スマホ系の影響が出ており、アップルの iPhone には日本製の高性能部品が使われており、それを加工するために当社のエンドミルも使われる。しかし、中国系のスマホが大きく台頭しているが、ここに日本製の出番は少ない。その影響が出ている。また、海外ではタイの自動車も今のところ勢いが落ちている。

牧野工業の白河新工場は、震災復興補助金（ふくしま産業復興企業立地補助金）362 百万円を受領し、その分の資産を圧縮記帳したので、負担は軽くなった。

バランスシートでは、香港の在庫を増やした一方、白河新工場への補助金見合いで有形固定資産が減少した。香港の現地法人にも在庫機能をもたせて、現地のデリバリーについてフレキシブルに対応できるようにした。これによって在庫は増えたが、財務的には全く問題ない。

2015 年 3 月期も増益が続き、2016 年 3 月期はピーク利益更新へ

2015 年 3 月期について、会社は慎重な計画を立てた。消費税の駆け込みの反動を 4～6 月に見込んだが、今のところ順調なので、その影響はさほど大きくない。

一方で、タイのクーデターによる自動車産業への影響が気になる。すでに車が 20%減産になるほど一部に影響は出ているので、もう少し様子を見る必要がある。2 年前のタイの洪水は大きな打撃となった。しかし、その後は自動化投資が加速してきたという面もある。タイ政府は経済をできるだけ平常に動かそうとするので、今のところ大きなリスクと捉える必要はない。

グループ企業では、牧野工業はようやく軌道にのってきた。新工場の活用による内製比率のアップで、2015 年 3 月期は黒字化してこよう。牧野工業については、2014 年 3 月期は売上高 440 百万円、営業利益－8 百万円であったが、2015 年 3 月期は、売上高 420 百万円、営業利益 8 百万円と黒字化を目指す。

全社の通常の設備投資は 5～6 億円レベルである。前期の 4.6 億円に対して、今期が 7.0 億円へ増えるのは、社内の販売・会計システムを一新するために 1.3 億円を投じる。この分が上乗せとなる。

仙台工場は同じ機械で新製品も作れるので、フレキシブルな対応力があり、自動化による効率アップも進めている。生産プロセスにおける前工程の自動化では、三菱マテリアルなどから購入した丸棒材料のセンターレス加工を自動化し、その後の加工に速やかに進めるようにしつつある。

また、工場の省エネに力を入れている。ピーク電力の使用量を抑えるのがポイントである。エアコンを電気からガスに変えている。自家発電機を入れて、工場の電気の 1 割を自家発電で賄うようにした。そうすると、ピーク時の電力使用量がコントロールできるので、電気料金が限界的に高くなるのを抑えることができる。

海外の売上高については、前期は香港の 3 カ月分が入っていない。今期はフルに寄与す

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

るので、その分海外売上比率は上がってこよう。ただ、海外売上比率は、国内で高付加価値品が伸びると必ずしも上昇しない。

人員は工場、営業を中心に年 10 人前後で増やしている。従業員は 3 月末で 284 名である。4 月の新卒入社で 10 名ほど入ったが、自然減もあるので、2015 年 3 月期は 290 名の陣容となろう。

業績は、2015 年 3 月期で売上高 6760 百万円(前年度比 5.3%)、経常利益 1160 百万円(同+4.8%)、2016 年 3 月期に売上高 7500 百万円(同+10.9%)、経常利益 1380 百万円(同+19.0%)と、来期に増益率を高めてこよう。高付加価値品の販売に力を入れており、海外での販売増も見込めることによる。

配当は、2014 年 3 月期に 60 周年記念配が 20 円ついて 60 円とした。2015 年 3 月期は記念配を除いて、年 50 円とする予定である。今後とも業績が向上するので、配当性向 20%を目途にして、2016 年 3 月期は増配が期待できよう。

5. 企業評価 競争力の強化で先行

高付加価値ニッチ戦略を实践し、売上高経常利益率を重視

ユーザーの開発案件についていく中で、新規需要を開拓していく。それで売上高を 5%前後伸ばしていく。全体的には量は追わずに、5~10%の売上成長を目指していく。利益率の向上が伴えば、利益面では 2 桁成長ができよう。

2014 年 3 月期の売上高経常利益率は 17.2%に高まった。かつて、経常利益 12.7 億円というピークの業績を上げた 2008 年 3 月期の売上高経常利益率は 21.6%であった。牧野工業の売上なども入ってきているので、ここまで戻すのは難しいが、会社の目標としては、同利益率 20%の達成を掲げている。

来期は、過去のピーク利益である経常利益 12.7 億円を更新することができよう。当社は差別化戦略に主軸をおいているので、規模は追求していない。量産品を志向すれば、売上高 100 億円が達成できなくもないが、そうした方向は狙っていない。他社のやらない差別化された高付加価値品を中心に、高収益を実現し、じわりと業績を伸ばしていく戦略をとっている。

ROE を上げるには売上高利益率を高めるとともに、総資産回転率も上げる必要がある。また、自己資本比率が 84.6%と高いので、大型投資案件がない場合は配当性向を 40~50%へ高めることも求められよう。

当社の経営目標は売上高営業利益率で 20%を達成することにある。その時の ROE も 15%を目指すことが望ましい。そのためには ROE₁の状態から ROE₂の状態へ持っていく必要がある。

$$ROE_1 = \text{売上高当期純利益率} \times \text{総資産回転率} \times 1 / \text{自己資本比率}$$

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

$$= 17\% \times (1-0.37) \times 0.74 \times 1 / 0.85 = 9.4\%$$

$$ROE_2 = 20\% \times (1-0.37) \times 1.0 \times 1 / 0.84 = 15.0\%$$

それには、総資産回転率を 1.0 に上げる。また、多少の負債を増やすことによって、自己資本比率を 85% レベル以上に上げないことも必要になろう。ROE が 15% に上がってくると、世界の投資家の評価は一段と高まろう。

中期的には、製品開発力を活かして、超硬小径エンドミルのシェアを高めることは可能であろう。また、海外売上げを 30% に上げていけば、その分成長力は高まる。海外の採算は今のところ国内よりやや低いが、今後高めることは可能である。海外も国内と同じように小径で攻めていく。このニッチ戦略は十分通用するものとして注目出来る。

ニッチ市場での市場拡大戦略、マイクロ製品分野での新市場開拓(マイクロ・カテゴリー戦略)を進めるには一定の努力を要するので、企業評価はBとする。(企業評価の定義については表紙を参照)

配当性向の引き上げに注目

現預金についてももう少し積み上げておきたい、と後藤社長は考えている。経済環境の激変によって売上高が半分になっても、人員整理を行わずに乗り切っていく体力を保ちたいと考えているからである。

日本企業は追い込まれて苦しくなった時に、リストラで人材を放出した。これが競争力の低下に拍車をかけた面もある。そうならないように人材を長期的に雇用していく。そのためには年商の半分くらい、現状では 30~40 億円くらいの現預金が必要であると考えている。その先については、配当性向を上げていく方向となろう。

経常利益としては 14 億円程度が当面の目標となる。そうすると ROE で 10% 台に十分乗せてくるので、PBR も一段と見直されてこよう。その局面では、配当性向の目途を現在の 20% から上げていくので、配当利回りの向上も期待できよう。すでに自己資本比率がかなり高いので、内部留保に伴う自己資本の増加に比べて、利益の成長が十分でないと、ROE が下がっていくことになる。ROE は 10% 以上を確保することが望ましいので、この点からも株主還元を高めることには意味があろう。

設備投資は過去 2 年続いた 10 億円レベルから前期は平常レベルに落ち着てきた。業績も向上してきたので、配当性向 20% をベースに、前期は 60 周年記念配 20 円も含めて、配当を 39 円から 60 円へ増配した。今期の配当については 50 円を基本とし、業績次第で再度検討する。

2013 年に立会外分売(発行済み株式の計 9.9% 分)を 2 度行った。1 回に 5% 以下しかできないルールなので、2 回に分けて、会長、社長などの持株を一部売却した。これによって株主作りを行うとともに、後藤一族の持株比率を 50% 以下に下げた。これによって留保金課税がなくなるので、法人税率が少し下がることになる。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

今後は、もう一段収益が向上した段階で1：1の株式分割によって、さらに流動性を高めることもできるようになるだろう。

当社の主要株主として、FMRが登場した。持株比率が10%を超えると主要株主として公表されるが、これはフィデリティである。機関投資家のフィデリティは大口投資家として、当社の持株を増やしたが、純投資なので特に問題はない。

6月9日時点の株価でみると、PBR0.70倍、ROE9.3%、PER7.5倍、配当利回り2.9%である。PBRはまだ1.0倍を下回っている。その理由は、①当社の高付加価値ニッチ戦略が十分評価されていないこと、②同業他社との比較で流動性が低いこと、などにあるだろう。流動性の向上策として、2012年10月に1：2の株式分割が実施され、今回の立合外分売で一定の改善は見たが、まだ十分でない。

当社の成長戦略が効果をあげ、収益力がもう一段向上し、配当性向が上がってくれば、株式市場でかなり見直されてくることになるだろう。現在の割安感に注目したい。