

21/3 期はマスク生産で不都合生じ大幅減額で 22/3 期の展望も大幅な見直し必至

株価 1037 円 (2/4) 時価総額 740 億円 発行済株 7135 千株

PER (会社 21/3 予 : 163X) PBR (4.0X) 配当 (予) 6 円 配当利回り : 0.58%

要約

- 21/3Q3 は 20/5 より始めたマスク事業が製造遅延し思惑外れ 13.2%増収、赤字転落
- 21/3 期予想を一転大幅減額、マスク参入前の期初計画をも大幅に下回る利益に減額
- 22/3 期はマスク事業拡大に加え既存事業の収益回復も、成長はマスク事業次第の展開
- 株価は大幅減額、来期の展望不透明でセル

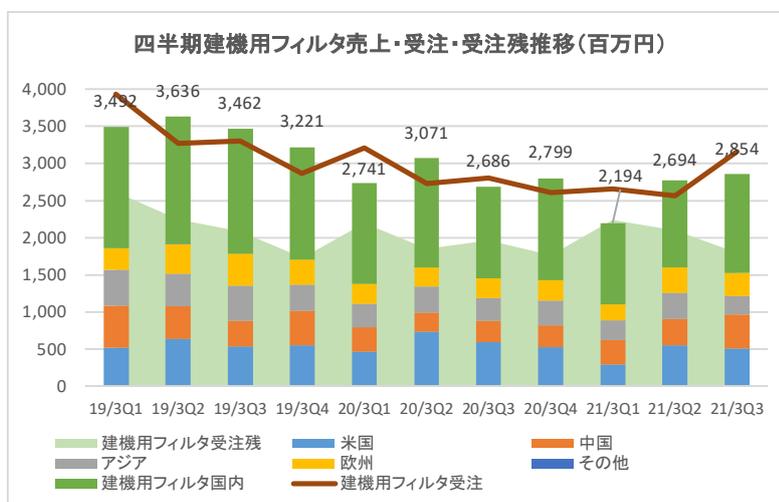
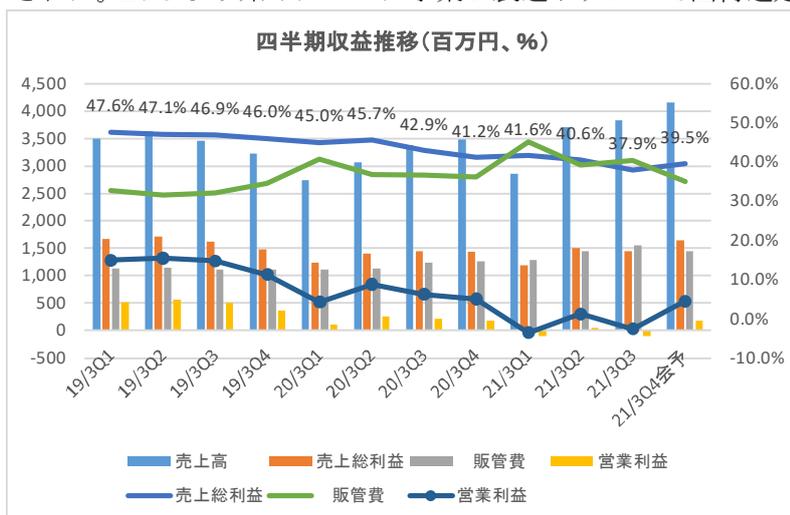
21/3Q3 は 20/5 より始めたマスク事業が製造遅延し思惑外れ 13.2%増収、赤字転落

2/4 に 21/3Q3 決算が開示された。20/5 より始めたマスク事業が製造トラブルで出荷遅延

により計画が全く進まず、既存ビジネスの低迷もあり赤字転落に。

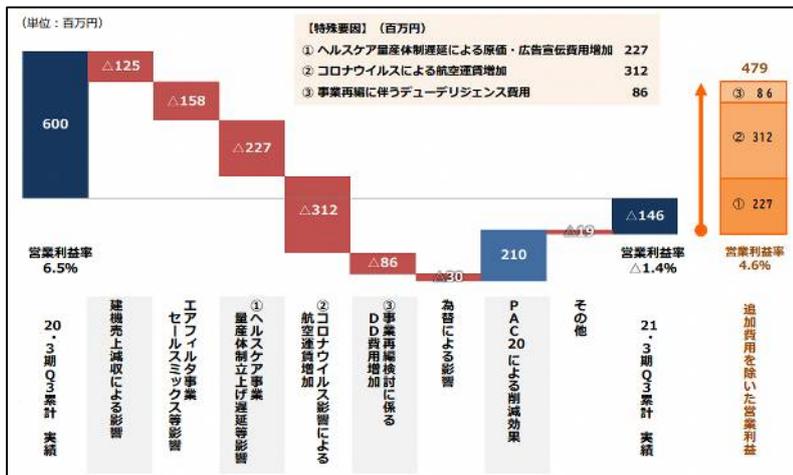
21/3Q3 累計業績は、売上高 103.94 億円 (13.2%増)、営業損失 1.46 億円となった。また Q3 だけでは売上高 38.31 億円 (13.6%増)、営業損失 0.96 億円 (3.08 億円悪化、赤字転落) となった。

セグメント別では建機用フィルタが 8.9%減収と、中国を除く世界でコロナ影響から建機需要が低迷、また中国が活況も、中国での外資建機メーカーのシェアダウンも影響し、減収に。但し Q3 だけでは 6.2%増収と、中国が 56.8%増、日本 8.1%増など、回復の動きもある。利



益面では減収影響に加え、事業ポートフォリオ再構築の費用増、納期対応の運送費増等で大幅減益に。なお Q3 は増収に転じ、Q1, Q2 の赤字から黒字転換したものの、前年同期比では 80.4%減と内容は良くない。エアフィルタ事業は 2.8 倍増収も、営利 45.6%減減と、前 Q2

以降にアクシーが加わった分で大増収に。但しその影響がなくなった Q3 だけでは 2.5%減収、営利 0 円 (0.69 億円悪化) と、コロナによるオフィスビル稼働率減と鉄道運行本数減等が影響し収益低迷に。5 月から始めた新規事業のヘルスケア事業は売



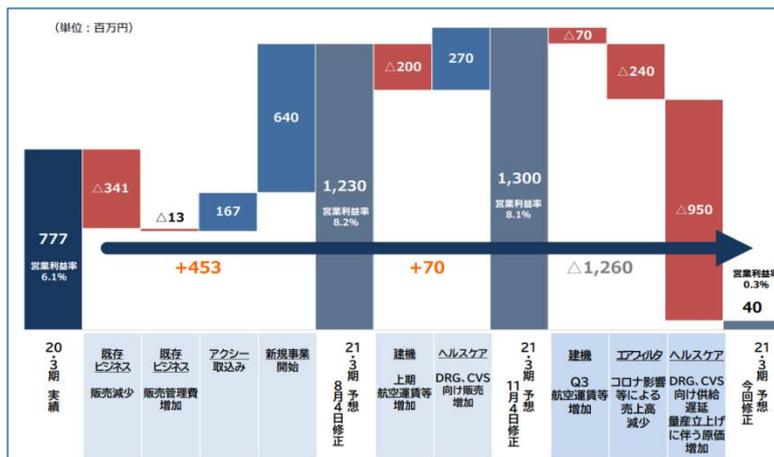
上高 6.94 億円、営業損失 0.185 億円に。マスクの生産遅延から、Q3 の売上高が 3.08 億円 (Q2 比 2.0%増)、営業利益は製造原価高、拡大のための広告宣伝等、プロモート費用が嵩み、1.25 億円の営業損失 (Q2 比 1.94 億円悪化) と、厳しい環境に。

全体を通じ、日系、米系を中心とする建機メーカー向けの低迷によるフィルタ事業の低迷、コロナにより設備稼働悪化で収益低迷のエアフィルタ事業、これを挽回するはずのマスク事業の誤算で、追加費用 3.3 億円が予期せぬ 1 時費用増増となり、収益大幅悪化を余儀なくされた。会社側では、この一時的費用影響を除くとほぼ収益率は変わっていないとの分析を示した。なお、税引利益は受取り和解金 8 億円などで嵩上げされている。

21/3 期予想を一転大幅減額、マスク参入前の期初計画をも大幅に下回る利益に減額

マスク事業の量産遅延を受け、会社計画を大幅減額、売上高 145.50 億円 (期初計画比 15.5 億円増額、8/4 増額修正比 4.5 億円減額、11/4 再増額修正比 14.5 億円減額、14.8%増)、営利 0.4 億円 (期初計画比 5.5 億円減額、8/4 計画比 11.9 億円減額、11/4 計画比 12.6 億円減額) 予想とした。結果としてマスクを見込んだ 2 回の増額修正、2/3 の日経産業賞受賞表彰式などのプレスリリースは投資家をミスリードする結果に。

部門別ではここに来て建機市場が中国の好調持続、日系メーカーも中国市



場の拡大の恩恵を受け増産、欧米も市場が回復、米国ではキャタピラ向けシェア拡大もあり、建機用フィルタは従来予想を 10.3 億円増額、97.04 億円（1.6%減、Q4 だけでは 17.5%増の 28.63 億円）としている。一方、マスク事業は大幅な計画未達で売上 20 億円減額の 10 億円、営利 9.5 億円減額の営業損失 0.4 億円予想に。またエアフィルタも売上で 4 億円減額の 26 億円（88.8%増）、営利で 2.4 億円減額の 0.5 億円（59%減）予想。現状、会社大幅減額想定並みの収益が見込まれる。

22/3 期はマスク事業拡大に加え既存事業の収益回復も、成長はマスク事業次第の展開

22/3 期は主力の建機用油圧フィルタは、中国での第 4 次環境規制開始を睨んだ新製品開発が加速し、高機能要求が強まる中で同社の油圧フィルタシェアが拡大しよう。但し、規制が 2 年半遅れと遅延し、20 年 12 月スタートだった場合の 21/3 期想定 23 億円程度の売上に止まろう。また中国以外も急回復傾向で、2 桁増収が期待される。

エアフィルタ事業は、アクシーとヤマシンのシナジー効果で市場成長率を上回る伸びを目指し、アクシーは細菌・ウイルス感染リスクを低減できる溶菌・酵素フィルタの開発に成功、今後の展開が期待される。

今回、大幅減額となったマスク事業は、計画の大幅見直しが懸念される。現在販売している一般消費者向けに加え、医家向け、N95 対応マスクとして「メディカリード 6240」の販売を計画、米国 NIOSH 規格である N95 に類する日本の検定規格「DS-2」の 1 月中の取得、4 月の医療用認証取得を目指していた。しかし立体構造の製造に多大の時間を要したことを開示、また量産にあたって製造原価の低減が図れなかった等も認めた。現状、量産が

どの程度改善されたかのアナウンスがなく、トーンダウンの事業展開となる懸念が出てきた。但



し、国内では医療用マスクは基本的に母材の大半が輸入品である。「DS-2」の認可を得られた場合、量産体制が整えば改めて挽回余地があると見られるが、当面、四半期 10 億円水準の販売に止まると判断した。

22/3 期は全体としてマスク事業拡大と既存事業の回復、中国建機向け事業拡大で収益急回復を見込むが、本格的な事業拡大はマスク事業の動向次第の展開が続こう。

株価は大幅減額、来期の展望不透明でセル

株価はコロナウイルス対策銘柄として、感染第 2 波のピーク時期の 8/24 に年初来高値 1324 円を付けた。その後は業績面で本業の厳しさから 11/4 上期決算で期初計画を

若干上方修正したものの11月中旬に1000円割れ、その後はコロナ第3波の拡大もあり、1100円程度に戻っていた。今回、マスク事業の大幅減額、来期も事業展開不透明となり、割高に買われていただけに株価急落は避けられず、SELLと判断する。但し、医療用マスクの認証、量産の目処が示された場合には、仕手性も高く、改めて株価急騰の局面はあり得る。

ヤマシンフィルタ(6240)	(百万円、円)									
	売上高	増減率	営業利益	増減率	経常利益	増減率	税引利益	増減率	EPS	配当
19/3期	13,811	4.9%	1,963	2.7%	1,916	5.0%	1,414	13.1%	20.44	6.00
20/3Q1	2,741	-21.5%	117	-77.5%	100	-81.0%	61	-85.5%	0.89	0.00
20/3Q2	3,071	-15.5%	271	-52.0%	187	-66.1%	126	-67.4%	1.81	3.00
20/3Q3	3,375	-2.5%	212	-58.6%	215	-55.4%	158	-52.6%	2.29	0.00
20/3Q4	3,487	8.3%	177	-51.6%	101	-71.7%	263	-3.7%	3.80	3.00
20/3H1	5,812	-18.5%	388	-64.2%	287	-73.4%	187	-76.9%	2.70	3.00
20/3H2	6,862	2.7%	389	-55.7%	316	-62.3%	421	-30.5%	6.09	3.00
20/3期	12,674	-8.2%	777	-60.4%	603	-68.5%	608	-57.0%	8.79	6.00
21/3Q1	2,858	4.3%	-99	赤転	-102	赤転	-83	赤転	-1.20	0.00
21/3Q2	3,705	20.6%	49	-81.9%	41	-78.1%	-69	赤転	-9.9	3.00
21/3Q3	3,832	13.5%	-97	-145.8%	-73	-134.0%	537	239.9%	7.7	0.00
21/3Q4会予	4,155	19.2%	187	5.6%	194	92.1%	115	-56.3%	0.85	3.00
21/3H1	6,563	12.9%	-50	赤転	-61	赤転	-152	赤転	-2.2	3.00
21/3H2会予(11/4)	9,437	37.5%	1,350	247.0%	1,341	324.4%	1,502	256.8%	-11.42	3.00
21/3H2修正会予(2/4)	7,987	16.4%	90	-76.9%	121	-61.7%	652	54.9%	8.55	
21/3期会予期初会予	13,000	2.6%	590	-24.1%	560	-7.1%	340	-44.1%	4.91	6.00
21/3期修正会予(8/4)	15,000	18.4%	1,230	58.2%	1,200	98.9%	790	29.9%	11.42	6.00
21/3期修正会予(11/4)	16,000	26.2%	1,300	67.2%	1,280	112.1%	1,350	122.0%	17.15	6.00
21/3期修正会予(2/4)	14,550	14.8%	40	-94.9%	60	-90.1%	500	-17.8%	6.35	6.00
21/3期旧DO予	16,000	26.2%	1,350	73.7%	1,330	120.6%	1,350	122.0%	17.15	6.00
21/3期修正会予(2/4)	14,550	14.8%	40	-94.9%	60	-90.1%	500	-17.8%	6.35	6.00
22/3期旧DO予	26,000	62.5%	3,300	144.4%	3,300	148.1%	2,250	66.7%	28.58	8.00
22/3期DO予	19,500	34.0%	1,350	3275.0%	1,250	1983.3%	880	76.0%	11.18	6.00



四半期累計	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期 期初会 予	21/3期修 正会予 (8/4)	21/3期修 正会予 (11/20)	21/3期 修正会予 (2/4)	21/3期旧 DO予	22/3期旧 DO予	22/3期 DO予
売上高	13,169	13,811	12,674	13,000	15,000	16,000	14,550	16,000	26,000	19,500
売上原価	7,095	7,332	7,152	7,465	7,995	8,832	8,760	8,750	15,800	10,900
売上総利益	6,074	6,479	5,522	5,535	7,005	7,168	5,790	7,250	10,200	8,600
販管費	4,163	4,516	4,745	4,945	5,775	5,868	5,750	5,900	6,900	7,250
営業利益	1,911	1,963	777	590	1,230	1,300	40	1,350	3,300	1,350
経常利益	1,825	1,916	603	560	1,200	1,280	60	1,330	3,300	1,250
親株主帰属純利益	1,250	1,414	608	340	790	1,350	500	1,350	2,250	880
地域別売上	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期 期初会 予	21/3期修 正会予 (8/4)	21/3期修 正会予 (11/20)	21/3期 修正会予 (2/4)	21/3期旧 DO予	22/3期旧 DO予	22/3期 DO予
日本	6,444	6,541	6,798	7,589	9,589	10,587	8,460	10,900	19,200	12,000
アジア	3,275	3,554	2,492	2,462	2,462	2,462	2,833	2,430	3,750	4,000
米国	2,201	2,254	2,314	2,081	2,081	2,081	2,112	1,850	2,150	2,250
その他	1,249	1,462	1,070	868	868	868	1,141	820	900	1,250
海外計	6,725	7,270	5,876	5,411	5,411	5,411	6,090	5,100	6,800	7,300
中国	1,753	1,813	1,173	1,212	1,212	1,212	1,576	1,250	2,500	2,600
アジア	1,522	1,741	1,319	1,250	1,250	1,250	1,257	1,180	1,250	1,400
欧州	1,204	1,454	1,065	845	845	845	1,139	800	880	1,230
その他	42	6	4	23	23	23	2	20	20	20
売上合計	13,169	13,811	12,674	13,000	15,000	16,000	14,550	16,000	26,000	19,500
国内建機用フィルタ	6,444	6,541	5,421	4,589	4,587	4,587	4,860	4,590	4,800	5,000
セグメント売上情報	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期 期初会 予	21/3期修 正会予 (8/4)	21/3期修 正会予 (11/20)	21/3期 修正会予 (2/4)	21/3期旧 DO予	22/3期旧 DO予	22/3期 DO予
建機用フィルタ事業	13,169	13,811	11,297	10,000	10,000	10,000	10,950	9,800	12,500	12,500
エアフィルタ事業	0	0	1,377	3,000	3,000	3,000	2,600	2,900	3,500	3,000
ヘルスケア事業	0	0	0	0	2,000	3,000	1,000	3,300	10,000	4,000
建機用フィルタ	11,768	12,353	9,866	8,673	8,673	8,673	9,704	8,600	11,000	11,200
産業用フィルタ	527	548	492	420	420	420	462	450	550	500
プロセス用フィルタ	873	909	937	905	905	905	783	750	950	800
ライン品	5,300	5,500	4,129	3,665	3,665	3,665	4,197	3,600	5,000	4,700
補修品	6,400	6,800	5,737	5,008	5,008	5,008	5,506	5,000	6,000	6,500
売上合計	13,169	13,811	12,674	13,000	15,000	16,000	14,550	16,000	26,000	19,500
セグメント営業利益	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期 期初会 予	21/3期修 正会予 (8/4)	21/3期修 正会予 (11/20)	21/3期 修正会予 (2/4)	21/3期旧 DO予	22/3期旧 DO予	22/3期 DO予
建機用フィルタ	1,911	1,963	1,894	1,583	1,583	1,353	1,310	1,330	1,800	1,800
エアフィルタ	0	0	122	290	290	290	50	270	350	100
ヘルスケア	0	0	0	0	640	910	-40	1,000	2,500	800
小計	1,911	1,963	2,016	1,873	2,513	2,553	1,320	2,600	4,650	2,700
調整額	0	0	-1,240	-1,283	-1,283	-1,253	-1,280	-1,250	-1,350	-1,350
営業利益	1,911	1,963	777	590	1,230	1,300	40	1,350	3,300	1,350
設備投資・償却・R&D	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期 期初会 予	21/3期修 正会予 (8/4)	21/3期修 正会予 (11/20)	21/3期 修正会予 (2/4)			
設備投資	816	2,257	3,150	2,857	2,857	4,724	4,724			
減価償却費	303	414	534	606	606	738	738			
研究開発費	2,550	308	404	507	507	542	542			
四半期累計	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期 期初会 予	21/3期修 正会予 (8/4)	21/3期修 正会予 (11/20)	21/3期 修正会予 (2/4)	21/3期旧 DO予	22/3期旧 DO予	22/3期 DO予
売上高	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
売上原価	53.9%	53.1%	56.4%	57.4%	53.3%	55.2%	60.2%	54.7%	60.8%	55.9%
売上総利益	46.1%	46.9%	43.6%	42.6%	46.7%	44.8%	39.8%	45.3%	39.2%	44.1%
販管費	31.6%	32.7%	37.4%	38.0%	38.5%	36.7%	39.5%	36.9%	26.5%	37.2%
営業利益	14.5%	14.2%	6.1%	4.5%	8.2%	8.1%	0.3%	8.4%	12.7%	6.9%
経常利益	13.9%	13.9%	4.8%	4.3%	8.0%	8.0%	0.4%	8.3%	12.7%	6.4%
親株主帰属純利益	9.5%	10.2%	4.8%	2.6%	5.3%	8.4%	3.4%	8.4%	8.7%	4.5%
セグメント営業利益率	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期 期初会 予	21/3期修 正会予 (8/4)	21/3期修 正会予 (11/20)	21/3期 修正会予 (2/4)	21/3期旧 DO予	22/3期旧 DO予	22/3期 DO予
建機用フィルタ	14.5%	14.2%	5.8%	3.0%	3.0%	1.0%	0.3%	2.8%	4.4%	3.6%
エアフィルタ			8.9%	9.7%	9.7%	9.7%	1.9%	9.3%	10.0%	3.3%
ヘルスケア					32.0%	30.3%	-4.0%	30.3%	25.0%	20.0%
小計	14.5%	14.2%	15.9%	14.4%	16.8%	16.0%	9.1%	16.3%	17.9%	13.8%
調整額	0.0%	0.0%	-9.8%	-9.9%	-8.6%	-7.8%	-8.8%	-7.8%	-5.2%	-6.9%
営業利益	14.5%	14.2%	6.1%	4.5%	8.2%	8.1%	0.3%	8.4%	12.7%	6.9%