

企業レポート

東証プライム・機械

2025 年 12 月 26 日

椿本チエイン（6371）

担当アナリスト

黒田真路

星野英彦 CMA

キャピタルグッツ・リサーチ&アド
バイザリー（CGRA）

次期中計における事業変革および大同工業とのシナジー効果に注目が集まる

- **総括：**椿本チエイン（以下、同社）発行の「TSUBAKI REPORT 2025（統合報告書）」を対象に、同社に対して資本市場が求める重要キーワードの出現頻度分析を行った。その結果、「変革」や「事業再編」、「撤退基準」、さらには「ROIC・WACC」などの回数が増加しており、2026 年度からスタート予定の次期中期経営計画において、モーションコントロール（以下、MC）事業およびマテハン事業の低収益性に対する抜本的な改善策が織り込まれる可能性が高まったとの印象を受けた。また、大同工業株式会社との経営統合は、収益性および財務面では短期的なマイナス要因になるものの、「グローバルサウス市場の攻略」を進めるうえでは、同社の中長期の成長戦略を補完する重要なピースと位置付けられる。両社の強みを生かした相互補完的な事業戦略の具体化に期待したい。
- **業績動向：**26/3 期業績は、上期決算時において、売上高が前期比 1.7%増の 2,840 億円（期初 2,900 億円）、営業利益も同 12.5%減の 200 億円（同 215 億円）、営業利益率 7.0%（同 7.4%）へ下方修正された。しかし、四半期受注高は着実に回復基調を強めているうえ、一時費用の消滅や外部環境の好転も加わり、今後は業績回復基調が高まりそうだ。本レポートでは、CGRA 独自の業績先行指標、さらには 2026 年に向けた事業機会や課題、大同工業との経営統合イメージなどの掲載を試みた。
- **ESG 経営：**環境（E）分野では、マテリアリティの解決に紐付いたエコ商品の拡販に注力しており、着実に成果が実っている。社会（S）分野では、女性活躍を通じた多様性の向上や離職率が低い一方、従業員エンゲージメントは改善傾向にあるものの、低位にとどまっている。ガバナンス（G）分野では、株主目線での報酬制度が進む一方、「変革」に向けたスピード感と実効性に欠ける印象が残る。
- **株主還元と株価バリュエーション：**同社は「連結配当性向 35%以上」を基本方針としつつ、「総還元性向を意識した株主還元」を掲げ、25/3 期に続き 26/3 期も 100 億円規模の自己株取得を実施しており、25/3 期の総還元性向は 82.4%、26/3 期も同様に 95.9%に達する見通しである。株価バリュエーションに関しては、MC 事業およびマテハン事業のディスカウント要因が消滅するならば、妥当 PBR 1.09 倍（＝期待株価 2,756 円）程度が試算される。一方で、同社のような高いキャッシュ創出力を有する企業では、PBR 向上に向けて「PBR＝DOE（純資産配当率）÷配当利回り」の関係式を考慮した目標 DOE の設定も有効であろう。

連結業績および各種株価データ

トレーディング・データ		業績推移	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3会予
株価（25年12月24日）：円	2,277	売上高：億円	1,933	2,158	2,515	2,668	2,791	2,840
52週レンジ：円	2,318～1,546	営業利益：億円	88	178	189	212	228	200
時価総額：億円	2,418	経常利益：億円	110	200	209	234	253	220
発行済株式総数：百万株	106.21	当期純利益：億円	87	145	137	185	221	190
平均売買代金（20日）：億円	4.1	EPS：円	78.4	130.9	123.7	170.5	212.6	189.1
会社予想PER：倍	12.0	ROE：%	4.8	7.4	6.4	7.7	8.5	-
PBR（25/3期末）：倍	0.90	1株当たり配当金：円	25.0	40.0	43.3	53.3	80.0	80.0
予想1株配当金：円	80.0	配当性向：%	31.9	30.5	35.0	31.3	37.6	42.3
予想配当利回り：%	3.5	FCF：億円	183	119	120	294	94	-
ROIC（25/3期）：%	5.2	Net Cash：億円	68	175	257	492	435	-

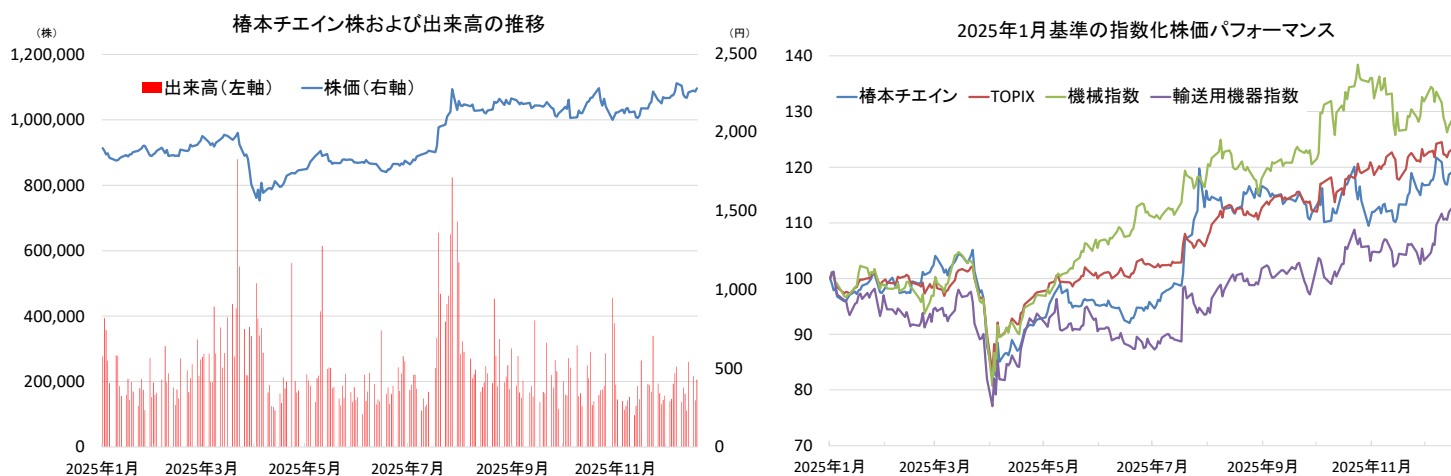
本レポートは投資の勧誘・推奨・助言を意図したのではなく、当該企業に関する情報提供を目的として、当社独自の視点から作成されております。また、本レポートに記載されている内容は公表された情報に基づき作成されておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本レポートの著作権は株式会社キャピタルグッツ・リサーチ&アドバイザリーに帰属しており、無断転写を禁じます。本レポートの内容は、今後予告なく変更される場合があります。当社及び本レポートは投資家の投資判断に開示することなく、投資に関する決定はご自身の判断で行って頂くようお願い申し上げます。

目 次

- ・ 目次と株価パフォーマンス：p2
- ・ 会社概要と製品紹介：p3
- ・ 椿本チエインにおける 3 つの注目ポイント：p4～5
- ・ 大同工業との経営統合について：p6～7
- ・ 中期経営計画 2025 の概要と進捗：p8
- ・ 四半期ベースの受注高と業績動向：p9
- ・ 2025～2026 年の注目イベント：p10
- ・ チェーン事業の概況：p11
- ・ モーションコントロール事業の概況：p12
- ・ モビリティ事業の概況：p13
- ・ マテハン事業の概況：p14
- ・ 株価バリュエーションの考え方：p15
- ・ 株主還元方針：p16
- ・ サステナビリティ経営の進化：p17
- ・ 連結損益計算書と貸借対照表、キャッシュ・フロー：p18～19

図表 1：椿本チエインの株価パフォーマンス

椿本チエイン株は、概ね TOPIX 並みの株価パフォーマンスを示しているものの、機械株指数に対してアンダーパフォームする一方、輸送用機器株指数に対してはアウトパフォームしている。



出所：CGRA 作成



会社概要と製品紹介

「動かす」技術で社会課題の解決と持続的成長を目指す

高い世界シェアを確保しつつ、事業領域の拡大を図る

同社は1917年に大阪において自転車チェーンを製造する町工場として創業した。現在は、世界シェア17%（No.1）を誇る産業用スチールチェーンを主力とするチェーン事業、モーションコントロール事業、世界シェア42%（No.1）を誇る自動車エンジン用タイミングチェーンシステムを手掛けるモビリティ事業、マテハン事業の4領域へ事業展開を進め、「動かす」技術で社会に貢献する総合ソリューション提供企業へ発展してきた。近年はM&Aを活用した業容拡大と新規事業の育成を加速させている。

チェーンおよびモビリティ事業を柱に、M&Aを活用した業容拡大と新規事業の育成に注力

差別化された独自技術を通じて、既存事業の変革を進める

チェーン事業は、動力伝動用のドライブチェーンや搬送用のコンベヤチェーン、プラスチックチェーンなど約2万種類の製品ラインアップを揃え、摩耗寿命や疲労強度などを向上させた高付加価値製品を提供している。MC事業は、減速機や直線作動機、軸継手、締結具、クラッチやユニットなど動力の変・減速や伝達などを担う「ニッチトップ」な製品群を扱っている。モビリティ事業は、自動車エンジンの高性能化や小型化、省エネ化に貢献するタイミングチェーンシステムを手掛け、電気自動車などにも採用される車載用クラッチなどの新商品開発を加速させている。マテハン事業は、搬送・仕分け・保管などの物流装置を中心に、メンテナンス事業の拡大、さらには通信・AI技術を導入した次世代マテハンシステムの開発と拡販を進めている。

事業ポートフォリオの変革期が到来している

10年前の16/3期は、連結営業利益の57%をモビリティ事業が創出していたが、25/3期はチェーン事業が同68%を稼ぎ出す一方、MC事業およびマテハン事業は継続的な低収益性が課題となっている。「TSUBAKI REPORT 2025（つばきグループ統合報告書）」では、古世CEOが「撤退基準を設けて、投下資本の回収を念頭に置いた成長戦略を実行する」とコメントするなど、事業ポートフォリオの変革期を迎えている。

既存事業を再構築する変革期が到来している

図表2：各事業セグメントの特徴と主要製品および顧客業種

億円、%	チェーン事業	モーションコントロール事業	モビリティ事業	マテハン事業
売上高	962	233	911	683
（構成比）	33.8	8.2	32.7	24.4
営業利益	155	7	82	12
（構成比）	68.2	3.4	36.3	5.5
営業利益率	16.5	3.4	9.1	1.8
主要製品	ドライブチェーン コンベヤチェーン ケーブル・ホース 支持案内装置など	減速機 直線作動機 軸継手、締結具 クラッチなど	自動車エンジン用タイミング チェーンシステム 電動化対応製品 車載用クラッチなど	搬送・仕分け・保管システム ライフサイエンス向け装置 メンテナンスなど
主要顧客	各種製造工程 物流装置メーカー 鉱山、水処理、造船など	各種製造工程 工作機械や半導体製造装置 射出成型機や医療機器	グローバル自動車メーカー各社 （トヨタ比率29%） （日系自動車比率約60%）	物流や搬送工程 製薬や研究機関 各種製造工場など
市場シェア	産業用スチールチェーン 世界シェア17%（No.1）	カムクラッチ国内シェア9割 パワーロック国内シェア5割 ウォーム減速機国内シェア3割	自動車用タイミングチェーン 世界シェア42%（No.1）	チルト式トレイソータ 国内シェア7割

業績は25/3期実績。売上高構成比は「外部顧客への売上高」ベース。営業利益は全社調整費用前ベース

出所：CGR A 作成



椿本チエインにおける3つの注目ポイント

ポイント①：事業変革に向けた危機意識の高まりが感じられる

同社は、2025年10月14日付で「TSUBAKI REPORT 2025（つばきグループ統合報告書）」を発行した。

資本市場では、同社に対して、MC事業とマテハン事業における低収益性からの脱却策、事業ポートフォリオの見直し、さらにはモビリティ事業の長期的な成長ストーリーの提示、PBR1倍割れに対する対応策などが強く求められている。

そのような中、CGRAでは、過去6回分の統合報告書において、同社に求められるキーワードの出現頻度分析を試みた。その結果、2025年版では、「変革」が40回（2024年は21回）登場し、2024年以降は「事業再編」や「撤退基準」など、事業変革を想起させる表現が増加しており、次期中計での事業再編期待が高まっているとの印象を受ける。また、「ROIC」は10回、「WACC」は4回と急増しており、事業部単位でのROIC/WACCスプレッドを意識した経営導入が進み始めていると読み取れる。一方で、「株主還元」の記載が増加する反面、「PBR」と「ROE」は減少傾向にあり、成長ストーリーの提示と株価意識に関しては、やや後退している印象を受ける。

事業ポートフォリオ改革の断行を期待させる重要なキーワードが増加傾向にある

ポイント②：引き続き高いキャッシュ創出力を誇る

同社は26/3期を最終年度とする現中期経営計画の残り2期間（25/3～26/3）において、2年間累計フリー・キャッシュ・フロー（FCF）300億円、政策保有株の売却100億円超、現預金250億円を含めた計650億円の資金を、新規成長投資250～300億円、株主還元350～400億円へ配分しつつ、期末の現預金残高を24/3期末の750億円から26/3期末には500億円（月商2か月分）へ圧縮する計画である。25/3期および26/3上期の合計FCFは215億円と順調に積み上がっているうえ、同期間の投資有価証券売却益が89億円、自己株取得を含む株主還元額は310億円に達しており、順調に進捗している。一方、26/3上期末のB/S上の現預金は644億円と高水準にあり、有利子負債の圧縮を含め、継続的な資本政策が期待される。

モノづくり無人化に向けたプロジェクトがキャッシュ創出力の向上につながっている

現中計で掲げる目標売上高3,000～3,200億円、目標営業利益率9～11%の実現は難しいものの、チェーン事業で進めるLinK2025、MC事業のConnect2025、モビリティ事業のMAC2025などの「モノづくり改革」がキャッシュ創出力の向上に貢献している。

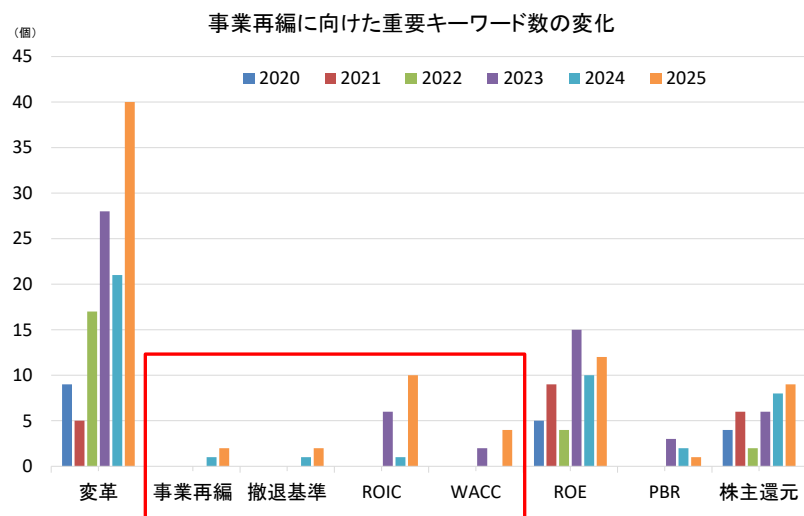
ポイント③：新規事業の1つであるアグリ事業の成長が見えてきた

同社は「長期ビジョン2030」において社会課題の解決と連動した新規事業の育成を重要テーマに掲げている。具体的には、ヒューマンアシスト、メンテナンス、アグリ、ライフサイエンス、エネルギーインフラ、モビリティの6分野において、持続的成長を可能とする次世代ビジネスの育成を積極化している。

新規事業の1つであるアグリ事業の今後の成長イメージが見えてきた

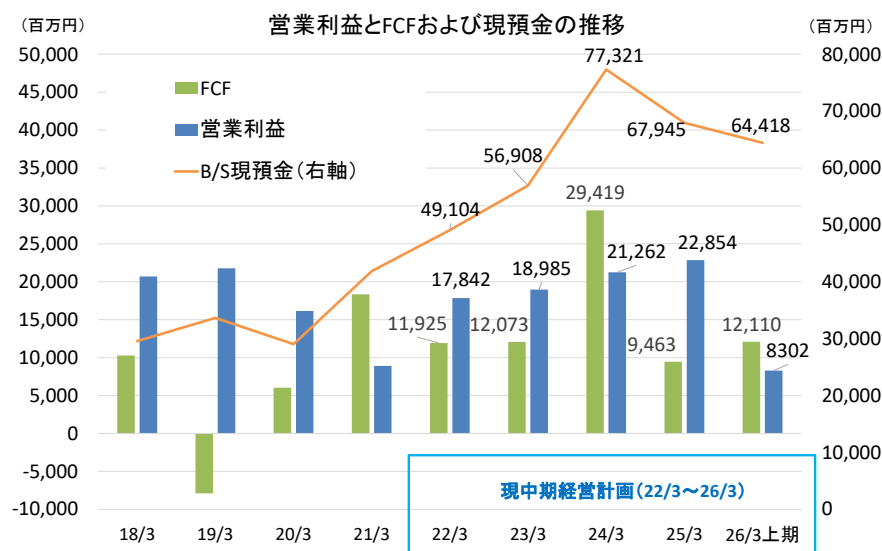
その中の1つであるアグリ事業は、「植物工場にイノベーションを。」をテーマに、2025年5月開催の決算説明会では、2027年度売上高25億円、2030年度50億円の目標が示されたが、2025年11月開催の26/3上期決算説明会では、2030年度の目標売上高が50～100億円へ上方修正された。現在、非連結子会社である（株）ツバキベジムープがレタスの栽培と販売を行いつつ、椿本チエインが独自の効率的な自動化・省人化機器の開発と外販を進めることで持続可能な農業の実現への貢献を目指している。今年度のツバキベジムープ社の売上高は25億円程度を見込んでおり、新規顧客の開拓を進めつつ、将来的な連結子会社化を通じて、中長期的に安定収益化を目指す方針である。

図表 3：次期中計において事業再編の期待が高まる



「事業再編」や「撤退基準」など重要キーワードの登場回数が増え始めている

図表 4：引き続き高いキャッシュ創出力を堅持



今後も豊富なキャッシュを活用した継続的な資本政策の実施が期待される

図表 5：第5の事業であるアグリ事業の成長シナリオが見えてきた



社会課題の解決に紐付いた新規事業の育成に挑戦している

大同工業との経営統合について

2026 年 1 月 1 日付で経営統合が実施される予定

椿本チエインと大同工業株式会社（以下、大同工業）は、2025 年 5 月 14 日に 2026 年 1 月 1 日を効力発生日とした経営統合契約および株式交換契約を締結した。大同工業株 1 株に対して、椿本チエイン株 0.65 株が割り当てられ、大同工業は椿本チエインの完全子会社となる見通しである。

短期的には収益性および B/S に対してネガティブな影響が残ろう

短期的には収益性および B/S 面の悪化懸念が残る

26/3 上期における椿本チエインの売上高は 1,356 億円、営業利益は 83 億円、営業利益率は 6.1% に対して、大同工業の売上高は 291 億円、営業利益は 8 億円、営業利益率 3.1% であり、統合後の収益性は低下する見通し。また、椿本チエインは 408 億円のネットキャッシュ（ネット D/E レシオ▲0.16 倍）であるが、大同工業は 165 億円のネットデット企業（同+0.52 倍）である。収益性、財務体質も目先は悪化が懸念される。

シナジー効果の早期実現が期待される

大同工業は、椿本チエインと製品が重複しない二輪部品事業が 26/3 上期連結売上高の 54.3% を占め、同事業の営業利益率は 7.8% を確保している。また、連結売上高の 8.7% を占める自動車部品事業は、椿本チエインがエンジン用タイミングチェーンを供給していないホンダ向けが中心であり、顧客面の重複も見られない。

事業や地域面での重複は少なく、両社の強みを活かしたシナジー効果の早期顕在化に期待したい

一方で、近年の自動車部品および同 22.4% を占める産機事業では低収益性が継続している。販売価格の是正に加え、椿本チエインが強みとする生産革新などの相互共有を通じて、シナジー効果の早期実現が期待される。

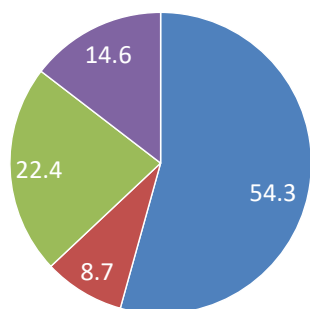
地域別の収益性は、26/3 上期から非開示となっているものの、25/3 期においては、二輪部品を中心とする欧州事業の営業利益率が 9.8% を確保し、続いてアジアが同 4.2% であった。

大同工業はインド市場攻略の鍵を握る

大同工業発行の「統合報告書 2025」では、「グローバルサウス攻略の最前線」をテーマに、計 6 ページを割いてインド特集を掲載しており、インド戦略に加えて中長期的なグローバルサウス戦略が詳細に説明されている。椿本チエインは、インドをはじめとするグローバルサウス市場への展開を本格的に始めており、今回の経営統合において最も期待される部分である。両社の相互補完による事業戦略に注目が集まる。

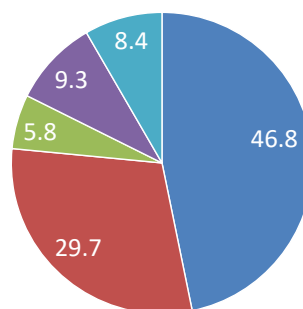
図表 7：大同工業の地域別、事業別売上高構成比と収益性

大同工業の事業別売上高構成比（26/3上期、%）



■ 二輪部品 ■ 自動車部品 ■ 産機 ■ その他

大同工業の地域別売上高構成（26/3上期、%）



■ 日本 ■ アジア ■ 北米 ■ 南米 ■ 欧州

出所：各種資料より CGRA 作成



単純合算業績シュミレーション

内部取引、のれん発生、シナジー効果などを加味しない前提で、両社の業績を単純合算したシュミレーションを行った。中長期的には、両社が有する強みや事業面での相互補完関係を生かしたシナジー効果の創出に期待したい。一方、短期的には収益性の低下に加え、B/S が悪化する懸念が残る。特に大同工業は、従業員 1 人当たり売上高が相対的に低い。統合後のグローバルベースでの人員配置や育成、評価制度を含む人材戦略の成否が、シナジー効果を左右する重要な鍵を握ると CGRA は考える。

図表 8 : 両社の業績・財務数値および単純合算

(百万円、%)	橋本チエイン			大同工業			単純合算		
	24/3期 実績	25/3期 実績	26/3期 予想	24/3期 実績	25/3期 実績	26/3期 予想	24/3期 実績	25/3期 実績	26/3期 予想
売上高	266,812	279,193	284,000	56,041	57,515	-	322,853	336,708	-
営業利益	21,262	22,854	20,000	227	1,382	-	21,489	24,236	-
営業利益率	8.0	8.2	7.0	0.4	2.4	-	6.7	7.2	-
経常利益	23,450	25,332	22,000	778	1,434	-	24,228	26,766	-
当期利益	18,551	22,122	19,000	342	1,192	-	18,893	23,314	-
(評価)	収益性高い			収益性低い					
総資産	391,298	371,510	-	79,121	77,803	-	470,419	449,313	-
純資産	260,559	262,162	-	36,685	36,787	-	297,244	298,949	-
自己資本	258,400	259,810	-	31,158	30,723	-	289,558	290,533	-
自己資本比率	66.0	69.9	-	39.4	39.5	-	61.6	64.7	-
現預金	77,321	67,945	-	8,278	8,711	-	85,599	76,656	-
有利子負債	28,712	25,144	-	24,221	23,333	-	52,933	48,477	-
ネットD/Eレシオ	-0.19	-0.17	-	0.51	0.48	-	-0.11	-0.10	-
(評価)	ネット・キャッシュ			ネット・デッド					
営業CF	38,580	21,297	-	2,782	4,637	-	41,362	25,934	-
投資CF	-9,161	-11,834	-	-2,838	-2,812	-	-11,999	-14,646	-
FCF	29,419	9,463	-	-56	1,825	-	29,363	11,288	-
財務CF	-15,695	-21,655	-	-241	-1,700	-	-15,936	-23,355	-
現金及び現金同等物	74,655	63,316	-	8,270	8,702	-	82,925	72,018	-
売上高営業CFマージン	14.5	7.6	-	5.0	8.1	-	12.8	7.7	-
(評価)	キャッシュ創出力高い			キャッシュ創出力低い					
設備投資	13,581	12,444	-	3,972	3,921	-	17,553	16,365	-
減価償却費	13,883	14,211	-	3,053	3,181	-	16,936	17,392	-
R&D	6,346	6,820	-	566	672	-	6,912	7,492	-
連結従業員数	8,750	8,768	-	2,480	2,454	-	11,230	11,222	-
1人当たり売上高	3,049	3,184	-	2,260	2,344	-	2,875	3,000	-
1人当たり営業利益	243	261	-	9	56	-	191	216	-
(評価)	人材効率高い			人材効率低い					
PBR: 倍	0.71	0.73	0.90	0.26	0.28	0.49	-	-	-
ROE: %	7.7	8.5	-	1.2	3.9	-	7.0	8.0	-
PER: 倍	10.1	8.7	12.0	24.1	7.4	-	-	-	-
株価: 円	1,717	1,849	2,277	786	863	1,470	-	-	-
時価総額: 百万円	190,969	196,388	241,848	8,586	9,428	16,059	-	-	-
1株配当金: 円	53.3	80.0	80.0	15.0	25.0	-	-	-	-
配当性向: %	31.3	37.6	42.3	46.1	21.4	-	-	-	-
配当利回り: %	3.1	4.3	3.5	1.9	2.9	-	-	-	-

出所：各種資料より CGRA 作成

中期経営計画 2025 の概要と進捗

「中期経営計画 2025」の概要

「中期経営計画 2025」は、最終年度である 26/3 期に、売上高 3,000～3,200 億円、営業利益率 9～11%（営業利益 270～352 億円）、ROE 8%以上、連結配当性向 35%以上を目標に掲げている。基本方針は、①持続的成長が可能となる次世代ビジネスの創出、②既存事業のさらなる市場地位確立と収益力の強化、③モノづくり改革および人づくり強化による事業基盤の強化、④ESG への取組み強化であり、長期ビジョン 2030 の実現に向け持続的成長につながる「新事業の種まき期間」と位置付けられた。

ROE および株主還元、CO₂ 排出量削減は目標をクリア

図表 9：中期経営計画 2025 の数値目標

項目	指標	2025年度(26/3)目標	2025年度会社予想	事業セグメント	2025年度(26/3)目標 売上高(億円)	2025年度(26/3)目標 営業利益率	2025年度会社予想
収益性	売上高	3,000～3,200億円	未達	チェーン	800～850	15%以上	14.9%
	営業利益率	9～11%	未達				
資本効率	ROE	8%以上	達成	MC	320～350	12%以上	4.8%
株主還元	配当性向	35%以上(当初30%)	達成				
ESG	CO ₂ 排出量	2013年度比△30% (対象:国内グループ会社)	達成	モビリティ	950～1,000	11%以上	9.8%
		2018年度比△20%以上 (対象:海外グループ会社)	達成	マテハン	900～950	6%以上	1.2%

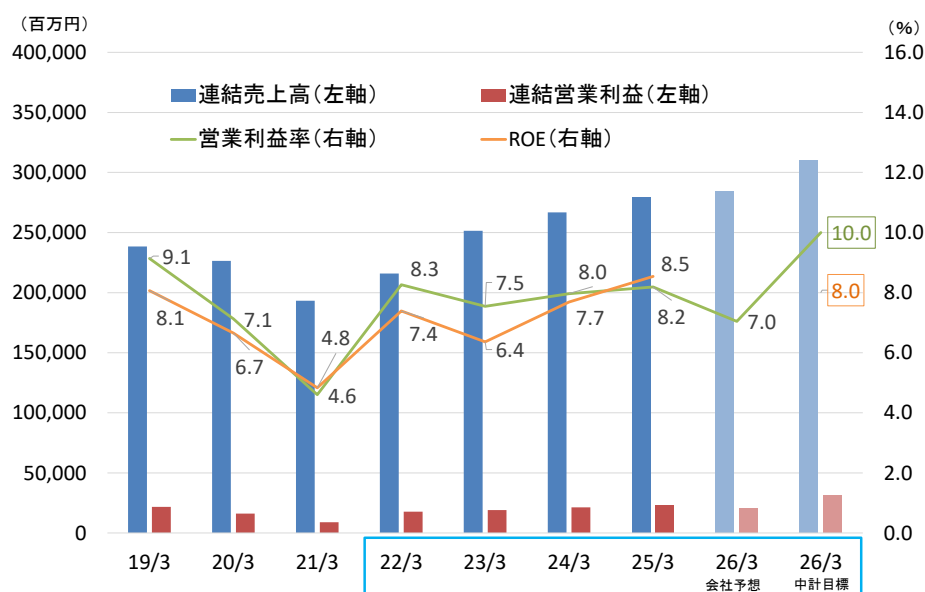
出所：会社資料などから CGRA 作成

次期中計において変革を促す改善策が求められよう

中計 4 年目にあたる 25/3 期は、売上高が 2,791 億円、営業利益は 228 億円（営業利益率 8.2%）、ROE は 8.5%、配当性向 37.6%（総還元性向は 82.4%）となり、ROE と株主還元は既に目標をクリアした。最終年度である 26/3 期は、上期決算時に売上高が 2,840 億円（期初 2,900 億円）、営業利益 200 億円（同 215 億円）、営業利益率 7.0%（同 7.4%）へ下方修正された。1 株当たり予想配当金は 80 円が据え置かれ、連結配当性向は 42.3%の見通しである。事業セグメント別では、期初予想営業利益に対して、MC 事業とモビリティ事業が上方修正される一方、マテハン事業が下方修正された。

MC およびマテハン事業における予想以上の収益性悪化が響いた

図表 10：目標売上高と目標営業利益率の達成は難しそう



出所：会社資料から CGRA 作成

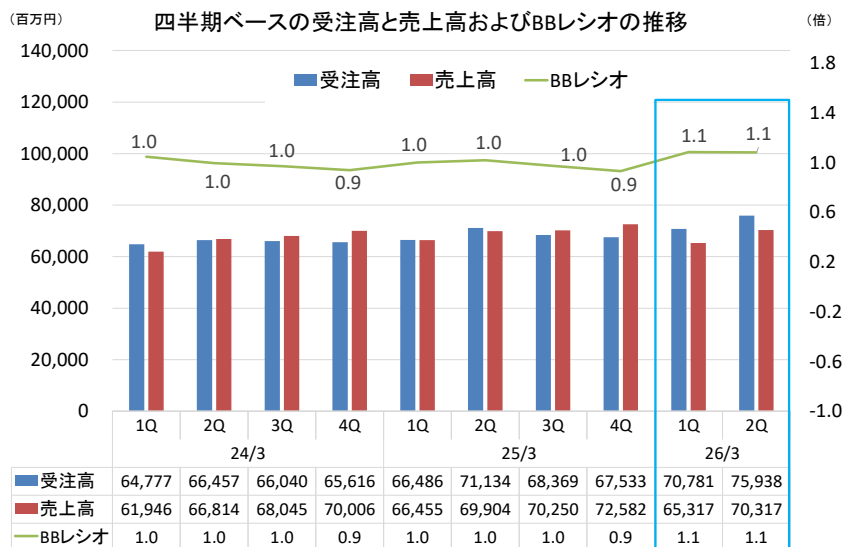
四半期ベースの受注高と業績動向

受注高：受注ボリュームが切り上がり始めている

26/3 期 1Q および 2Q 受注高は、チェーン事業を中心に、各事業とも回復傾向を強めている。1Q 連結受注高は、前年同期比 6.5% 増の 707 億円、2Q は同 6.8% 増の 759 億円と、受注ボリュームが切り上がり始めている。受注高を売上高で除した BB レシオ（業績の先行指標）は、安定的に 1 倍超を確保しているうえ、2Q 末の受注残高は同 6.1% 増の 785 億円（月商 3.3 か月）に達しており、3Q 以降の業績の下支えが期待される。

BB レシオや受注残高を見る限り、底堅い業績推移が続きそう

図表 11：四半期受注高は回復傾向を強める



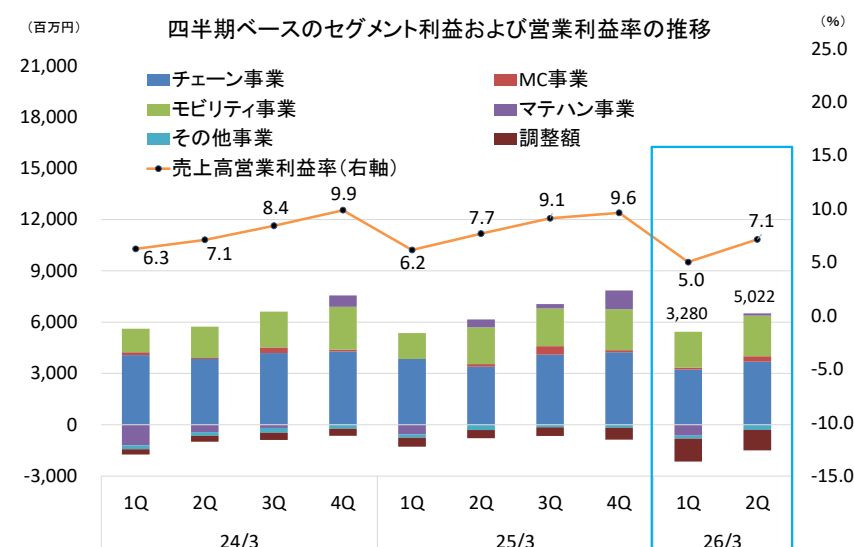
出所：CGRA 作成

業績：26/3 上期は一時的な費用の増加が利益を圧迫した

26/3 期 1Q 営業利益は、前年同期比 19.8% 減の 32 億 80 百万円（営業利益率 5.0%）、2Q は同 6.5% 減の 50 億 22 百万円（同 7.1%）と 2 四半期連続で減益となった。ただし、大阪・関西万博費用および大同工業との経営統合費用など計 11 億円の一時費用を調整額として計上しており、一時費用を除く実質営業利益は、概ね前年同期並みであった。26/3 下期の予想営業利益は同 12.7% 減の 116 億 98 百万円（同 7.9%）の見通し。

3Q 以降は一時的な費用負担の減少が見込まれる

図表 12：26/3 上期は一時的な調整額負担が増加



出所：CGRA 作成

2025～2026 年の注目イベント

2025 年：大同工業との経営統合を発表

2025 年は、国内自動車生産の回復に加え、世界的に BEV（電気自動車）からエンジンを搭載する PHEV・HEV への需要シフトが進んだ。一方で、経済政策の不透明感から、米国では設備投資に対して慎重な姿勢が見られた。そのような不安定な外部環境の中、同社は大同工業との経営統合、関税影響などへの対応としての製品価格の改定、自己株式の取得などを実行してきた。

2026 年は外部環境の好転が予想されるうえ、次期中期経営計画の内容に注目が集まる

2026 年：6 月頃の発表が予想される次期中期経営計画に注目が集まる

2026 年における注目イベントとしては、大同工業との経営統合に加えて、6 月頃にも発表が予想される次期中期経営計画に注目が集まる（現中計は 2021 年 6 月 14 日に発表）。次期中計では、低収益事業を中心とした変革を伴う構造改革に加え、中長期の成長ストーリー、統合初期には収益性の低下が懸念される大同工業とのシナジー効果の最大化に向けた具体的な施策、株主還元を含む PBR 向上に向けた実効性を伴う内容に期待したい。外部環境については、米国を中心に自動車設備投資や工作機械受注の回復基調が強まるとともに、自動車生産は PHEV・HEV を中心に回復の継続が見込まれ、半導体設備投資に関しても回復の裾野が広がると CGRA は考える。

図表 6：2025 年～2026 年における主要イベント

関連項目	日付	内容
IR	2025年 5月14日	大同工業株式会社との経営統合を発表
	5月14日	自己株式の取得を発表
	5月14日	政策保有株式の売却を発表
	10月14日	統合報告書を発行
	10月31日	26/3期業績予想を下方修正
事業	2025年 6月4日	小型モビリティ「Full伝動Cargo（仮称）」を開発
	8月1日	人工光植物工場「福井美浜工場」が事業開始
	10月15日	大阪・関西万博の同社ブース来場者数は55,499名
	10月27日	物流倉庫向けデータ分析サービスの新プランを提供開始
	10月31日	AI画像認識検品システムを組み込んだリニソートが”超”モノづくり部品大賞「奨励賞」を受賞
	11月4日	中国SEER社とパートナー契約を締結、AMR・AGFの販売開始
外部環境		米国関税で米国、日本、中国の設備投資が抑制、延期 半導体不足などから一部の自動車メーカーは減産 半導体設備投資も一部のAI関連のみ旺盛な需要が持続
関連項目	日付	内容
IR	2026年 1月1日	大同工業株式会社との経営統合を予定
	6月頃	次期中期経営計画が発表予定
	-	大阪・関西万博費用及び大同工業の統合費用14億円（年間）が消滅
事業	2026年 -	グローバル自動車生産の正常化（モビリティ事業）
	-	トラック向けアークチェーンアクチュエータの正式納入開始（MC事業）
	-	2027年頃には第9世代チェーンを市場投入（チェーン事業）
外部環境		米国、日本を中心に自動車設備投資、工作機械受注が回復へ PHEV・HEVを中心に自動車生産の回復が継続 半導体設備投資はAI関連からメモリー分野へ回復の裾野が拡大

出所：CGRA 作成。背景色は注目イベント

チェーン事業の概況

CGRA 見解：搬送関連の設備投資が同事業の業績先行指標

同社が手掛ける各種チェーンは、物流を中心とした自動倉庫や搬送設備、様々な生産設備に組み込まれて使用され、モノの搬送や動力を伝達する重要な役割を担う。また、世界最高水準の伝動性能を通じた動力エネルギーロスの最小化や長寿命化、設備の省スペース化などの社会課題解決に貢献している。世界トップシェアを誇る産業用スチールチェーンが売上高の約 70% を占めているうえ、更新需要が売上高の半分を占めている点が高い収益性の源泉となっている。今回、新たな試みとして、搬送設備の最大手企業の連結売上高とチェーン事業売上高の相関分析を行った。両者の相関係数は 0.92 と高く、今後も搬送関連の設備投資をチェーン事業の先行指標として注目したい。

意外かもしれないが、搬送関連の最大手企業を業績先行指標として分析を行った

業績動向：引き続き高い収益性を堅持している

26/3 期売上高は前期比 4.4% 増の 1,005 億円（期初予想 985 億円：上期実績 490 億 64 百万円、下期予想 514 億 36 百万円）、営業利益は同 3.8 % 減の 150 億円（同 150 億円：上期実績 69 億 20 百万円、下期予想 80 億 80 百万円）、営業利益率 14.9%（同 15.2%）が予想されている。上期決算発表時において、期初予想に対して、売上高が増額修正された一方で、営業利益は据え置かれた。米国関税影響は、基本的に製品値上げで対応しているが、26/3 期は一部製品で 7 億円の減益影響が残る見通しである。

受注動向：下期も堅調な受注環境が見込まれる

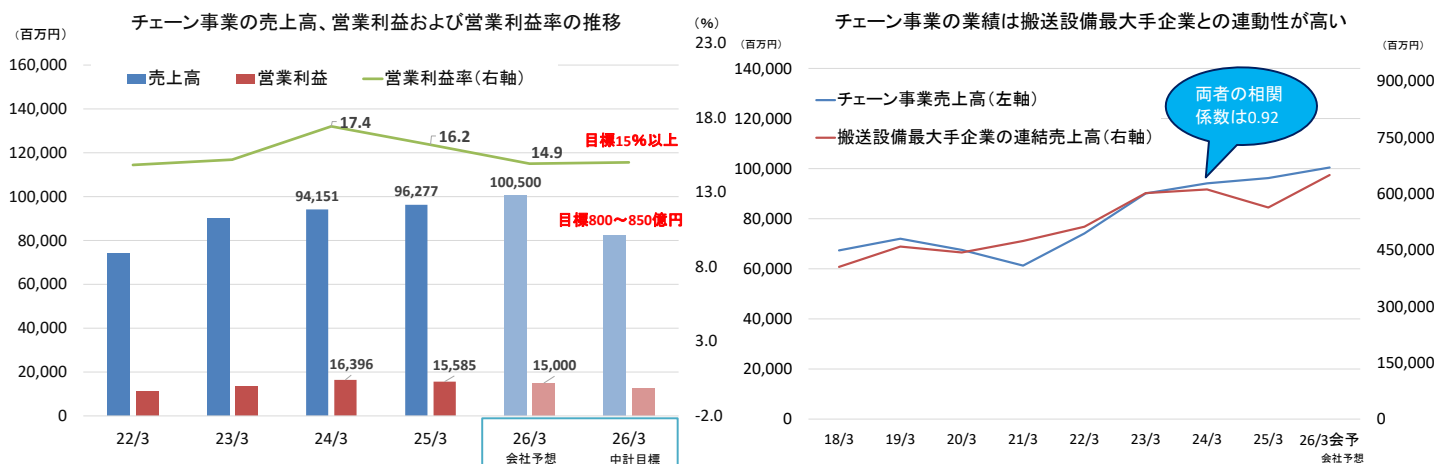
チェーン事業の 26/3 期 1Q 受注高は、前年同期比 9.1% 増の 247 億円、2Q は同 8.7% 増の 244 億円と堅調な受注環境が継続している。チェーン事業受注高との連動性が高い安川電機のモーション事業（サーボモータとインバータ）は、25 年 3～5 月期受注高が前年同期比 2% 減であったものの、6～8 月期は同 5% 増へ転じているうえ、ダイフクは 25 年 10～12 月期受注高を 7～9 月期対比 10% 増の 1,811 億円で計画している。

受注環境は着実に改善傾向を強めている印象

中期経営計画と成長戦略

同社は中計最終年度である 26/3 期においてチェーン事業の売上高を 800～850 億円、営業利益率 15% 以上を目指している。売上高に関しては、23/3 期に 900 億円を超え、24/3 期における営業利益率は 17.4% に達した。地域や顧客業種の特性を見定めて製品展開を進める マトリックス経営が奏功 しているうえ、欧州でのシェア拡大やグローバルサウス市場の開拓に向けた M&A も積極化しており、さらなる成長が期待される。

図表 13：中長期的な成長ポテンシャルは高そう



出所：会社資料から CGRA 作成



モーションコントロール事業の概況

CGRA 見解：スピード感を伴う海外市場の開拓が必要

モーションコントロール（MC）事業が扱う減速機や電動シリンダ、クラッチや軸継手、締結具などは、様々な機械の可動・駆動部で用いられ、動作性能や加工精度を担う重要部品である。25/3 期の国内売上高比率は 69%（国内生産比率 81%）と高く、海外比率が 31%（米国比率 10%）にとどまる内需依存型の事業である。19/3 期には営業利益率 13.1%を確保したが、過去 5 期間の平均営業利益率は 4.7%と低収益性に甘んじている。新製品開発を含め、トップラインの成長ポテンシャルに課題を抱えている。

収益性の改善に向けた抜本的な改革が求められよう

業績動向：収益性に課題を抱えつつ、業績予想を上方修正

26/3 期売上高は前期比 6.9%増の 250 億円（期初予想 245 億円：上期実績 118 億 79 百万円、下期予想 131 億 21 百万円）、営業利益は同 55.8%増の 12 億円（同 10 億円：上期実績 4 億 23 百万円、下期予想 7 億 77 百万円）、営業利益率 4.8%（同 4.1%）が予想されている。上期決算発表時において、期初予想に対して、売上高および営業利益ともに増額修正された。その背景には、国内を中心とした工作機械や半導体製造装置向け需要の回復に加え、製品価格の値上げ効果などが挙げられる。

受注動向：工作機械受注高の前年同月比伸び率が加速を始めた

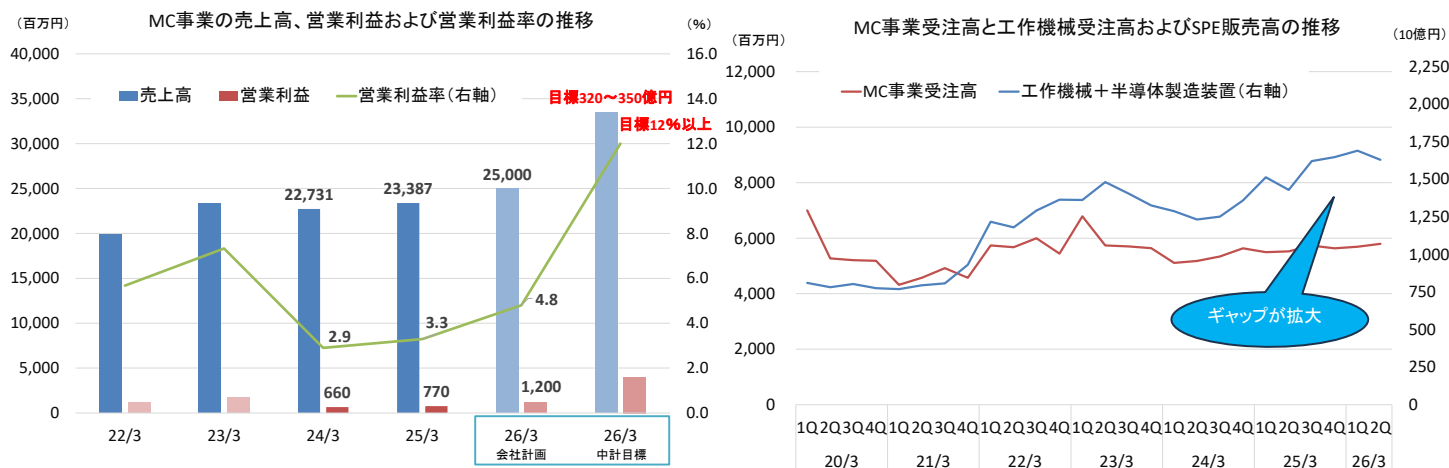
MC 事業の 26/3 期 1Q 受注高は、前年同期比 3.6%増の 56 億円、2Q は同 4.9%増の 57 億円と緩やかな回復傾向が見られる。前回レポートでも指摘した、工作機械受注高と半導体製造装置販売高を合算した業績先行指標に対して MC 事業の受注高に出遅れ感が見られ、依然として解消が見られていない。流通過剰在庫の解消が進んでいないと考えられる。ただし、25 年 11 月の工作機械受注高は、前年同月比 14%増と 2 か月連続で伸び率が伸長しており、今後の MC 事業における受注回復に期待が高まる。

2026 年は受注高が伸長しそう

中期経営計画と事業戦略

同社は中計最終年度である 26/3 期において MC 事業の売上高を 320～350 億円、営業利益率 12%以上を目指している。しかし、売上高は計画に遠く及ばず、営業利益率は 23/3 期の 7.3%が最高値となっている。事業戦略として、2022 年に買収したフレキシブルカップリングの製造販売を行う米国の TSUBAKI ATR, LLC は、高い収益性を確保しているうえ、チェーン事業と一体化したマトリックス経営が成果をみせつつあるものの、製品開発を含む製品戦略や海外戦略の見直しが求められよう。

図表 14：MC 事業の受注回復遅れが目立つ



出所：各種資料から CGRA 作成

モビリティ事業の概況

CGRA 見解：収益性を重視しつつ、需要変動に応じた供給を実現

モビリティ事業が提供する自動車エンジン用タイミングチェーンシステムは、世界シェア 42% を誇り、同事業売上高の約 9 割を占める。100% 電気で動く BEV (Battery Electric Vehicle) からエンジンを搭載する PHEV・HEV へ需要の揺り戻しが進む中、ステランティスのグローバルモデル案件 (HEV) を獲得した。加えて、2026 年に向けて小規模ながらも新規案件を獲得し、着実に市場シェアの上昇が見られている。また、将来的な BEV 時代を見据えた新製品開発を進めており、BEV に対応可能な車載用クラッチの新規案件の受注に成功している。安定的な営業利益率の確保が見えてきた印象。

営業利益率の安定的確保が見えてきた

業績動向：米国関税影響少なく、通期予想を上方修正

26/3 期売上高は前期比 0.9% 増の 920 億円 (期初予想 920 億円：上期実績 453 億 33 百万円、下期予想 466 億 67 百万円)、営業利益は同 8.6% 増の 90 億円 (同 79 億円：上期実績 44 億 72 百万円、下期予想 45 億 28 百万円)、営業利益率 9.8% (同 8.6%) が予想されている。上期決算発表時において、期初予想に対して、売上高は据え置かれたものの、営業利益は 11 億円増額修正された。欧州新規案件効果に加え、日本市場の回復 (不正認証影響の消滅)、米国関税影響はネット 1 億円程度の悪影響に留まり、グローバルでの価格転嫁が寄与している模様。

受注動向：今後は日系完成車メーカーの生産台数の回復に期待したい

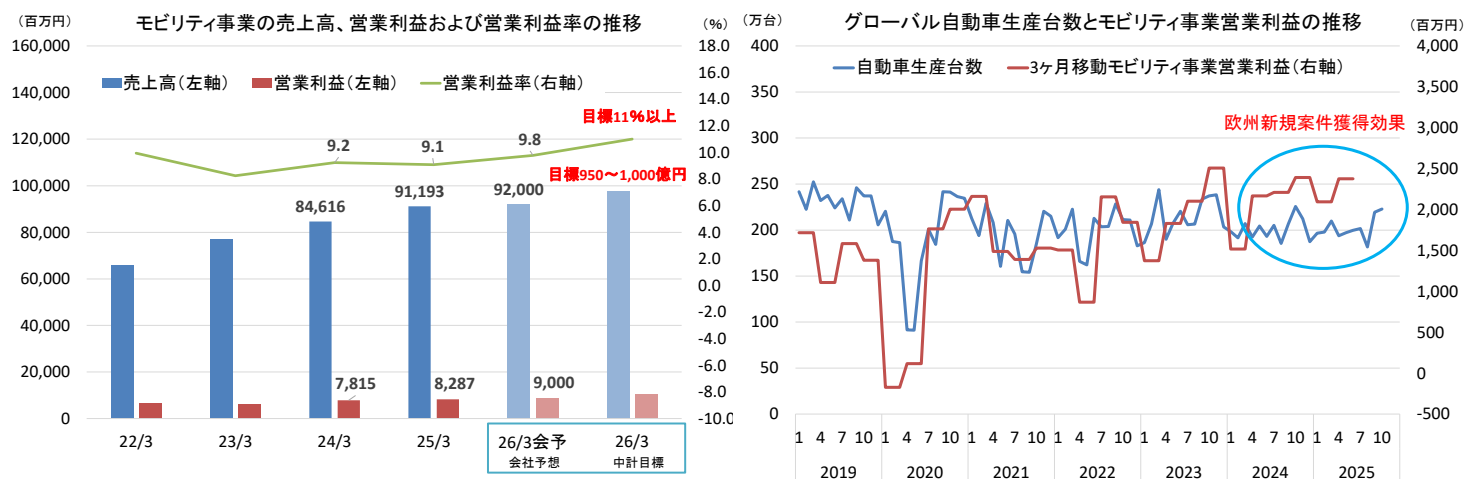
モビリティ事業の 26/3 期 1Q 受注高は、前年同期比 2.5% 増の 224 億円、2Q も同 2.5% 増の 229 億円と緩やかな回復傾向にある。欧州新規案件の生産拡大による市場シェア上昇と業績貢献が見られるものの、売上高の約 60% を占める日系完成車メーカーの生産台数が伸び悩んでいることが回復ペースを抑えている。米国関税や半導体不足などが落ち着きを見せる中、2026 年は日系自動車メーカーの生産台数の回復に期待したい。

2026 年も安定成長が期待できそう

中期経営計画と事業戦略

同社は中計最終年度である 26/3 期においてモビリティ事業の売上高を 950~1,000 億円、営業利益率 11% 以上を目指しているが、米国関税影響および中国、タイ市場の伸び悩みなどを背景に、計画を下回る見通しである。事業戦略として、既に タイと欧州では拠点集約を実施し、現在は中国拠点から米国拠点へ生産設備の移管を行い、需要変動に応じた生産体制の確立と新製品開発および新規顧客開拓が進んでいる。

図表 15：新規案件の獲得効果が業績をけん引



マテハン事業の概況

CGRA 見解：収益性改善に向けた抜本的な変革が求められる

マテハン事業売上高の 6 割弱は、モノの搬送や仕分けなどで使用されるシステム製品や再生医療向けラボストッカなどを扱うマテハン事業で構成されている。約 3 割は、工作機械から排出される金属屑の搬送、スクラップ工場や食品工場などで使用される搬送装置（コンベヤ、ホッパーなど）を手掛けるメイフラン事業が占める。残りは粉流体を搬送するコンベヤ、各種搬送設備やサービスを手掛けるバルク事業である。マテハン事業は、システム案件を中心とした個別設計型ビジネスが主体で、案件ごとの採算性のブレが収益性を不安定にしていることから、抜本的な変革が求められている。

収益構造の転換が課題となっている

業績動向：米国 CCC が下振れ、通期予想を大幅下方修正

26/3 期売上高は前期比 1.9% 減の 670 億円（期初予想 750 億円：上期実績 296 億 100 万円、下期予想 373 億 90 万円）、営業利益は同 35.9% 減の 8 億円（同 24 億円：上期実績 4 億 94 百万円の赤字、下期予想 12 億 94 百万円の黒字）、営業利益率 1.2%（同 3.2%）が予想されている。上期決算発表時において、期初予想に対して、売上高、営業利益ともに大幅に下方修正された。米国セントラルコンベヤカンパニー（以下、CCC）の営業利益悪化要因が 13 億円、米国を中心とした売上高の減少が響いた模様。

受注動向：国内を中心に受注、引き合いが増加傾向にある

マテハン事業の受注高は、25/3 期 3Q の 140 億円をボトムとして、4Q は前年同期比 11% 減の 150 億円、26/3 期 1Q 受注高は、同 9.2% 増の 172 億円、2Q も同 11.1% 増の 221 億円と回復傾向を強めている。インド子会社の連結化効果に加え、国内のマテハン事業において、製造業やドラッグストア向けを中心に受注および引き合いが増加傾向にあり、採算性を重視した案件選別が不可欠となろう。一方、懸案の米国 CCC は、引き合いこそ増加傾向にあるものの、受注高の本格回復は 2026 年以降となりそう。

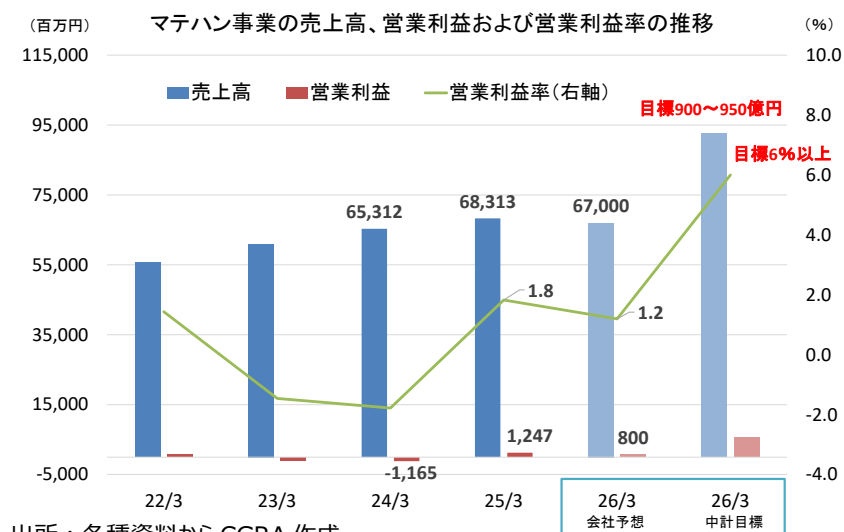
採算性改善を伴う受注回復に期待したい

中期経営計画と事業戦略

同社は中計最終年度である 26/3 期において、マテハン事業の売上高を 900～950 億円、営業利益率 6% 以上を目指しているが、現状は計画を大きく下回っている。事業戦略として、メンテナンスビジネスの拡大、他社との協業を通じたシステムインテグレーションビジネスの強化、AI 技術を活用した画像認識や最適化技術提案などを推進しているが、収益性の改善には、撤退を含む抜本的な変革が必要であろう。

不採算業界・製品の整理とメンテナンスビジネスへの集中などが検討課題となろう

図表 16：抜本的な変革は待ったなしの状況にある





株価バリュエーションの考え方

SOTP 試算の期待株価は 2,756 円

同社は、現中期経営計画において、「ROE 8%以上」および「配当性向 35%以上」を掲げ、PBR 1 倍以上の実現を目指している。2025 年 12 月 24 日時点の株価 2,277 円に、25/3 期末 BPS 2,533.14 円を当てはめた PBR は 0.9 倍となる。政策保有株の売却益を含む 26/3 期の ROE は 8%程度（売却益除くベースでは 6%程度）が予想されており、PBR 0.9 倍と ROE 8.0%を「 $PBR = ROE \times PER$ 」の図式に当てはめて算出される期待 PER は 11.2 倍である。

25/3 期におけるセグメント資産収益率を見ると、チェーン事業は 14.2%、モビリティ事業は 7.4%を確保しているものの、MC 事業は 2.2%、マテハン事業は 2.1%と、事業間でいびつな資本収益性が見てとれる。

ダイフク並みの成長率と収益性を誇るチェーン事業は、25/3 期セグメント資産収益率から推測される ROE が 15.5%と試算され、ダイフクの PER 24 倍程度の評価の付与が可能であろう。モビリティ事業も ROE 8.0%程度を確保しているとみられ、輸送用機器 88 社の IFIS 平均予想 PER 16.6 倍程度で評価が可能と考えられる。

従って、両事業の 25/3 期売上高構成比（チェーン事業 34%、モビリティ事業 33%）に、上記 PER（チェーン事業 PER 24 倍、モビリティ事業 PER 16.6 倍）を適用し、サム・オブ・ザ・パーツ（SOTP）で試算される PER は 13.6 倍となる。一方、MC 事業とマテハン事業の ROE は 2.3~2.4%と試算され、SOTP で算出されるチェーン事業およびモビリティ事業の期待 PER に対して、2~3pt 程度のディスカウント要因に働いていると考えられる。

MC 事業とマテハン事業のディスカウント要因が消滅するならば、同社の期待 PER は 13.6 倍であり、予想 ROE 8.0%を掛け合わせた妥当 PBR は 1.09 倍（＝期待株価 2,756 円）と試算される。次期中計における MC 事業およびマテハン事業の「変革」が株価バリュエーション向上の鍵を握っていると言えよう。

10%以上の ROE を目指して欲しい

既に全上場企業の平均 ROE は、9.5%程度へ上昇している。同社のように高いキャッシュ創出力を有する企業は、株主還元の強化も有効ではあるが、それに加えて、自己資本の圧縮および上限設定といったバランスシートマネジメントを通じて、10%以上の ROE を目指すことが、株価バリュエーションの向上に直結すると考えられる。

PBR 改善には目標 DOE の設定も有効である

株主還元を通じて PBR の改善を図る場合、「 $PBR = DOE（純資産配当率） \div 配当利回り$ 」の関係式が有効である。25/3 期における同社の DOE は 3.2%、配当利回りは 4.3%（1 株配当金 80 円 ÷ 期末株価 1,849 円）であった。26/3 期予想配当利回りは 3.5%（1 株配当金 80 円 ÷ 株価 2,257 円）であり、PBR 1 倍を確保するためには、DOE 3.5%以上が必要となる。PBR 上昇に向けては、DOE 3.5%以上を目標に掲げる、あるいは純資産を 2,300 億円程度に抑制する施策も有効であると CGRA は考える。

株価バリュエーションの向上の鍵は MC 事業およびマテハン事業が握っている

自己資本の圧縮あるいは目標 DOE の設定も PBR 向上には有効である

株主還元方針

株主還元方針：総還元性向を意識した株主還元へ方針を変更

同社は、2024年5月14日発表の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」において、株主還元方針を従来の連結配当性向 30%基準から「35%以上」へ引き上げるとともに、自己株式の取得を機動的に実施し、「総還元性向を意識した株主還元」を行う方針へ見直した。また、25/3～26/3 期の 2 期間におけるキャッシュ・アロケーションのイメージとして、新規成長投資 250～300 億円、株主還元 350～400 億円を想定し、期末現預金を月商 2 か月の 500 億円へ圧縮する計画が明示された。

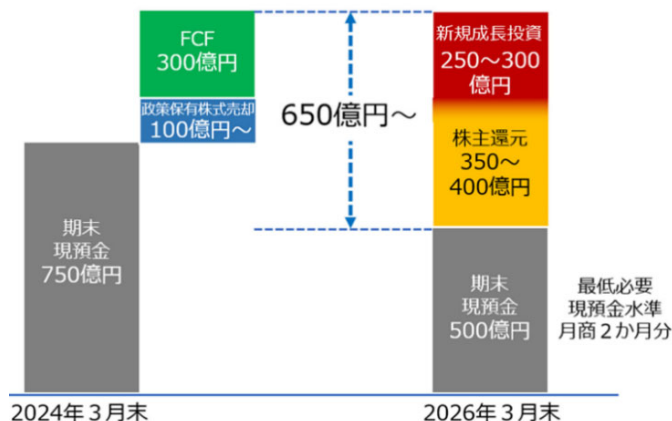
25/3～26/3 期の 2 年間で 350～400 億円の株主還元を行う方針

総還元額：25/3～26/3 期は計画通りの還元が実施される見通し

25/3 期の総還元額は、1 株を 3 株へ分割後ベースで年間 1 株配当金 80 円（総額 82 億円、配当性向 37.6%）に加え、100 億円の自社株取得を実施したことで、合計 182 億円（総還元性向 82.4%）となった。26/3 期は、年間 1 株配当金 80 円（総額 82 億円、配当性向 42.3%）が予想されるほか、上限 100 億円（上限 650 万株、2025 年 6 月 2 日～2025 年 12 月 30 日、11 月 20 日時点で終了）の自社株取得が行われ、総還元額は 25/3 期と同水準の 182 億円（総還元性向 95.9%）となる見通しである。この結果、25/3～26/3 期における総還元額は、364 億円（平均総還元性向 89.1%）が見込まれる。

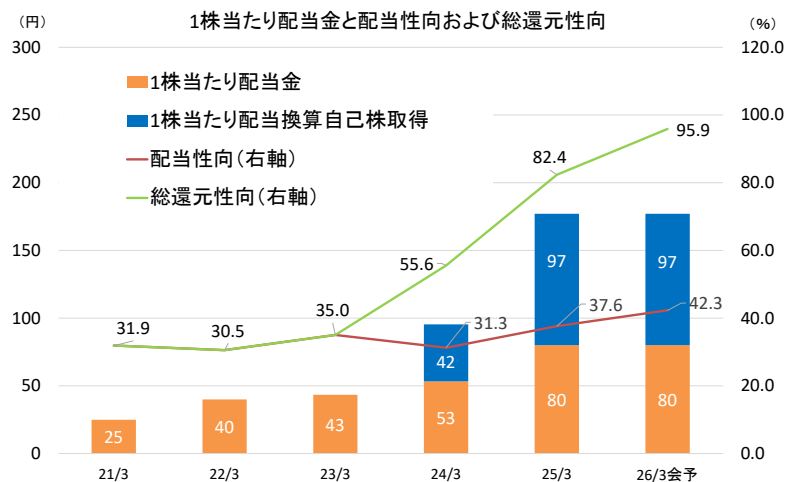
自社株取得を含む積極的な株主還元を実施

図表 17：中計 25/3～26/3 期間中のキャッシュ・アロケーション



出所：会社資料

図表 18：25/3～26/3 期の平均総還元性向は 89.1%



出所：会社資料などから CGRA 作成

サステナブル経営の進化

サステナブル経営の実現に向けた「変革」が実行段階に入りつつある印象

「TSUBAKI REPORT 2025」では、古世 CEO が「モーションコントロール事業およびマテハン事業の徹底分析を行い、抜本的な改革を次期中期経営計画に反映したい」、「新事業への投資と収益化を加速する一方で、撤退基準を設け、投下資本の回収を念頭に置いた成長戦略を実現する」とコメントされている。また、木村 COO も「事業の構造改革に向けた胎動が始まっており、事業変革を一層加速させる」と説明された。同社の「変革」は構想段階から実行段階へ移行しつつあると評価できよう。

次期中計では同社のサステナビリティ向上に向けた施策が期待できそうだ

環境（S）：マテリアリティの解決に紐付いたエコ商品の拡販に注力

同社は、2050 年度に Scope1、2、3 の実質ゼロを目指し、各種活動を強化している。その成果として、国内外における Scope 1、2 の削減目標は 2025 年度目標を 1 年前倒しで達成し、グローバル Scope3 についても、2030 年度に 21 年対比 25%削減目標を掲げて取り組んでいる。また、環境活動を通じた財務インパクトとして、エコ商品の新製品開発と拡販に取り組んでおり、着実に成果が実っている。

社会（S）：従業員エンゲージメントスコアは依然として低位

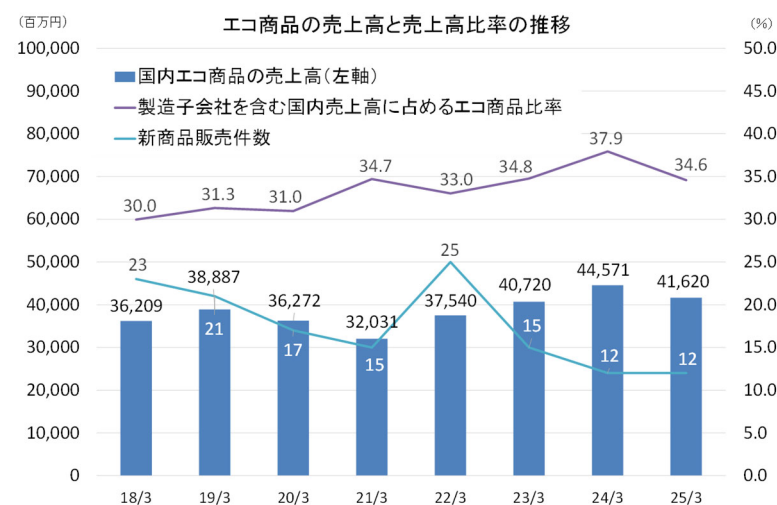
女性従業員比率（2025 年 4 月 1 日現在 10.0%）や役付女性従業員比率（国内 5.2%）が向上している。また、単体ベースの離職率は 2.8%、入社 3 年以内の離職率も 3.0%と低い。2 年に 1 度実施される従業員エンゲージメントスコアは、改善傾向にあるものの、「仕事のやりがい満足度」が 51.4%、「会社への満足度」は 58.5%にとどまっており、スコア改善に向けて目標を掲げた施策の実施が求められよう。

従業員エンゲージメントスコアと TSR（株主総利回り）を意識した経営に期待したい

ガバナンス（G）：スピード感と実効性を伴うガバナンスに期待したい

取締役のメンバー構成やガバナンス体制に異論は無いが、経営のスピード感と実効性に欠ける印象を受ける。取締役（社外取締役は除く）の業績連動報酬比率は 43%と比較的高く、報酬に係わる指標として、連結営業利益、ROE、株式時価総額の対前年増減が採用されている。また、取締役が株式保有を通じて株主との価値共有を図るため、譲渡制限付き株式報酬制度を導入している点は評価されよう。一方で、同社の現状を踏まえると、業績連動報酬体系を執行役員層にまで広げるとともに、報酬に係わる指標に TSR（＝株主総利回り）や従業員エンゲージメントなどのサステナビリティに係る項目を導入することも有効であると CGRA は考える。

図表 19：エコ商品の拡販は着実に成果が見られている



出所：各種資料から CGRA 作成



各種財務データ

図表 20：連結貸借対照表とキャッシュ・フロー計算書

(百万円、%)	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3
流動資産	116,536	125,400	132,144	143,949	134,083	145,185	166,512	182,054	205,853	193,313
現金・預金	20,195	26,332	29,590	33,647	29,019	41,869	49,104	56,908	77,321	67,945
受取手形・売掛金	48,726	50,760	55,612	59,807	57,046	55,377	59,131	63,208	67,350	64,639
有価証券	7,533	7,965	4,646	4,114	3,965	6,189	6,339	2,674	603	780
棚卸資産	33,153	33,875	37,676	41,884	40,278	38,389	49,008	55,882	58,156	56,159
その他流動資産	6,929	6,468	4,618	4,495	3,773	3,360	2,930	3,381	2,421	3,785
固定資産	137,570	141,814	151,429	161,966	160,015	162,147	166,107	163,823	185,444	178,197
有形固定資産	102,777	105,435	113,285	116,946	118,579	115,059	114,918	115,097	118,942	117,695
無形固定資産	4,352	3,841	2,968	12,787	11,361	10,695	10,700	9,081	8,904	9,245
投資その他資産	30,444	32,537	35,175	32,233	30,074	36,391	40,488	39,644	57,598	51,255
資産合計	254,106	267,215	283,574	305,916	294,098	307,332	332,620	345,878	391,298	371,510
流動負債	55,525	66,558	70,796	82,617	67,081	61,690	67,839	65,588	77,499	62,505
支払手形・買掛金	24,986	25,462	34,148	33,701	27,030	25,674	28,373	29,643	33,291	19,934
短期借入金・1年以内償還長期借入金	10,547	20,225	11,292	22,779	17,139	11,953	13,142	9,328	9,984	10,844
その他流動負債	19,992	20,872	25,356	26,137	22,912	24,064	26,324	26,617	34,224	31,727
固定負債	52,766	44,439	43,012	47,844	50,961	58,147	55,023	53,707	53,238	46,842
SB・CB	10,000	10,000	10,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	10,000
長期借入金	14,269	4,409	5,288	5,992	9,369	14,214	9,727	9,457	3,728	4,300
その他固定負債	28,497	30,030	27,723	26,851	26,592	28,933	30,295	29,249	34,510	32,542
負債合計	108,291	110,997	113,808	130,461	118,043	119,838	122,863	119,295	130,738	109,348
非支配株主持分	3,774	3,744	1,848	1,720	1,695	1,703	2,000	2,184	2,159	2,352
自己資本	142,041	152,474	167,916	173,734	174,360	185,791	207,756	224,398	258,400	259,810
純資産合計	145,815	156,218	169,764	175,454	176,055	187,494	209,757	226,582	260,559	262,162
負債・資本合計	254,106	267,215	283,574	305,916	294,098	307,332	332,620	345,878	391,298	371,510

(百万円、%)	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3
営業活動によるキャッシュ・フロー	19,090	25,434	27,657	24,197	20,275	27,890	21,000	21,352	38,580	21,297
税金等調整前当期純利益	20,444	21,575	21,164	19,432	16,809	12,159	20,081	18,292	25,894	30,167
減価償却費	10,402	10,342	11,005	12,366	12,739	12,682	12,694	13,299	13,883	14,211
運転資本の増減	-3,721	-2,804	720	-5,847	-3,318	3,143	-7,998	-5,851	2,624	-7,783
法人税等の支払額	-9,785	-6,126	-6,664	-7,354	-5,089	-3,810	-3,533	-7,403	-6,534	-9,045
その他	1,750	2,447	1,432	5,600	-866	3,716	-244	3,015	2,713	-6,253
投資活動によるキャッシュ・フロー	-13,593	-13,420	-17,389	-32,088	-14,241	-9,560	-9,075	-9,279	-9,161	-11,834
投資有価証券の取得	-194	-229	-11	-212	-15	-252	-12	-24	-620	-21
投資有価証券の売却	0	19	0	328	215	166	352	793	2,775	5,668
有形固定資産の取得	-13,750	-14,151	-15,542	-17,273	-14,661	-9,723	-8,004	-8,922	-10,844	-13,159
有形固定資産の売却	147	135	167	198	171	689	178	354	178	240
子会社出資金の取得	0	0	0	-15,457	0	0	0	0	0	0
その他	207	807	-2,001	327	48	-440	-1,589	-1,480	-650	-4,562
フリー・キャッシュ・フロー	5,496	12,013	10,268	-7,890	6,034	18,330	11,925	12,073	29,419	9,463
財務活動によるキャッシュ・フロー	-5,476	-4,084	-13,191	12,679	-10,385	-4,354	-7,780	-9,963	-15,695	-21,655
長期借入金の調達・返済	-1,540	-688	-9,410	15,780	-2,398	1,213	-658	-4,581	-279	-3,667
短期借入金の調達・返済	-190	913	1,042	1,813	376	-1,687	-3,005	145	-5,226	-9
配当金の支払額	-3,554	-3,928	-4,544	-4,731	-4,541	-3,330	-3,516	-4,813	-4,767	-6,984
その他	-192	-381	-279	-183	-3,822	-550	-601	-714	-5,423	-10,995
現金及び現金同等物期首残高	27,360	26,422	34,142	31,712	36,087	31,378	46,084	52,888	56,978	74,655
現金及び現金同等物期末残高	26,422	34,142	31,712	36,087	31,378	46,084	52,888	56,978	74,655	63,316
自己資本比率 (%)	55.9	57.1	59.2	56.8	59.3	60.5	62.5	64.9	66.0	69.9
ROE (%) : 当期純利益/自己資本	9.0	9.9	9.2	8.1	6.7	4.8	7.4	6.4	7.7	8.5
ROA (%) : 当期純利益/総資産	5.0	5.6	5.3	4.7	3.9	2.9	4.5	4.1	5.0	5.8

図表 21：連結損益計算書

(百万円、%)	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3会予
売上高	203,976	198,762	215,716	238,515	226,423	193,399	215,879	251,574	266,812	279,193	284,000
増収率	3.7	-2.6	8.5	10.6	-5.1	-14.6	11.6	16.5	6.1	4.6	1.7
売上原価	142,241	138,191	152,629	171,958	166,158	145,764	153,134	180,321	189,046	197,010	-
原価率	69.7	69.5	70.8	72.1	73.4	75.4	70.9	71.7	70.9	70.6	-
販売管理費	40,164	38,924	42,392	44,767	44,118	38,737	44,902	52,267	56,503	59,328	-
販管費率	19.7	19.6	19.7	18.8	19.5	20.0	20.8	20.8	21.2	21.2	-
営業利益	21,570	21,647	20,694	21,789	16,146	8,896	17,842	18,985	21,262	22,854	20,000
増益率	0.7	0.4	-4.4	5.3	-25.9	-44.9	100.5	6.4	12.0	7.5	-12.5
営業利益率	10.6	10.9	9.6	9.1	7.1	4.6	8.3	7.5	8.0	8.2	7.0
営業外収支	539	357	1,049	-167	552	2,129	2,204	1,973	2,188	2,478	2,000
営業外収益	1,505	1,505	1,784	1,809	1,918	3,265	3,230	2,933	3,770	4,209	-
営業外費用	966	1,148	735	1,976	1,366	1,136	1,026	960	1,582	1,731	-
経常利益	22,109	22,004	21,743	21,621	16,698	11,026	20,045	20,958	23,450	25,332	22,000
増益率	-0.7	-0.5	-1.2	-0.6	-22.8	-34.0	81.8	4.6	11.9	8.0	-13.2
経常利益率	10.8	11.1	10.1	9.1	7.4	5.7	9.3	8.3	8.8	9.1	7.7
特別損益	-1,665	-429	-579	-2,189	111	1,133	35	-2,666	2,444	4,835	-
特別利益	75	10	0	4	533	1,190	130	376	3,719	5,088	-
特別損失	1,740	439	579	2,193	422	57	95	3,042	1,275	253	-
税引前利益	20,444	21,575	21,164	19,432	16,809	12,159	20,081	18,292	25,894	30,167	-
法人税住民税+調整額	7,643	6,721	6,422	5,577	5,123	3,377	5,418	4,429	7,282	7,998	-
税率	37.4	31.2	30.3	28.7	30.5	27.8	27.0	24.2	28.1	26.5	-
少数株主利益	33	257	75	75	109	75	119	120	60	46	-
親会社株主に帰属する当期利益	12,766	14,596	14,666	13,779	11,576	8,706	14,543	13,742	18,551	22,122	19,000
増益率	-9.8	14.3	0.5	-6.0	-16.0	-24.8	67.0	-5.5	35.0	19.2	-14.1
当期利益率	6.3	7.3	6.8	5.8	5.1	4.5	6.7	5.5	7.0	7.9	6.7
連結EPS	113.73	130.05	129.15	121.34	102.90	78.41	130.96	123.70	170.55	212.65	189.15
セグメント売上高											
チェーン	63,998	60,600	67,338	72,023	67,526	61,312	74,174	90,096	94,151	96,277	100,500
モーションコントロール	21,975	21,563	24,156	25,591	23,813	18,024	19,906	23,316	22,731	23,387	25,000
モビリティ	73,473	75,147	79,545	78,992	70,949	59,450	66,027	77,275	84,616	91,193	92,000
マテハン	44,354	41,043	44,187	61,827	64,212	53,618	55,728	60,973	65,312	68,313	67,000
その他	3,186	3,001	3,331	3,548	3,542	3,941	3,074	3,200	3,404	3,547	3,400
消去	-3,011	-2,594	-2,843	-3,469	-3,622	-2,948	-3,031	-3,287	-3,402	-3,525	-3,900
連結売上高	203,976	198,762	215,716	238,515	226,423	193,399	215,879	251,574	266,812	279,193	284,000
前期比伸び率											
チェーン	3.7	-5.3	11.1	7.0	-6.2	-9.2	21.0	21.5	4.5	2.3	4.4
モーションコントロール	-2.6	-1.9	12.0	5.9	-6.9	-24.3	10.4	17.1	-2.5	2.9	6.9
モビリティ	9.7	2.3	5.9	-0.7	-10.2	-16.2	11.1	17.0	9.5	7.8	0.9
マテハン	-1.8	-7.5	7.7	39.9	3.9	-16.5	3.9	9.4	7.1	4.6	-1.9
その他	7.3	-5.8	11.0	6.5	-0.2	11.3	-22.0	4.1	6.4	4.2	-4.1
連結売上高	3.7	-2.6	8.5	10.6	-5.1	-14.6	11.6	16.5	6.1	4.6	1.7
セグメント利益											
チェーン	6,172	7,102	8,502	10,292	8,406	7,862	11,005	13,687	16,396	15,585	15,000
モーションコントロール	2,428	2,218	3,060	3,340	2,189	747	1,129	1,710	660	770	1,200
モビリティ	12,258	12,385	10,258	8,734	5,791	3,782	6,568	6,376	7,815	8,287	9,000
マテハン	659	706	416	402	647	-2,202	799	-888	-1,165	1,247	800
その他	84	-1	-41	-43	20	-330	-442	-534	-944	-833	-1,300
消去	-30	-765	-1,502	-936	-909	-963	-1,217	-1,365	-1,499	-2,203	-4,700
連結営業利益	21,570	21,647	20,694	21,789	16,146	8,896	17,842	18,985	21,262	22,854	20,000
前期比伸び率											
チェーン	23.4	15.1	19.7	21.1	-18.3	-6.5	40.0	24.4	19.8	-4.9	-3.8
モーションコントロール	1.2	-8.6	38.0	9.2	-34.5	-65.9	51.1	51.5	-61.4	16.7	55.8
モビリティ	2.9	1.0	-17.2	-14.9	-33.7	-34.7	73.7	-2.9	22.6	6.0	8.6
マテハン	-66.0	7.1	-41.1	-3.4	60.9	-	-	-	-	-	-35.8
連結営業利益	0.7	0.4	-4.4	5.3	-25.9	-44.9	100.6	6.4	12.0	7.5	-12.5
セグメント利益率											
チェーン	9.6	11.7	12.6	14.3	12.4	12.8	14.8	15.2	17.4	16.2	14.9
モーションコントロール	11.0	10.3	12.7	13.1	9.2	4.1	5.7	7.3	2.9	3.3	4.8
モビリティ	16.7	16.5	12.9	11.1	8.2	6.4	9.9	8.3	9.2	9.1	9.8
マテハン	1.5	1.7	0.9	0.7	1.0	-4.1	1.4	-1.5	-1.8	1.8	1.2
その他	2.6	0.0	-1.2	-1.2	0.6	-8.4	-14.4	-16.7	-27.7	-23.5	-38.2
合計	10.6	10.9	9.6	9.1	7.1	4.6	8.3	7.5	8.0	8.2	7.0

出所：会社資料などから CGRA 作成



<担当アナリスト>

黒田真路 上席執行役員・パートナー、シニアアナリスト

1992年4月に勸角総合研究所（現みずほ証券）に入社、産業調査部に配属。1999年9月にジャーディン・フレミング証券（現 JP モルガン証券）、ゴールドマン・サックス証券を経て、2020年1月迄、クレディ・スイス証券に在籍。ゴールドマン・サックス証券ではバイスプレジデント、クレディ・スイス証券ではディレクター。一貫して機械・造船重機セクターを担当。2020年6月にパートナーとして、CGRA に参画。（一社）日本証券アナリスト協会の機械業界ディスクロージャー委員を歴任。

星野英彦 CMA 代表取締役・チーフアドバイザー

1987年4月に新日本証券（現みずほ証券）入社、企業調査部に配属。1997年にジャーディン・フレミング証券（現 JP モルガン証券）、2000年にドイツ証券、2006年にUBS証券で2016年4月まで在籍。セルサイドアナリストとして機械、造船、重機、プラントセクターを28年間にわたって担当。（一社）日本証券アナリスト協会で機械ディスクロージャー部会の副部会長を10年以上に渡って歴任。2003年より2016年迄、マネージングディレクター。2017年6月に株式会社キャピタルグッツ・リサーチ&アドバイザリー（CGRA）を設立、代表取締役に就任。（一社）日本証券アナリスト協会認定アナリスト。

株式会社 キャピタルグッツ・リサーチ&アドバイザリー（CGRA）

機械セクターに特化したアドバイザリー企業。主な業務内容は（1）資本市場のニーズを満たしつつ、経営にフィードバック可能な統合報告書の作成サポート、（2）中計作成や事業戦略、各種IR&SRに関する助言業務（アクティビスト対応含む）、（3）各種資料作成と英訳業務、（4）長期投資家と経営層に役立つ企業分析スポンサード・レポートの作成など。

本レポートは投資の勧誘・推奨・助言を意図したものではなく、当該企業に関する情報提供を目的として、当社独自の視点から作成されております。また、本レポートに記載されている内容は公表された情報に基づき作成されておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本レポートの著作権は株式会社キャピタルグッツ・リサーチ&アドバイザリーに帰属しており、無断転写を禁じます。本レポートの内容は、今後予告なく変更される場合があります。当社及び本レポートは投資家の投資判断に関知することなく、投資に関する決定はご自身の判断で行って頂くようお願い申し上げます。