

# 大阪工機

(3173・JASDAQスタンダード)

2013年12月27日

## 切削工具上向き視界は良好、M&Aにより東日本を強化

### アップデートレポート

(株)ティー・アイ・ダヴリュ  
高田 悟

主要指標 2013/12/26 現在

株価	635 円
年初来高値	672 円 (3/26)
年初来安値	556 円 (4/3)
発行済株式数	3,434,420 株
売買単位	100 株
時価総額	2,180 百万円
予想配当 (会社)	22.0 円
予想EPS (アナリスト)	78.91 円
実績PBR	0.60 倍

直前のレポート発行日

ベーシック 2013/7/18

### 上期減益も通期は当社計画を上回る増益が見込まれる

14/3 上期の営業利益は前年同期比 7.4%減の 205 百万円となった。切削工具でのM&Aや耐摩工具および光製品好調により同 9.4%の增收となった。しかし、海外事業におき先行する中国で領土問題の影響が残り、インドやメキシコなど最近の新拠点で先行費用が嵩んだことに加え、国内拠点強化に伴う費用増などから減益。ただし、海外の出遅れを主に猛暑による飲料缶メーカー向け耐摩工具好調で補い当社計画を上回り着地した。通期当社計画は新たなM&Aにより売上から経常段階利益までの期首公表値を上方修正。ただし、過年度法人税などの計上から最終段階利益は下方修正。下期は自動車生産回復など外部環境好転と買収により切削工具販売が上向き、海外も中国回復が見込め上期比 2 枝営業増益の当社想定。通期では増益を目指す。TIWは上期好調にもかかわらず据え置かれた耐摩工具収益の上ぶれ、円安加速効果などを勘案し当社予想以上の通期営業増益を予想。

### 2 件のM&Aにより東日本地域の基盤強化が一段と進む

6 月に日三工業(株)、9 月に共榮機工(株)と工具販売を手がける 2 社のM&Aを相次いで実施。どちらも関東が基盤。前者は大手自動車、建機メーカーなどが主なユーザー、一方、後者は大手自動車、建機、農機メーカーなどを得意先とする。当社は手薄であった東日本地域強化を課題としてきたが、直販 2 社の買収により一段と基盤強化が進む。15/3 期は買収先のフル寄与、卸回復による切削工具牽引と海外事業の収益改善による增收大幅増益を TIW は予想。

業績動向		売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2013/3	20(4-9月)	実績	7,497	5.7	221	23.5	218	25.2	166	74.7
2014/3	20(4-9月)	実績	8,202	9.4	205	-7.4	216	-0.8	74	-55.4
2013/3	通期	実績	15,057	1.1	423	-17.1	440	-7.2	273	21.4
2014/3	通期	新・会社予想 (2013年11月発表)	17,678	17.4	531	25.4	521	18.2	246	-9.9
		旧・会社予想 (2013年5月発表)	17,312	15.0	528	24.7	518	17.6	290	6.4
		新・アナリスト予想	17,856	18.6	586	38.5	576	30.9	271	-0.7
		旧・アナリスト予想 (2013年7月発表)	17,640	17.2	540	27.7	530	20.5	297	8.8
2015/3	通期	新・アナリスト予想	19,500	9.2	820	39.9	810	40.1	480	77.1
		旧・アナリスト予想 (2013年7月発表)	19,000	7.7	600	11.1	590	11.3	330	11.1

注) 2013/3 20 累計の前期比増減は当社が 2012 年 3 月上場である為、会社資料に基づく参考値として掲載

機械工具生産は  
足元で回復感が  
強まる

自動車生産も上向  
き環境は好転

● 経営環境解説

➤ 機械工具生産額の推移

(図表1)に12年1月以降、2年弱に及ぶ鉱工業生産指数と機械工具生産額の月次の推移を示した。機械工具生産額には当社の主要商材であり生産ラインの工作機械に装備され、超高精度の金属加工を実現する超硬工具生産額を含み、また超硬工具生産額が占める比重も高い。

機械工具生産額は鉱工業生産指数との連動性が高い。機械工具生産額はほぼタイムラグなく鉱工業生産指数と連動して推移している。機械工具生産額と鉱工業生産指数は12年前半に緩やかに上向き、後半にかけ12年7月を境に後半にかけ揺やかに低下した。13年年初に一旦底を打ち、その後は緩やかに上向き、足元では前年のピーク水準に達し回復感を強めている。

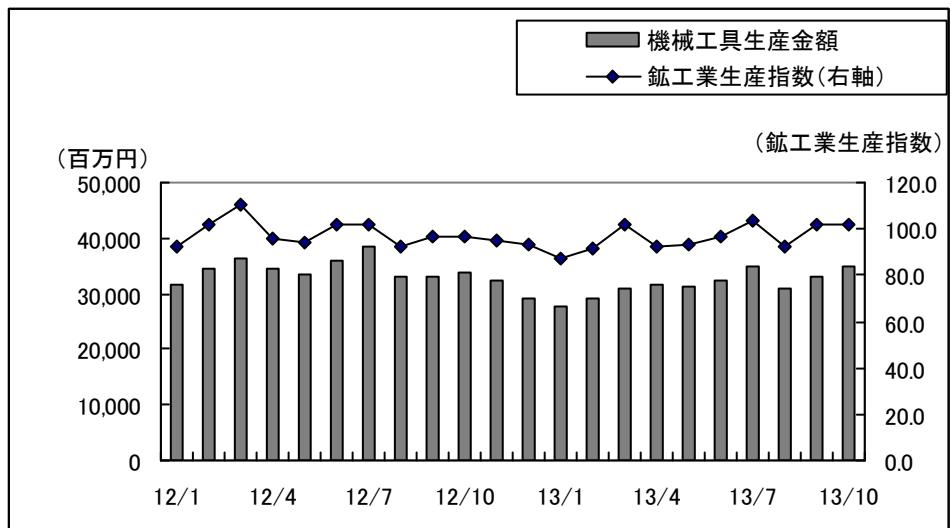
機械工具生産額は人口減による内需の縮小、国内生産の空洞化進行などにより長期的には緩やかに減少するとみられる。しかし、当面はアベノミクスによる景気浮揚や円高是正による国内産業・生産空洞化進行ペースの鈍化などにより堅調に推移するとTIWではみている。

➤ 国内自動車生産

(図表2)に過去約2年弱の国内自動車生産の月次推移を示した。その理由は自動車業界が当社中核事業の切削工具売上において売上比重が最も高い業界であり、自動車の生産動向は当社販売数量に直接的に大きく影響を及ぼすとみられるからだ。加えて、自動車産業は裾野が広く、自動車の生産動向は例えば工作機械など他業界の生産に影響を及ぼす。自動車生産拡大は他業界への波及により当社切削工具販売の一段の拡大に寄与し当社業績に好循環をもたらすと考えられるからだ。

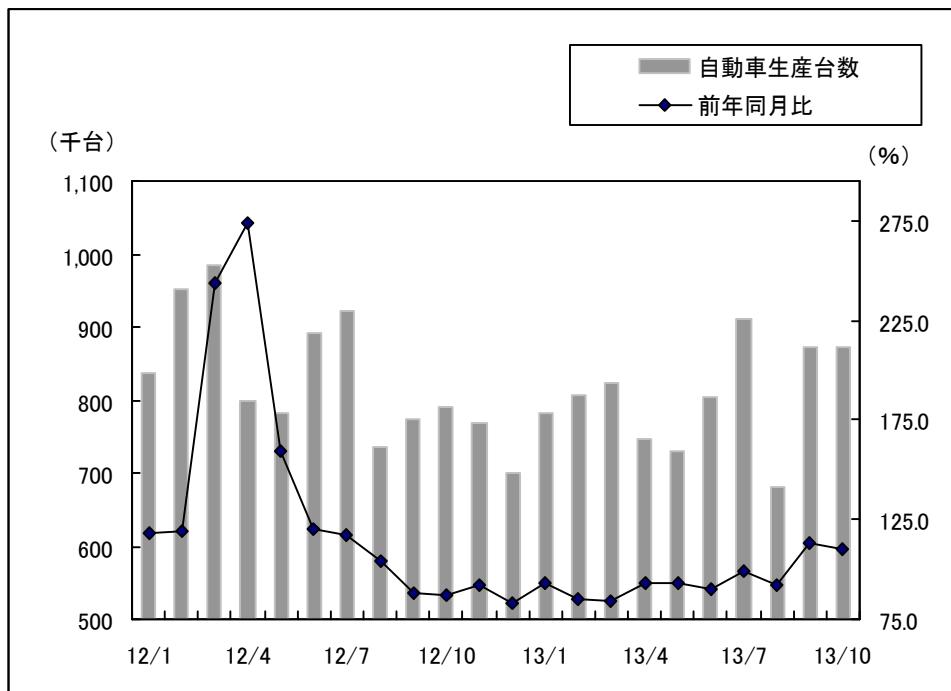
自動車生産は12年前半、前年の東日本大震災による混乱からの完成車メーカーの生産体制復旧が進む中で、政府によるエコカー補助金導入を追い風に大きく上向いた。しかし、昨年9月の補助金終了前より急速に減少し、1年間弱にわたり低迷が続いた。しかし、足元ではエコカー補助金の反動減の一巡、各社の新型車投入、米国新車市場好調などによる輸出増などにより再び上向き始めた。因みに13年9月の国内自動車生産台数は9月が874千台(前年同月比112.9%)、10月が871千台(同110.1%)となり2ヶ月連続で前年の水準を上回った。当社にとって環境は好転してきたと言えよう。

● 鉱工業生産指数と機械工具生産金額の月次推移（図表 1）



（出所）機械統計 経済産業省、鉱工業生産指数（2010年を100とする）

● 国内自動車生産の月次推移（図表 2）



（出所）（社）日本自動車工業会

# 業 績

上期は増収  
営業減益

## ● 14/3 期上期（4-9 月）業績解説

上期は売上高 8,202 百万円（前年同期比 9.4% 増）、営業利益 205 百万円（同 7.4% 減）、経常利益 216 百万円（同 0.8% 減）、純利益 74 百万円（同 55.4% 減）となった。主力切削工具での日三工業買収効果、耐摩工具、海外、光製品の切削工具以外の 3 事業セグメントでの揃っての増収により増収。しかし、利益面は東日本地域を中心とした国内販売体制の強化、急拡大する日系メーカーの海外拠点開拓に向けての海外販売体制強化、などによる販管費の増が響き営業段階で減益。なお、最終段階は過年度法人税などを含む法人税などの計上が響き大幅減益となった。

耐摩工具と光製品  
好調の一方で切削  
工具と海外での先  
行費用が重い

上期のセグメント別利益（図表 3 参照）は切削工具が 65 百万円（前年同期比 38.0% 減）、耐摩工具が 149 百万円（同 22.5% 増）、海外が -33 百万円（同 29 百万円の赤字拡大）、光製品が 23 百万円（同 24 百万円増）となった。切削工具は販売拠点強化に伴う人員の増加などが響き大幅減益。耐摩工具は猛暑影響による飲料缶メーカー向け売上増が 2 桁の増益に貢献した。営業基盤強化局面にある海外は先行して進出した中国およびタイの連結子会社が売上増や為替円安影響により増収増益となった。ただし、設立間もないインド、メキシコの赤字を吸収できず赤字が拡大。光製品はリストラー巡により検査装置メーカー売上げ増が利益増に直結し黒字化した。以上、当社のキャッシュ・カウとも言える耐摩工具の増益並びに光製品の黒字化で切削工具および海外の収益悪化を上期は吸収できなかった。

営業利益は当社  
計画を超過達成

期初の会社計画に対し、売上高は計画並みとなった。一方、営業利益は 11 百万円（計画比 5.7% 増）上回った。海外が中国領土問題の影響などで当社想定に届かなかつたが、主力切削工具が想定線で着地し、高シェアを背景に採算が高い耐摩工具が会社想定を上回ったことによる。なお、最終段階利益は過年度法人税計上（主に棚卸資産の評価方法および海外子会社との間の人事費負担について税務当局指摘による）などにより当初計画を下回った。

新規買収影響  
などから当社は  
通期計画を修正

当社は上期決算公表時（11 月 14 日）に期初公表の通期計画を修正。売上高は期初 17,312 百万円 → 17,678 百万円 (+366 百万円)、営業利益は同 528 百万円 → 531 百万円 (+3 百万円)、経常利益は同 518 百万円 → 521 百万円 (+3 百万円)、純利益は同 290 百万円 → 246 百万円 (-44 百万円) へそれぞれ修正する内容。精密機械工具販売を主とする共榮機工（株）買収が経常利益段階まで上方修正の主な背景。また、純利益下方修正には過年度の法人税計上などが影響。なお、セグメント別見通し（図表 4 参照）では機械工具のみ上方修正し、他セグメント計画は期初予想を据え置いた。

# 業績

## ● 上期セグメント別業績推移（図表3）

決算期	13/3実績			14/3実績					
	1Q	2Q	上期	1Q		2Q		上期	
	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(前年比)	(百万円)	(前年比)	(百万円)	(前年比)
切削工具事業									
売上高	2,558	2,600	5,158	2,549	-0.4%	2,919	12%	5,468	6.0%
セグメント利益	42	62	104	28	-34.8%	37	-40%	65	-38.0%
耐摩工具事業									
売上高	586	637	1,223	633	8.0%	647	2%	1,280	4.6%
セグメント利益	55	67	122	69	26.3%	80	19%	149	22.5%
海外事業									
売上高	431	420	851	507	17.6%	571	36%	1,078	26.7%
セグメント利益	-9	5	-4	-26	na	-7	2.5倍	-33	na
光製品事業									
売上高	148	116	265	180	21.1%	196	68%	376	41.9%
セグメント利益	5	-5	-1	10	122.1%	13	na	23	na

（出所）会社資料より TIW作成

## ● 通期セグメント別会社計画、会社計画修正（図表4）

決算期	13/3実績			14/3計画				
	下期	通期		下期	通期(期首予想)	通期(修正予想)		
	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(前年比)	(百万円)	(前年比)	(百万円)	(前年比)
切削工具事業								
売上高	5,013	10,172	6,591	31.5%	11,694	15.0%	12,059	18.6%
セグメント利益	103	207	227	121.3%	288	39.0%	292	40.9%
耐摩工具事業								
売上高	1,166	2,390	1,028	-11.9%	2,308	-3.4%	2,308	-3.4%
セグメント利益	116	238	97	-16.8%	246	3.3%	246	3.3%
海外事業								
売上高	1,090	1,941	1,632	49.8%	2,710	39.7%	2,710	39.7%
セグメント利益	-22	-26	20	-189.8%	-13	-50.2%	-13	-50.2%
光製品事業								
売上高	291	556	224	-23.0%	600	7.9%	600	7.9%
セグメント利益	6	5	-18	na	5	3.1%	5	3.1%

（出所）会社資料、会社ヒアリングにより TIW作成

下期は切削工具と  
海外が上向く

通期当社計画  
超過達成を予想

15/3 期は主力  
切削工具が牽引し  
増収大幅増益を  
予想

● 14/3 期下期（10—3 月）及び通期業績展望

➤ 下期業績展望

当社計画では下期に売上高 9,476 百万円（上期比 15.5% 増、前年同期比 20.0% 増）、営業利益 326 百万円（同 59.0% 増、同 12.8% 増）を予想。（図表 4）に当社セグメント別下期計画を示した。自動車生産が回復に向かい、鉱工業生産も上向くなど外部環境の好転に加え、投入新商材好評の航空機業界向け好調や買収による新たな商圈取り込みなどにより切削工具売上が上期比 20.5% 増と大きく伸びる。また、中国での領土問題による日系取引先生産悪化が尾を引き上期に出遅れた海外が中国販売が回復に向かうことで上期から大きく上向く。主に切削工具での数量増による粗利の増で国内、海外拠点強化に伴う先行費用や買収によるのれん償却などを吸収し上期、そして前年から増益を目指す。TIW は買収効果がなくても国内自動車生産回復見合い程度の増収を見込む当社切削工具見通しは妥当、また、中国回復を見込む海外当社予想も概ね妥当と判断、一方で足元も好調持続もようながら上期比で減収減益を見込む耐摩工具見通しは保守的であり、1 米ドル 100 円を上回る円安加速の効果が海外売上で得られると考え当社計画超過達成を予想。

➤ 通期業績見込み

上記のとおり下期が会社計画を上回るとの見通しに基づき、TIW は通期で現行当社予想を上回る売上高 17,856 百万円（会社計画比 1.0% 増）、営業利益 586 百万円（同 10.4% 増）を予想。なお、前回 7 月の TIW 予想からは新規連結影響、円安進行などを踏まえ、今般、売上高で 216 百万円、営業利益で 46 百万円それぞれ上方修正した。

● 15/3 期業績展望

TIW は消費税増税による国内景気の腰折れがなく、産業、地域全般に幅広く景気回復が浸透するという見通しをメインシナリオに前期から増収大幅増益を予想。（1）前期の買収先の年間フル寄与（TIW は 1,500 百万円程度の売上寄与を予想）が見込める。（2）自動車業界向け直販堅調に加え景気拡大により卸が上向くと想定、買収効果を除いても切削工具販売好調が想定される。（3）耐摩工具は前年の猛暑により主要取引先飲料缶メーカーで好決算が予想され設備投資意欲も旺盛とみられるため堅調を予想。などが大幅増収見込みの背景。利益面は買収によるのれんの通期での償却負担が減益方向に効くが、数量増に伴う粗利の増と海外の収益改善で吸収するとみる。投資先行で赤字が続いた海外は通期黒字を予想。中国の回復を見込み、日系主要生産地域への進出がほぼ終わり投資回収局面に入るとみることによる。

## 特記事項

### M&Aにより東日本地域を強化

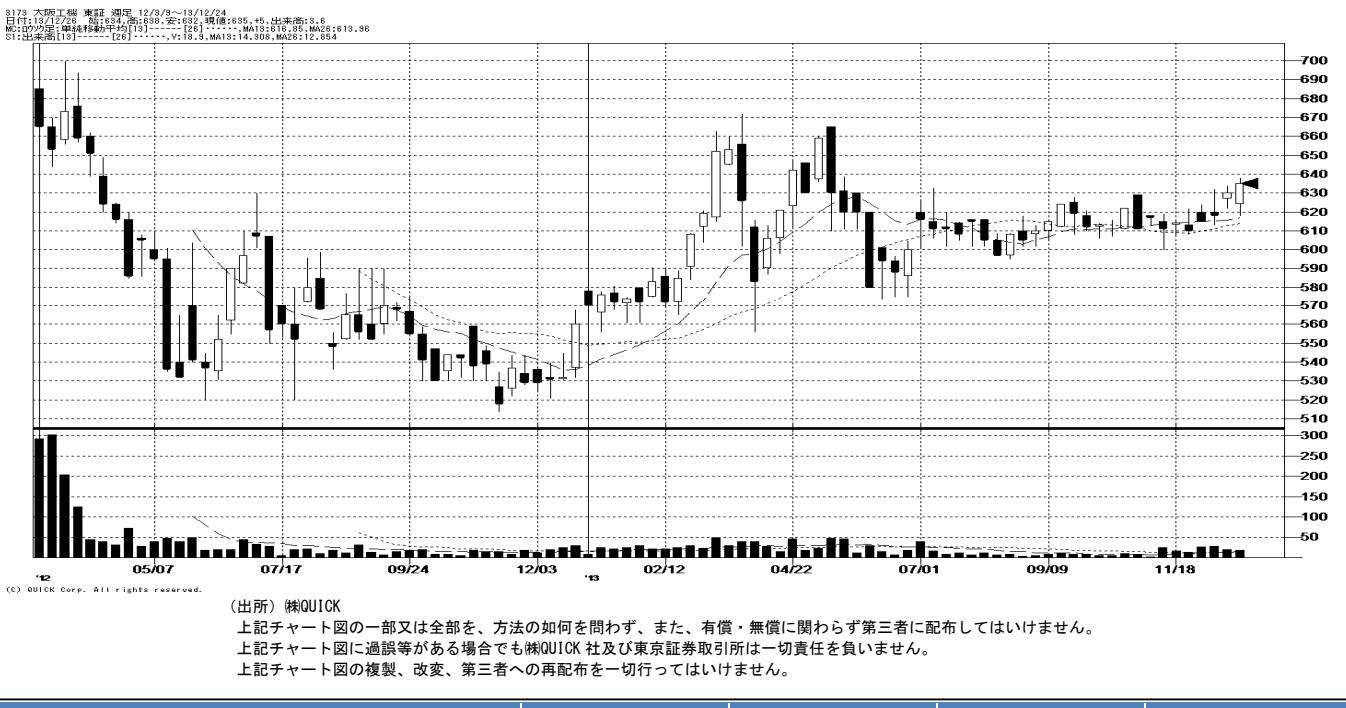
#### ● 今期に入り2件のM&Aを実施

当社は今期に入り6月に大手ユーザー（大手自動車、建機メーカーなど）を顧客とする日三工業（株）と9月には同じく大手ユーザー（大手自動車、建機、農機メーカー）を得意先とする共榮機工（株）の株式を100%相次いで取得。前者は油材類などの消耗品他、ドリル・カッターなどの切削工具、治具類などが主な商品で後者は超硬CBNおよび特殊切削工具、測定工具、治工具などが主な商品。それぞれ売上規模はTIW推定で年7億円から8億円程度。前者は2Q（7-9月）から売上に貢献。一方、後者は3Q（10-12月）から売上に貢献。後者はTIW推定ではのれん償却後で当初から若干だが利益貢献が見込まれる。それぞれ関東が地盤。当社はこれまで手薄であった東日本地域に関し、北関東ロジスティクスセンター開設、北上営業所（主に卸）設立と営業基盤強化を図ってきた。今回のM&A（主に直販）により、過去の友好的なM&A実績からも一段と東日本地域の強化が進むと想定される。また、当社は同業に先行して海外展開を図ってきたこともあり、被買収先が対応しきれなかったユーザーの海外展開にも応えられる可能性が広がる。中期的には切削工具市場縮小が想定される中でM&Aによる東日本地域強化、同地域での直販と卸とのシナジーなどにより一段の切削工具のシェアアップにつながるものと期待される。

（図表5）当社のM&A実績

時期	社名	目的等
1995年	山崎兄弟商会株式会社	中国地方における販売力強化 (主に大手自動車向け)
2009年	武和テック有限会社	近畿地方における販売力強化 (主に大手自動車向け)
2010年	株式会社CST	関東地方における販売力強化 (主に自動車、電機、建機メーカー向け)
2013年6月	日三工業株式会社	関東地方における販売力強化 (主に自動車、電機、建機メーカー向け)
2013年9月	共榮機工株式会社	関東地方における販売力強化 (主に自動車、建機、農機メーカー向け)

（出所）会社資料よりTIW作成



			2011/3	2012/3	2013/3	2014/3 予 (アナリスト)
株価推移	株価(年間高値)	円	12年3月上場	700	672	-
	株価(年間安値)	円	12年3月上場	644	514	-
	月間平均出来高	百株	12年3月上場	9,228	1,060	-
業績推移	売上高	百万円	13,573	14,900	15,057	17,856
	営業利益	百万円	360	510	423	586
	経常利益	百万円	340	474	440	576
	当期純利益	百万円	153	224	273	271
	E P S	円	61.54	87.84	79.52	78.91
	R O E	%	6.3	7.8	8.0	7.3
貸借対照表 主要項目	流動資産合計	百万円	6,740	7,388	6,790	-
	固定資産合計	百万円	1,797	1,793	1,828	-
	資産合計	百万円	8,541	9,135	8,620	-
	流動負債合計	百万円	5,485	5,300	4,441	-
	固定負債合計	百万円	563	518	623	-
	負債合計	百万円	6,048	5,819	5,065	-
	株主資本合計	百万円	2,507	3,328	3,533	-
	純資産合計	百万円	2,492	3,315	3,555	-
キャッシュフ ロー計算書 主要項目	営業活動によるCF	百万円	164	-65	208	-
	投資活動によるCF	百万円	-67	-61	2	-
	財務活動によるCF	百万円	-294	346	-206	-
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	525	743	765	-

注1) 2012/3期の月間平均出来高は、上場日が3月9日のため15営業日分である。

2) EPSは11年11月の株式分割(1:4)の影響を遡及修正している。

# リス ク 分 析

## 事 業 に 関 す る リ ス ク

## 業 業 界 に 関 す る リ ス ク

### 事業に関するリスク

- 有利子負債の一部は変動金利になっており、金利スワップ等活用によりリスク回避を図っているものの、金利上昇で収益が悪化する恐れ。
- 与信管理の徹底を図ってはいるが、今後の景気変動等によっては想定を超えて取引先の信用状態等が悪化する可能性がある。
- 特に切削工具については多品種の在庫保有により顧客へ即納体制を確立しているため、需要動向及び市況の変化によっては過剰在庫や多額の商品評価損が発生するリスクがある。
- 大地震の発生など自然災害により当社グループ及び取引先の営業員や従業員が被害を受けることで売上減少、物流機能麻痺、営業拠点の修復又は代替のための費用発生等が生じる可能性がある。
- 1954年8月に住友電気工業（株）と特約販売契約を締結し同社が製造する切削工具販売を中心に事業を展開してきた。当該契約書には対象となる製品、販売地域、支払方法及び解除自由等が記載されている。現在、当社と同社の関係は良好でリスクは低いが、今後、同社との関係の変化や同社の特約販売戦略や特約販売店各社に対する諸条件や諸戦略の変更により、特約販売契約の内容等に変更の可能性や契約継続に支障を来す要因発生による契約解除のリスクがある。
- 販売チャネルの一つとしてオンライン発注システムを構築しており、予期せぬシステム障害の発生が機会損失、信用失墜に繋がる恐れ。
- 海外進出地域での政治、法律、経済等の激変により事業戦略の見直しを余儀なくされるリスクがある。また、外貨建て輸出入取引を行っており、急激な為替変動により業績が激変するリスクを抱える。

### ● 業界に関するリスク

- 切削工具は自動車業界が主要なユーザーであり円高や需要減に伴う国内自動車・部品生産の減、設備投資縮小による需要減。
- 歐州景気低迷継続、米国及び新興国景気変調による世界的景気後退。
- 当社主要製品である超硬切削工具に使用される原材料（タングステン）は主要切削工具メーカーのほとんどがその調達を中国からの輸入に依存する。このため、中国の政治、経済情勢等の変化、法律改正、紛争、自然災害の発生等、不測の事態により原材料が円滑に調達できなくなった場合、原材料価格の急激な上昇が業界各社の販売活動低迷や収益悪化に繋がる可能性がある。

## ディスクレーマー

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社ティー・アイ・ダヴリュ（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

### ＜指標の説明について＞

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.tse.or.jp/listing/analystreport/index.html>