6157　日進工具

2012 年 2 月 10 日　　ジャスダック

ポイント

・刃先径 6 ㎜以下の超硬エンドミルメーカーとして、業界トップである。業績は急ピッチで回復している。東日本大震災の影響で、当初、会社側では業績をかなり厳しくみたが、相次いで上方修正し、2012 年 3 月期の 3Q 累計は、経常利益で 916 百万円(前年同期比＋41.4%)と、極めて好調であった。タイの洪水の影響はあったものの、需要拡大と在庫積み増しに伴う生産効率の向上が寄与したことによる。通期でも会社予想を上回り、経常利益で 1090 百万円(同＋30.7%)は十分達成できよう。

・リーマンショックを克服したところで震災の影響を受けたが、今回は増益で乗り切ることができる。円高下にあっても当社の競争力は強く、主力商品のシェアは着実に上昇していこう。震災後仙台工場は 2 週間で復旧し、増産体制を強化している。在庫は従来の水準より多めの 3.5 カ月分を持つことで、不測の事態にも対応できるように準備している。自動車やエレクトロニクスの生産の戻りは予想より早かった。タイの影響もこの 6 月くらいからは回復が期待される。円高や先進国の市場環境が懸念されるが、スマートフォンなど微細加工分野は広がっている。新製品の開発も進んでおり、当社製品のビジネスチャンスは拡大していこう。

・当社の中期戦略のコアは、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シェアを上げていくという点にある。超硬小径エンドミルでシェアを 30%から 40%へ上げていく方針である。海外売上比率も 20%から 30%に高めていく計画である。それを担う技術力の向上や製品開発にも力を入れており、CBN 素材を利用した硬いものを切削するエンドミルでも、LED、燃料電池、医療用製品などの加工用などで市場を開拓している。CBN エンドミルは高付加価値商品として、既に収益化している。次のダイヤモンドエンドミルの開発も進んでいる。

・売上高経常利益率を 20%に戻すことを目標にしているが、2012 年 3 月期には 18%を超えるところまで来ている。ROE も 9%を越えてくる。収益力の回復を反映して、今の低い PBR も見直されることになろう。徹底してマイクロ工具にこだわる当社のニッチ戦略(グローバル・マイクロ・カテゴリー戦略)に注目したい。

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。

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．仙台工場　　大震災の経験を活かした体制作り ～ 仙台工場を見学して
４．当面の業績　　リーマンショック、大震災を克服して業績は本格回復へ
５．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
６．企業評価　　収益力の回復が進展

企業レーティング　B

株価（12 年 2 月 10 日）　2520 円　　時価総額　39 億円　（1.56 百万株）

PBR　0.59 倍　　ROE　9.1%　　PER　6.5 倍　　配当利回り　2.4%

（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
2006.3	5137	1074	1087	638	394.0	42.0
2007.3	5579	1124	1155	659	421.7	64.0
2008.3	5892	1245	1271	727	466.7	77.0
2009.3	5251	1014	1052	598	388.8	70.0
2010.3	3857	261	361	242	157.6	30.0
2011.3	4977	794	834	426	277.5	50.0
2012.3(予)	5800	1030	1090	610	390.3	60.0
2013.3(予)	6500	1050	1100	620	396.7	65.0

(11.12 ベース)

総資産　7646 百万円　　純資産　6675 百万円　　自己資本比率　87.3%

BPS　4271.0 円

（注）ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。

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㎜以下でシェア 30％

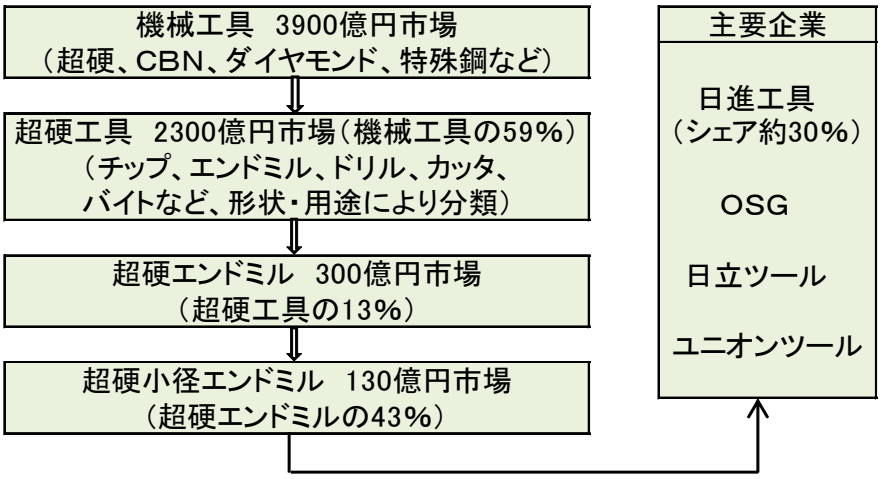
当社は 1954 年創業、切削工具の中の超硬小径エンドミルを主力とする。この分野では業界トップである。

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 ㎜以下の超硬小径エンドミルを主力とし、全取扱高の約７割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 (コード 5963)、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、彼らのほうがはるかに大手である。しかし、6 ㎜以下の小径エンドミルにおいては、当社のシェアは約 30%となっておりトップに立っている。

超硬工具市場と当社の地位



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

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。

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。径の大きい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 30%、一般機械関係が 30%程度という割合である。

仙台工場で量産

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割の売上を占めている。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。

生産は仙台から北へ 20 ㎞の宮城県黒川郡に工場があり、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。

新潟日進は、サトウツールを子会社化したもので、佐藤氏が社長を務めている。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。この会社を 1.7 億円で買収した。社員は 15 人程度と小さいが、この分野では業界トップである。

マネジメント体制は強固

後藤勇社長（64 歳、持株比率 19.9%）は実質 2 代目の社長である。創業者の長男が後を継いだが、若くして亡くなったため、弟であった後藤社長が引き継いだ。その後 20 年余り社長を務めている。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て会社を成長軌道にのせた。

営業・海外担当の後藤弘治副社長（50 歳、持株比率 17.1%）は社長の兄の長男、生産・開発担当の後藤隆司専務（48 歳、同 17.1%）は社長の兄の次男である。社長の長男後藤勇二取締役（38 歳）は昨年、開発から営業担当に移った。

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。

当社は、エンドミルについては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。

製品別・市場別売上高

（百万円、%）

	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3
小径エンドミル	3853	4019	3769	2854	3498
（売上高構成比）	69.1	68.2	71.8	74.0	70.3
（超硬小径エンドミルシェア）	24.7	25.6	26.5	29.6	30.1
その他エンドミル	972	1020	751	489	712
その他	753	852	732	512	767
売上高合計	5579	5892	5251	3857	4977
海外売上高	726	901	881	811	1031
（海外売上高構成比）	13.0	15.3	16.8	21.0	20.7

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 57 年目、後藤社長は入社以来 46 年ここで働き、この 20 年ほど社長を務めている。1991 年 9 月に社長に就任したが、その頃の数年間が当社にとっては、基盤を固める最も重要な時期であった。90 年代初めの 45 歳頃が最も苦しかった。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。それまではさまざま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。経営資源が十分でなかったので、今でいう「選択と集中」を決断した。この戦略が成功したのである。

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。

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。

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、基本に忠実に経営に当ってきた。

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 87.3%と、極めて高い。

３．仙台工場　　大震災の経験を活かした体制作り ～ 仙台工場を見学して

若手をうまく育成

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、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。一品料理のように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るように努力をした。

20 年を経て、現在工場には 100 人程度が働いている。決して大規模ではない。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ると、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 10 年になる。工場の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。東北地域の高専から 20 名が入っている。

超硬小径エンドミルはニッチな商品で、当社は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。市場は、スマホ（スマートフォン）の金型、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、仙台工場は一歩抜きんでている。

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。

Ｒ＆Ｄセンターで応用研究

6 ミリ以下は小径というが、1 ミリ（100 ミクロン）以下のものも多い。先端の直径が５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 工作機械で加工を加えて、仕上げていく。自社製の加工機械もいろいろあり、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っている。ガラスを削る、ガラスを成型する、シリコンを成型するなど、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。年間の R&D 費は 2 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、今のところ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。自動機械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が出るとも見込めない。

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、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 7,000 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ろう。

２週間で完全復旧

仙台工場は 3 月 11 日の大地震で建物、従業員に影響はなかった。機械は横ずれして、再配置が必要となったが、これも 2 週間で復旧できた。

当日、当社の仙台工場は震度 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、2 週間後に工場は復旧した。4 月 7 日には震度 6 弱の余震が 1 分間続いた。この時も電気が止まったが、1 日で復旧し、工場は 4 日で稼働した。現在では、機械がずれないように、対策は十分してある。

今後は震度 6 までの地震がきても 10 日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 6 ㎜以上の大きいサイズ

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。

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、当面は在庫をもう少し増やすことで対応していけると判断している。
大震災で、工場の１階と２階では大きな差が出た。２階の被害の方が横揺れの影響で、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。後藤専務、小野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でる。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もかなり蓄積しており、工場としての安定度を高めている。２階(食堂など)を含めた仙台工場の完全修復は今年４月くらいには完了する見込みである。

リスク管理の観点から在庫水準を 3.5 カ月へ

もう 1 つは、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。この認識を新たに、いい製品作りに取り組んでいくという方針である。後藤社長は社長になった頃の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。

今回の地震では、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、これで対応することができた。在庫水準は１ヶ月ほど増やして、3.5 カ月分を持つと方針を定め、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。

４．当面の業績　　リーマンショック、大震災を克服して業績は本格回復へ

前 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。

売上内訳では、主力の 6 ㎜以下の小径エンドミルが 3498 百万円で全体の 70%を占め、6 ㎜以上のエンドミルが 712 百万円（14%）、その他 767 百万円（15%）であった。海外への販売は 1031 百万円で、初めて 10 億円を越えた。リーマンショック前の 2008 年 3 月期の 9 億円が過去のピークであったが、今回それを越えた。20 カ国に輸出しているが、台湾、中国へ 35%、アセアンへ 30%、欧（独仏伊）へ 25%という内訳である。海外への販売は 7 名

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。

の陣容で、全て東京の本社から出張ベースで対応している。

セグメント別売上高

（百万円、%）

	2010.1	2011.12		
	売上高	売上高	構成比	伸び率
エンドミル関連				
エンドミル（6mm以下）	2650	2796	63.5	5.5
エンドミル（6mm超）	532	582	13.2	9.4
エンドミル（その他）	554	693	15.7	25.1
その他	0	332	7.5	(na)
合　計	3738	4404	100.0	17.8

（注）3Q累計ベース。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ティック成型品等
（牧野工業の合併に伴うもの）

2012 年 3 月期も大幅増益へ

2012 年 3 月期の 3Q 累計は、売上高 4404 百万円（前年同期比 ＋17.8 %）、営業利益 866 百万円（同 ＋41.2 %）、経常利益 916 百万円（同 ＋41.4%）、四半期純利益 532 百万円（同＋40.1%）と、好調であった。タイ向けの需要は大幅に落ち込んだが、欧州向けはさほど下がらなかった。在庫の積み増しについても、プラスに働いた。3Q までの売上高経常利益率は 20.8%と、目標としていた 20%を超えてきた。これはやや出来すぎで、4Q を含めると、2012 年 3 月期の通期では 18.8%と見込まれる。

通期について、会社側では売上高 5720 百万円（同＋14.9 %）、営業利益 930 百万円（同＋17.0%）、経常利益 990 百万円（同＋18.6%）、当期純利益 560 百万円（同 ＋31.2%）を見込んでいる。4Q の業績について、会社側では慎重に見ている。その理由は、在庫積み増しの生産増は一巡したので、減産していることによる。しかし、通期の業績については、会社計画（経常利益 990 百万円）を上回ることになろう。

なお、セグメント別売上高のエンドミルその他には、CBN が入っている。CBN は高付加価値なので、まだ小規模ながら収益性は高い。また、その他には合併した牧野工業の 4.3 億円が入ってくる。その他にあるケースは年商 4～5 億円で、今のところ収支トントンのレベルにあるが、2013 年 3 月期は新工場（数億円）を作って、次の展開を目指す。

振り返ると 3 月の大震災の後、4～6 月についてはかなり厳しいとみていたが、仙台工場の立ち直りが早かったことに加えて、自動車の生産回復のピッチも予想を上回った。生産回復のピッチが上がってきたので、当社製品のユーザーもエンドミルの在庫積み増しに入ってきた。そこで、当社の販売もより早く回復してきたのである。

業績好調の要因は、需要の回復に加えて、リスク管理の観点から在庫の積み上げを行っ

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。

たことに伴う生産効率のアップが寄与したことにある。従来当社は製品在庫を平均で 2.5 カ月分持つことを基準としてきた。しかし、今回の大震災で工場が停止、サプライチェーンにも影響が出た。工場は 2 週間で復旧したが、今後の対応として、在庫水準をもう少し上げておくことに決めた。

在庫は 2.5 カ月が震災の影響で 1.5 カ月まで低下した。これを回復させ、7～12 月には 3.5 カ月分までアップさせた。これに伴い工場の稼働率が上がり、単位当たりのコストが下がった。これが利益面では大きくプラスに働いた。バランスシートにも、商品製品の増加として表れている。

バランスシート

（百万円）

	2010.3	2011.3	2011.12
現預金	1951	2958	2283
受取手形売掛金	619	739	830
商品製品	459	409	635
原材料･貯蔵品	131	156	390
有形固定資産	2639	2422	3007
その他	564	459	501
資産合計	6363	7143	7646
買掛金	95	104	229
有利子負債	0	0	0
その他	484	874	742
純資産	5784	6165	6675
自己資本比率	90.9	86.3	87.3

（注）2011.9期には、牧野工業の連結子会社化による有形固定資産増を含む。

需要面では、欧州金融危機、タイの洪水による日系企業の影響によって、当社の需要先である自動車部品、電子部品、機械部品、へのネガティブな波及が懸念された。実際、タイ関連の輸出は減ったが、それ以外は順調であった。

在庫の積み増しに伴うコスト低減も 3Q までで一巡した。よって、4Q の業績が落ち込むのは避けられない。レアメタル（タングステン、コバルト）のコストアップについては, 本格的には 2012 年度からになろう。原材料については従来よりも大目に手当してあるので、コストアップがすぐには効いてこない。

円高については、当社は欧州への輸出があるので、ユーロ安も響く。基本は円建て取引しているが、円高（ドル安、ユーロ安）になると、いずれ値引きという形で影響してくる。ただ、当社の得意な商品、他社が手掛けていない商品で勝負していくので、大きな負担にはならない。

配当についても、前年度の 1 株当たり 50 円に対して、今期は 60 円を予定しているが、配当性向 20%を目途にしているので増配余地はあろう。

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。

業績の推移

（百万円、%、人）

	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3(予)	2013.3(予)
売上高	5892	5251	3857	4977	5800	6500
粗利益	2926	2606	1663	2352	2690	2900
（同率）	49.7	49.6	43.1	47.3	46.3	44.6
販売管理費	1680	1592	1401	1557	1660	1850
（同率）	28.5	30.3	36.3	31.3	28.6	28.5
営業利益	1245	1014	261	794	1030	1050
（同率）	21.1	19.3	6.8	16.0	17.8	16.2
経常利益	1271	1052	361	834	1090	1100
（同率）	21.6	20.0	9.4	16.8	18.8	16.9
従業員	206	205	205	228	238	248

（注）同率は対売上比の利益率

2013 年 3 月期は採算重視で好業績確保

2012 年度は、円高や海外金融市場の影響などによって、自動車、エレクトロニクス製品の行方が気になる。自動車が増産になると工具の需要は出てくる。タイの洪水で大きな影響を受け、当社の輸出も大幅に落ち込んでいるが、6 月くらいからは戻ってこよう。タイの日系工場は、工場を移転してタイに留まる企業が多い。工作機械は全て入れ替えることになるが、それが動き出すとエンドミルの需要も戻ってこよう。スマートフォンはじめ、製品の微細化によって、当社の得意とする超硬小径エンドミルの需要は伸びる方向にある。

在庫の積み増しは震災時のサプライチェーンを考慮して、今までよりは 1 カ月分を多めに持つことにした。1 か月分というと売上ベースで 3 億円、限界利益では 1.5 億円程度に相当する。2011 年度の業績は、在庫積み出しによる単位当たり生産コスト低減によって、その分の営業利益が上乗せとなっているが、2013 年 3 月期には需要見合いに戻ってくる。

また、円高、ドル安、ユーロ安によって、販価は下がってくる。当社の輸出分は円建てであるが、少し遅れながらも円高に伴う値引き要請はくるので、利益にはマイナスに響く。また、原料コストはアップしてくる。

こうした要因を勘案すると、2013 年 3 月期の業績については、1）在庫積み増しの一巡、2）原材料費のコストアップ、3）円高に伴う製品価格の低下を、4）タイ向けなど自動車関連の需要増、5）高付加価値品の売上増、6）合理化効果によってほぼカバーできよう。

2013 年 3 月期について、後藤社長は売上拡大よりもいかに利益額を着実に増やすかを考

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。

えている。輸出を増やすことは容易であるが、いかに採算を確保していくかに注力している。

海外売上比率は 2 割程度と、2012 年 3 月期はやや下がる傾向にあった。輸出の主力は中国、タイであるが、タイが減ったことによる。逆に、国内は戻しているので、海外比率は下がった。2013 年 3 月期はタイも戻してくるので、海外比率は向上してこよう。

2011 年度の設備投資は 3 億円の土地購入（仙台工場の隣接地を将来に備えて購入）を加えて、8 億円程度である。2012 年度も 5～8 億円を予定し、設備更新によるコストダウンとシェアアップに備えた能力増強を図っていく。

当社は、メイドインジャパンに拘っているので、常に先行的に投資を続けていく方針である。それでも、キャッシュフローの範囲（内部留保＋減価償却で 9～10 億円）内に十分収まるので全く問題ない。

５．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

超硬小径エンドミルで圧倒的なNo.１を目指す

今後の経営の方向については 3 つある。1 つは超硬小径エンドミルで圧倒的なNo.１を目指すことである。現在の国内シェア 30%を 40%に上げる。5 年前のシェアは 23%であったが、それを 30%に上げてきた。この勢いをさらにつけていこうという作戦である。

工具の市場は現在、3900 億円、そのうち超硬工具は 2300 億円である。この超硬工具のなかでエンドミルの市場は 300 億円、そのエンドミルの中で小径といわれる直径 6 ㎜以下は 130 億円である。この 130 億円の市場で 40%をとろうという計画である。

当社に開発力、技術力はあるので、それを活かして、4～5 年でシェアを 40%に高めることを目標にしている。40%のシェアをとると、エンドミルで年商 70 億円は確保できる。

新潟日進では、中径サイズを手掛けており、6～12 ㎜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㎜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。ここでシェアを上げていく作戦である。30%シェアを 40%に上げ、将来はその先も狙っていく。つまり 2 位以下に差をつけていく作戦をとる。

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。ユーザーにはいろいろ提案指導して、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。

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

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。

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市場に合わせてあり、安くはないということである。価格を下げてシェアをとるという考えは基本的にない。

ＣＢＮ製品で高付加価値化を推進

２つ目は新しい分野に入っていくことである。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。

6 ㎜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 1 ㎜（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(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。

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。CBN は当社の独壇場である。R&D にも力を入れている。後藤社長自身 CBN の研究でドクター（博士号）を近年取得した。自ら率先垂範しているのである。

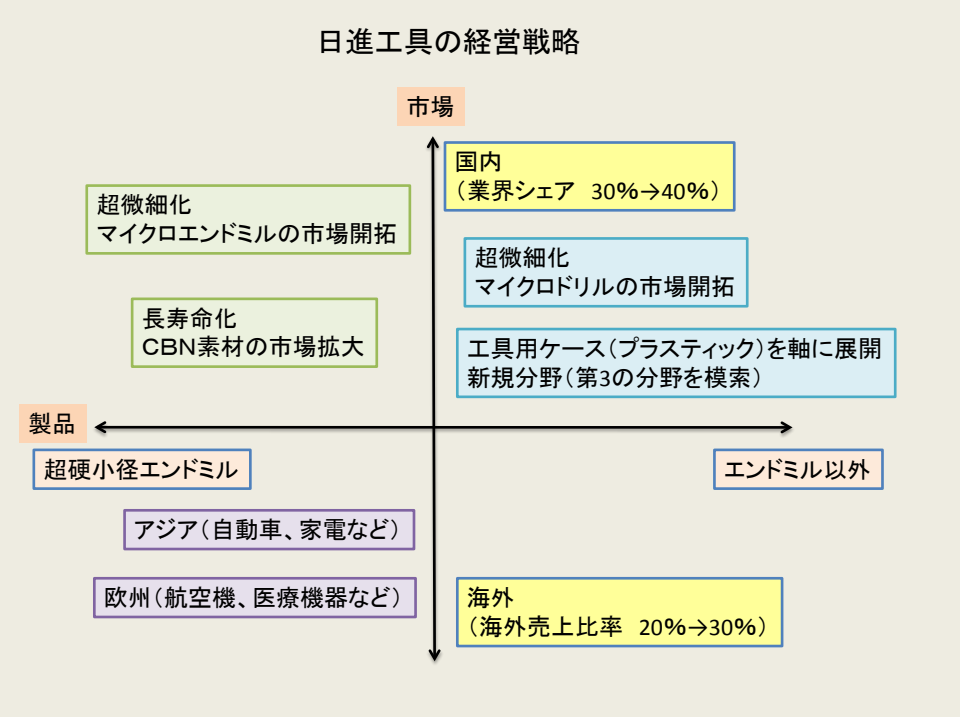
当社はこの分野の応用で先行している。7 年前に製品化して、徐々に使われるようになってきた。LED の金型は、精度を出す都合上かなり硬いものでつくるので、この加工には CBN が合っている。価格は通常のものより高いが、その分長持ちすれば生産性は上がるので使われるようになる。

また、ダイヤモンド工具はあるが、その中の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。電子部品分野を初め、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。

CBN 製品は、売上内訳では「その他エンドミル」に入っている。まだ量は少ないが、高付加価値、商品であり、利益は出ている。LED や燃料電池、医療機器などで、特殊加工が必要なところでその品質が注目されている。

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。

当社は CBN の小径エンドミルで、すでに業界をリードしている。さらにその先であるダイヤモンドエンドミルについても 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。



新製品開発で用途拡大を目指す

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）を発表した。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“超”モノづくり部品大賞（モノづくり日本&日刊工業新聞社）で、「日本刀（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 ㎜のおねじ、0.3 ㎜のめねじ（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、今後の用途拡大が注目できる。

無人化を含め生産能力アップに投資

設備投資はほぼ予定通り進行している。小径の増産体制のための投資が中心となる。シェア 40%をとるには加工機を増設する必要がある。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、

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。

実際に加工しているこ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 人程度は入れていく。

次の事業領域も開拓

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。牧野工業は売上高が 4 億円程度の会社で、2012 年 3 月期は開発投資に力を入れ、利益は収支トントンと見込んでいる。

牧野工業の牧野社長と、当社の後藤社長は 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、今回の子会社化に至った。

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、もう 1 つの新しい分野を作りたいと、後藤社長は考えている。

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、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 12 ㎜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。欧亜は日本と同じ㎝、㎜でいけるが、米国はインチである。メートル法でない国の商品は別に作る必要があり、それは効率的でない。

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。これを避けるには当初から差別化していくことを考える。

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。

超硬工具関連の上場企業比較(関連4社)

社名	日進工具	OSG	日立ツール	ユニオンツール
コード 市場	6157 JQ	6136 東1	5963 東1	6278 東1
売上高(10年度)(億円)	50	810	161	176
経常利益 (億円)	8	114	24	25
売上高経常利益率(%)	16.8	14.0	14.9	14.1
株価 (2/9)(円)	2500	1164	869	1365
時価総額 (億円)	39	1152	239	315
PBR (倍)	0.59	1.86	1.02	0.64
ROE (%)	9.1	11.3	8.2	2.2
PER (倍)	6.4	14.9	12.4	29.0
配当利回り (%) (直近予想ベース)	2.4	2.0	2.3	2.2

(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2011年11月期ベース

６．企業評価　　収益力の回復が進展

グローバル・マイクロ・カテゴリー戦略に勝機あり

中期的には、超硬小径エンドミルのシェアが 40%に高まると売上高は 70 億円レベルになる。売上高経常利益率で 20%を目指しているので、経常利益としては 14 億円程度が目標となる。そうなると ROE で 10%に十分乗せてくるので、PBR もかなり見直されてこよう。その局面では配当利回りで 5%を目指すような配当を考えることも必要になろう。

また、海外売上げが現在 20%であるが、これを 30%に上げていけば、その分成長余地は高まる。海外の採算は今のところ国内よりやや低いが、十分儲かっている。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。

ニッチ市場でのシェア拡大戦略、マイクロ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)

2 月 10 日時点の株価でみると、PBR0.59 倍、ROE9.1%、PER6.5 倍、配当利回り 2.4%である。PBR が 0.59 と低い理由は、①当社のマイクロ・カテゴリー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、などにあろう。しかし、当社の成長戦略が効果をあげ、収益力がもう一段向上してくれば、株式市場でもかなり見直されることになろう。

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。