

ツバキ・ナカシマ (6464) : 取材メモ アウトパフォーム

18/12 期 M&A 寄与で大幅増収増益、来期もシナジー効果に戦略製品増で収益上伸続く

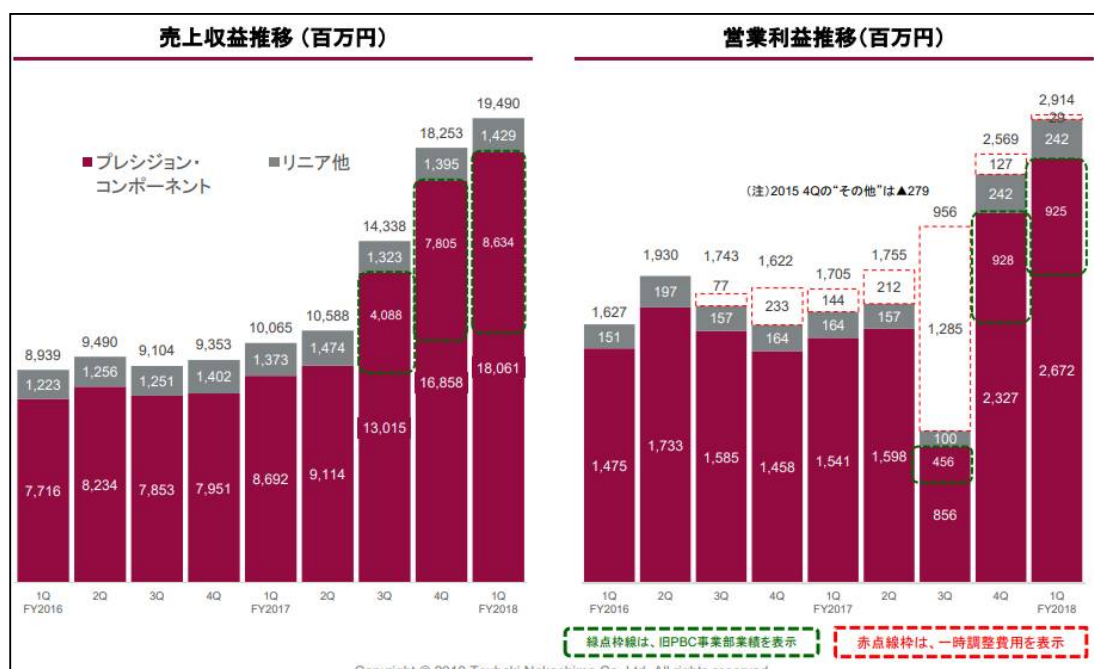
株価 (7/13) : 2552 円、時価総額 1032 億円、発行済 40420 千株

PER (DO) : 12.8X PBR (2.41X) 配当 (DO 予) 80 円 配当利回り : 3.1%

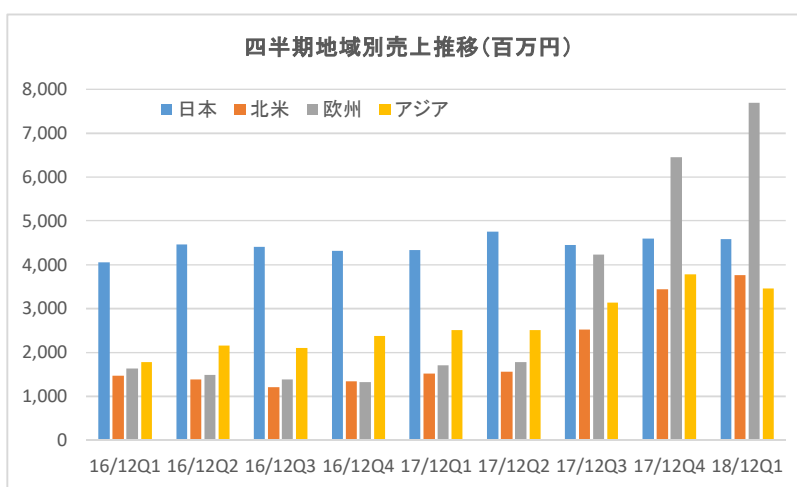
- ・ 18/12Q1 は 93.6%増収、70.9%営業増益と M&A 効果もフル寄与し大幅収益上伸
- ・ 18/12 期は M&A 効果から 40.9%増収、64.6%営業増益予想もシナジー効果で上振れへ
- ・ 前中計 19/12 期前倒し達成、新中計 20/12 期売上高 850 億円、営業利益 150 億円超目標
- ・ 株価は 18/12 期 DO 予想 EPS200 円に対し、機械平均 PER16 倍の 3200 円目標

18/12Q1 は 93.6%増収、70.9%営業増益と M&A 効果もフル寄与し大幅収益上伸

18/12Q1 業績は売上高 194.90 億円 (93.6%増)、営業利益 29.14 億円 (70.9%増)、税前利益 25.23 億円 (85.7%増)、税引利益 18.36 億円 (79.1%増) と、米 NN 社からの PBC (Precision Bearing Components) 事業の M&A 効果がフルに寄与し、大幅増収増益となった。但し、PBC を除くでも、売上高 108.56 億円 (7.9%増)、営業利益 19.89 億円 (16.7%増)、M&A 等一時費用控除前営業利益 20.09 億円 (8.7%増) となり、既存事業も増収増益を達成した。なお PBC の寄与は売上高 86.34 億円、営業利益 9.25 億円である。

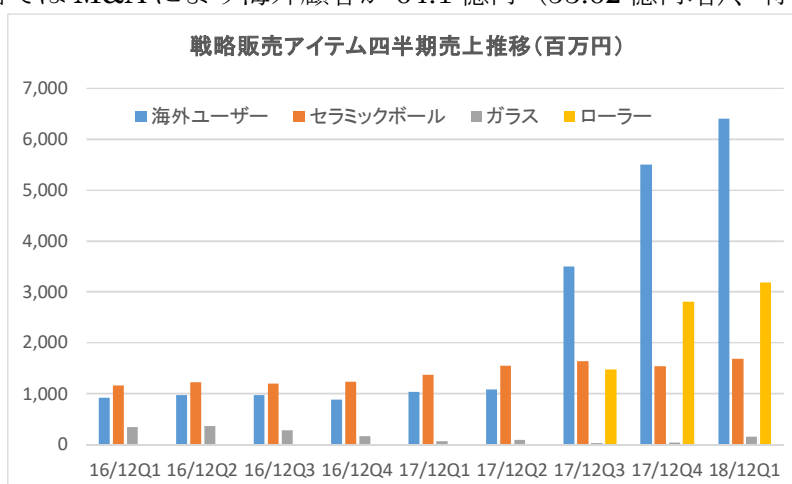


セグメント別ではプレジジョン・コンポーネント事業が売上高 180.61 億円 (2.08 倍)、除 PBC では 94.27 億円 (8.5%増)、営業利益 26.72 億円 (79.2%増)、除 PBC では 17.47 億円 (13.4%増) となっている。地域別では日本



が 8.2%増収、北米 2.5 倍 (除 PBC7.5%増)、欧州 4.5 倍 (同 18.9%増)、アジア 32.6%増 (同 2.0%増) と世界的な需要拡大から全地域で増収を確保、利益面でも各地域増益となった模様。販売戦略では M&A により海外顧客が 64.1 億円 (53.62 億円増)、特に

同社の最大ユーザーが従来の NTN から世界最大の軸受メーカーである SKF (第 2 位は NTN、第 3 位ジェフラ、第 4 位ジェイテクト、第 5 位ティムケン) に変化した。アジア市場開拓も 34.57 億円 (9.55 億円増) 等、買



収効果がフルに寄与、また戦略商品のセラミックボールも 16.88 億円 (23.7%増)、M&A でローラー部門が新規に加わり新領域分野も 33.44 億円 (32.76 億円増) と伸長した。

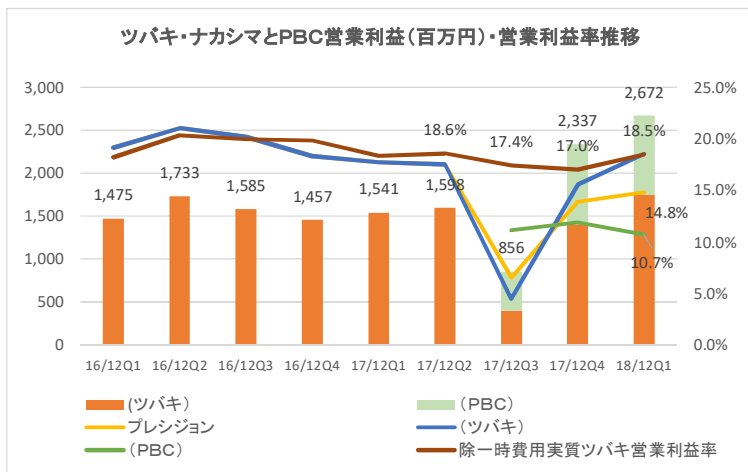
リニアビジネスは売上高 13.36 億円 (4.3%増)、営業利益 1.57 億円 (98.7%増) と、中小型ボールねじ活況の波に乗れていない状況から、ようやく大型工作機械、大型射出成形機需要の拡大から同社の大型ボールネジ需要が増え、大幅な収益改善となった。

**18/12 期は M&A 効果から 40.9%増収、64.6%営業増益予想もシナジー効果で上振れへ**

18/12 期会社予想は売上高 750 億円 (40.9%増)、営業利益 115 億円 (64.6%増)、税前利益 106 億円 (76.9%増)、税引利益 77.9 億円 (2.5 倍) 予想と、M&A 効果がフル寄与する見通しになっている。Q1 について進捗率がほぼ会社計画通りに推移しており、上期売上 379 億円 (83.5%増)、営業利益 57.8 億円 (67.1%増) は計画並みの達成が見

込まれる。但し、下期については上期比 2.1%減収、1.0%営業減益となっており、会社側ではシナジー効果を織り込んでいないと表明、また鋼材値上がり分の価格転嫁も実行できる見通しにある。現状、

貿易摩擦激化による需要減退リスクはあるものの、すでに一部ローラービジネスの引合いもあるとのことで、シナジー効果や戦略製品の伸びを考慮すると、下期収益の増額が見込まれる。実際、ツバキ・ナカシマの営業利益率は M&A による一時費用を控除すると非常

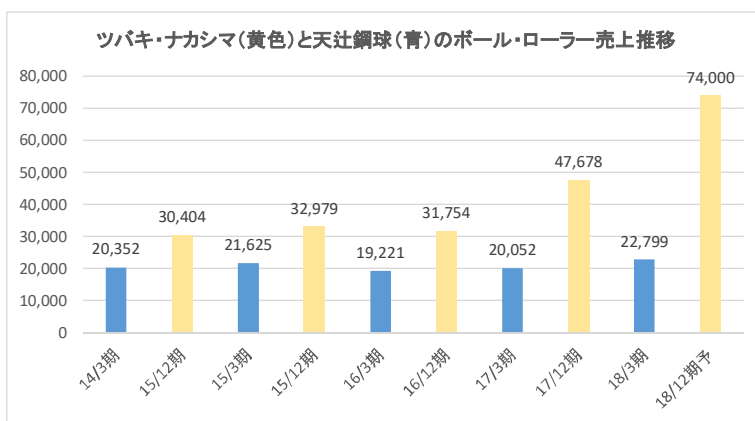


に安定しており、PBC についても合併に伴う諸経費を考慮すると Q1 で表面的に 10.4%ではあるものの、実質的には 15.3%程度稼いでいるとのことで、下期には諸経費負担も軽減することも利益に寄与しよう。また同社は M&A によりグローバル地産地消モデルの展開が可能であり、中長期的には同社の優位性がさらに高まろう。

### 前中計 19/12 期前倒し達成、新中計 20/12 期売上高 850 億円営業利益 150 億円超目標

同社は米 NN 社からの精密ベアリングコンポーネント部門の買収により、精密ボールの販売額が 18/12 期には 700 億円を突破、業界第 2 位の天辻鋼球の 220 億円 (18/3 期実績) を大きく引き離すこととなる。外販する精密ボール製造企業では従来、ツバキ・ナカシマ 30%弱、天辻鋼球 (NSK 子会社)、米 NN 社 (SKF からスピニアウト) が

25%、あとは JBRI (インド)、NHB (中国) 程度であった。また国内だけでは同社シェア 50% (NSK 除くと 70%シェア)、天辻 40~45%を有していた。しかし今回の買収により、同社は世界シェアでも 50%超を握ることとなる。しかも



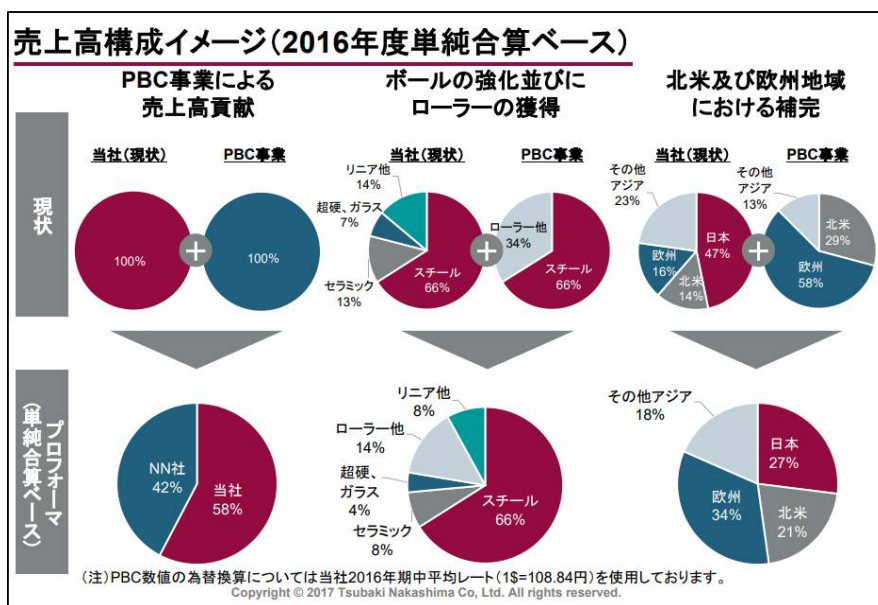
同業界は自動車向けなどで省エネ、除振動、静音などの要求、さらには EV 化や高回転などでセラミックなどの非鋼球材のニーズも増え、より真円度の高い鋼球、耐摩耗など、技術的難易度が高くなっており、同社の優位性が高まる方向にある。また世界的に供給基地を持つことも他社との差別化として大きな強みとなる。今回、軸受ローラのノウハ

ウを獲得したことで、ローラの大半を内製している軸受メーカーに対し、低コストで精密な軸受ローラ外販が可能となる。ローラ市場は年間 2000 億円程度と推定されるが、外販メーカーで精度要求に叶う外販メーカーが少なかったこともあり内製率が 80～85%で、外販が 20～15%規模に止まっており、ボール市場が年間 1500 億円程度で内製 30%、外販 70%と大きく構図が異なっている。NN 社は SKF からのスピニアウト企業であり、技術力が高くローラービジネスとして 100 億円強の規模を有し、外販世界シェアは 40%弱程度とみられるが、今後、能力増強により 1700 億円の内製市場をターゲットとし、まずは自動車エンジン回りのテーパーロールでの拡販を進め、3 年で 100 億円規模を目指す。同社は NSK を除き (NSK が資本参加している石川県の東振精機がローラ外販、17/3 期の全体売上高 94 億円、HP では品種により国内 70%シェア、海外シェア 10%としているが NSK 向けが多いと推測される)、世界の主要軸受メーカーをユーザーとして獲得している利点を生かし、すでに日系軸受メーカーの輸出向けにローラの引合いも来ているとのことで、早期にロールでのシナジー効果が期待される。



同社は 2016 年に 19/12 期を睨み中期計画として 19/12 期に売上高 500 億円以上、営業利益 100 億円以上、超長期目標として 26/12 期に売上高 1000 億円以上を目標として掲げていた。しかし今回の M&A と世界景気拡大などで 19/12 期中計目標を大きく凌駕することとなり、18 年 6 月に新たな中計を策定、20/12 期に売上高 850 億円以上、営業利益 150 億円以上を目指すこととした。

現状、19/12 期は M&A のシナジー効果が本格的に寄与する見通しで、ボールについて新規顧客



の拡大が見込まれ、さらにローラの外販が本格化、また EV (テスラ向けモーター用等) やターボチャージャー、メンテナンスフリーが求められる海上風力発電向けなどにセラミックボールの拡大も期待される。加えてガラスボールは 5G 伝送向けに拡大が見込

めるなど、全体として順調な売上拡大が続こう。また利益面では M&A に伴う一時費用負担がなくなり、PBC 部門の収益性も向上が見込まれ、全体として増収率を上回る利益増が期待される。

### 株価は 18/12 期 DO 予想 EPS200 円に対し機械平均 PER16 倍 3200 円

株価は 2/27 の高値 3240 円から継続的に下がり 4/18 に 2483 円まで下落したあと 5/15 の好決算発表で 5/18 には 2960 円まで戻した。しかしその後は米中貿易摩擦なども影響し 7/5 に 2455 円の年初来安値更新となり、現在会社予想 EPS195.88 円に対し PER13.4 倍は機械平均 PER16 倍に対し割安感がある。今期最高益更新銘柄であり、収益性も高く来期は M&A シナジー効果が本格化し連続最高益更新が見込まれる。このため 18/12 期 DO 予想 200 円に対し機械平均 PER16 倍の 3200 円を当面の目標としてアウトパフォームとする。中期的には 19/12 期中計 20/12 期に近づく収益見通しから、19/12 期 DO 予想 EPS244 円に対し PER16 倍の 3900 円を中期目標としたい。

ツバキ・ナカシマ(6464)										
	(百万円、円)									
	売上高	増減率	営業利益	増減率	税前利益	増減率	税引利益	増減率	EPS	配当
16/12期	36,886	-5.9%	6,922	-2.6%	6,409	0.8%	4,632	3.4%	116.460	63.00
17/12Q1	10,065	12.6%	1,705	4.8%	1,359	7.5%	1,025	6.5%	25.97	0.00
17/12Q2	10,588	11.6%	1,754	-9.1%	1,735	24.4%	1,251	19.0%	31.62	31.00
17/12Q3	14,338	57.5%	956	-45.1%	708	-52.9%	178	-82.9%	4.44	0.00
17/12Q4	18,253	95.2%	2,569	58.3%	2,190	-2.6%	722	-54.2%	18.15	33.00
17/12H1	20,653	12.1%	3,460	-2.7%	3,094	16.4%	2,276	13.0%	57.59	31.00
17/12H2	32,591	76.6%	3,525	4.8%	2,898	-22.7%	900	-65.6%	22.59	33.00
<b>17/12期</b>	<b>53,244</b>	<b>44.3%</b>	<b>6,985</b>	<b>0.9%</b>	<b>5,992</b>	<b>-6.5%</b>	<b>3,176</b>	<b>-31.4%</b>	<b>80.18</b>	<b>64.00</b>
18/12Q1	19,490	93.6%	2,914	70.9%	2,523	85.7%	1,836	79.1%	46.12	0.00
18/12Q2会予(5/15)	18,410	-10.9%	2,866	-17.2%	2,797	-9.6%	2,084	-15.3%	52.45	39.00
<b>18/12H1会予</b>	<b>37,900</b>	<b>83.5%</b>	<b>5,780</b>	<b>67.1%</b>	<b>5,320</b>	<b>72.0%</b>	<b>3,920</b>	<b>72.2%</b>	<b>98.57</b>	<b>39.00</b>
<b>18/12H2会予</b>	<b>37,100</b>	<b>-30.3%</b>	<b>5,720</b>	<b>-18.1%</b>	<b>5,280</b>	<b>-11.9%</b>	<b>3,870</b>	<b>21.9%</b>	<b>97.31</b>	<b>40.00</b>
<b>18/12期会予</b>	<b>75,000</b>	<b>40.9%</b>	<b>11,500</b>	<b>64.6%</b>	<b>10,600</b>	<b>76.9%</b>	<b>7,790</b>	<b>145.3%</b>	<b>195.88</b>	<b>79.00</b>
20/12期中計会予	85,000		15,000							
18/12H1DO予	37,900	83.5%	5,780	70.9%	5,320	85.7%	3,920	79.1%	98.57	39.00
18/12H2DO予	31,200	10.6%	4,500	15.4%	4,700	14.6%	3,200	-16.9%	127.90	41.00
<b>18/12期DO予</b>	<b>76,000</b>	<b>42.7%</b>	<b>11,700</b>	<b>67.5%</b>	<b>10,800</b>	<b>80.2%</b>	<b>7,940</b>	<b>150.0%</b>	<b>199.65</b>	<b>80.00</b>
19/12期DO予	82,000	7.9%	14,100	20.5%	13,200	22.2%	9,700	22.2%	243.91	98.00
20/12期DO予	87,500	6.7%	15,300	8.5%	14,400	9.1%	10,500	8.2%	264.02	105.00

年度	15/12期	16/12期	17/12期	18/12期 会予	18/12期D 〇予	19/12期D 〇予	20/12期 中計	20/12期D 〇予
売上高	39,178	36,886	53,244	75,000	76,000	82,000	85,000	87,500
売上原価	28,094	26,510	39,814	0	0			0
売上総利益	11,084	10,376	13,430	0	0			0
販管費	3,620	3,599	6,511	0	0			0
その他収益	115	164	120	0	0			0
その他の費用	469	19	54	0	0			0
営業利益	7,110	6,922	6,985	11,500	11,700	14,100	15,000	15,300
税引前当期利益	6,361	6,409	5,992	10,600	10,800	13,200		14,400
当期利益	4,478	4,632	3,176	7,790	7,940	9,700		10,500
セグメント売上情報年度	15/12期	16/12期	17/12期	18/12期 会予	18/12期D 〇予	19/12期D 〇予	20/12期 中計	20/12期D 〇予
プレジジョン	32,979	31,754	47,678	69,200	70,200	75,700		81,000
(ツバキ)			35,785	36,500	37,500	39,700		42,000
(PBC)			11,893	32,700	32,700	36,000		39,000
リニア	5,824	4,759	5,193	5,427	5,427	5,927		6,227
その他 (戦略製品)	375	373	373	373	373	373		373
セラミックボール	5,137	4,791	6,083	6,600	6,800	7,600		8,500
ガラス		1,138	221	800	800	1,200		1,500
ローラー			4,271	11,200	11,200	13,700		16,200
合計	39,178	36,886	53,244	75,000	76,000	82,000	85,000	87,500
セグメント営業利益	15/12期	16/12期	17/12期	18/12期 会予	18/12期D 〇予	19/12期D 〇予	20/12期 中計	20/12期D 〇予
プレジジョン	6,549	6,250	6,332	10,600	10,800	13,100		14,250
(ツバキ)				7,100	7,300	7,750		8,200
(PBC)				3,500	3,500	5,350		6,050
リニア	651	325	323	560	560	660		710
その他	366	347	340	340	340	340		340
合計	7,566	6,922	6,995	11,500	11,700	14,100	15,000	15,300
調整額	-456	0	0	0	0			0
営業利益	7,110	6,922	6,995	11,500	11,700	14,100	15,000	15,300
年度	15/12期	16/12期	17/12期	18/12期 会予	18/12期D 〇予	19/12期D 〇予	20/12期 中計	20/12期D 〇予
売上高	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%		100.0%	100.0%
営業利益	18.1%	18.8%	13.1%	15.3%	15.4%		17.6%	17.5%
税引前当期利益	16.2%	17.4%	11.3%	14.1%	14.2%			16.5%
当期利益	11.4%	12.6%	6.0%	10.4%	10.4%			12.0%
セグメント営業利益率	15/12期	16/12期	17/12期	18/12期 会予	18/12期D 〇予	19/12期D 〇予	20/12期 中計	20/12期D 〇予
プレジジョン	19.9%	19.7%	13.3%		15.4%	17.3%		17.6%
リニア	11.2%	6.8%	6.2%		10.3%	11.1%		11.4%
その他	97.6%	93.0%	91.2%		91.2%	91.2%		91.2%
合計	19.3%	18.8%	13.1%	15.3%	15.4%	17.2%	17.6%	17.5%
調整額	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
営業利益	18.1%	18.8%	13.1%	15.3%	15.4%	17.2%	17.6%	17.5%

TSUBAKI NAKASHIMA CO.,LTD.

2018/7/13

