

## 不二越 (6474) アウトパフォーム

材料事業を持つ機械メーカーの強みを生かし油圧機器、産業用ロボットで新たな成長期

株価 584 円 (3/24) 時価総額 1455 億円 (3/24) 発行済株 249193 千株 (3/24)

PER (17/11DO 予想 15.2X) PBR (1.47X) 配当 (17/11) 10.00 円 配当利回り 1.72%

### 要約

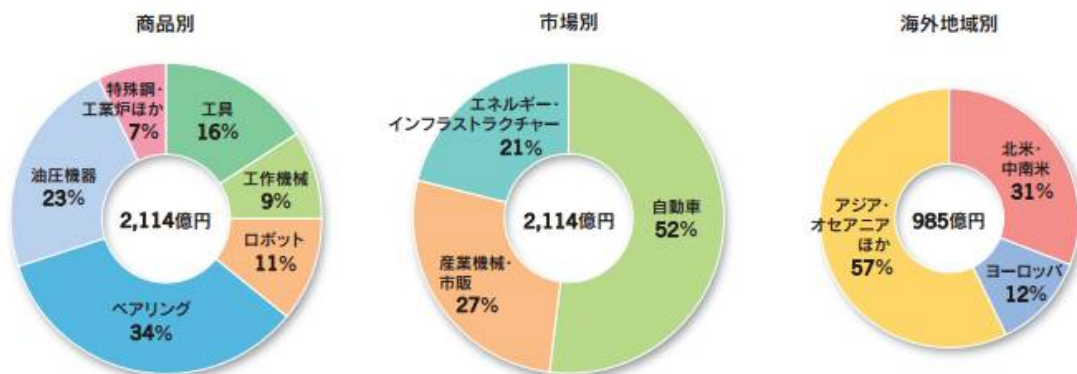
- ・材料事業を併せ持つユニークな総合機械メーカー
- ・16/11 期は円高から 3.2%減収、41.2%営業減益も、成長分野に積極投資実行
- ・17/11 期は建機用油圧、産業用ロボット増産が本格化し 8.8%増収、43.6%営業増益予想
- ・産業用ロボットは従来の自動車向けスポット溶接など中心から産業機械分野に急拡大
- ・油圧機器は素材から一貫生産の強みで油圧ショベル、自動車変速機向け中心に拡大続く
- ・株価は 17/11 期 DO 予想 EPS38.2 円に対し機械平均 PER19.5 倍の 745 円目標

### 材料事業を併せ持つユニークな総合機械メーカー

1928 年 12 月、創業者の井村荒喜氏が富山市で工具メーカーとして不二越鋼材工業を創業。その 10 年後には東富山製鋼所を操業開始し、材料から製品までの一貫生産体制を確立、翌年にはベアリング、工作機械製造も手掛ける。戦後、1958 年には油圧分野にも参入、1969 年には油圧式で産業用ロボットにも参入、材料から手掛けるほかにあまりないユニークな総合機械メーカーとして成長してきた。16/11 期の売上高は 2114 億円で、工具、工作機械、ロボットからなる機械工具部門が 752 億円（構成比 36%）、ベアリング、油圧などの部品部門が 1222 億円（構成比 58%）、特殊鋼、工業炉などその他部門が 139 億円（構成比 7%）となっている。

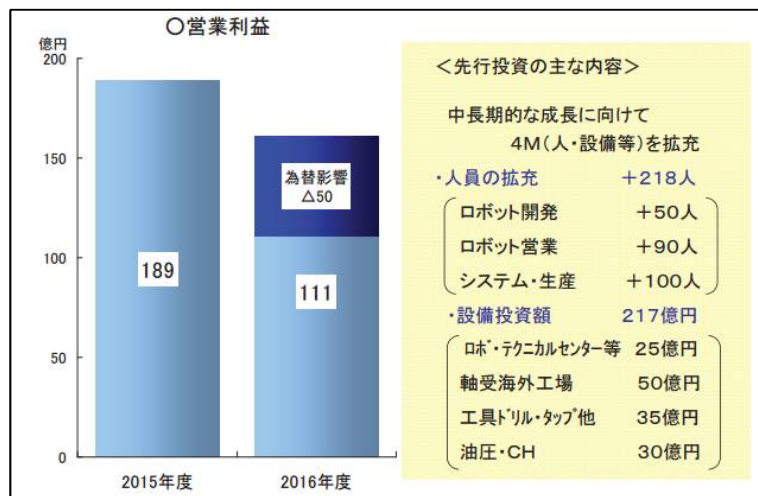
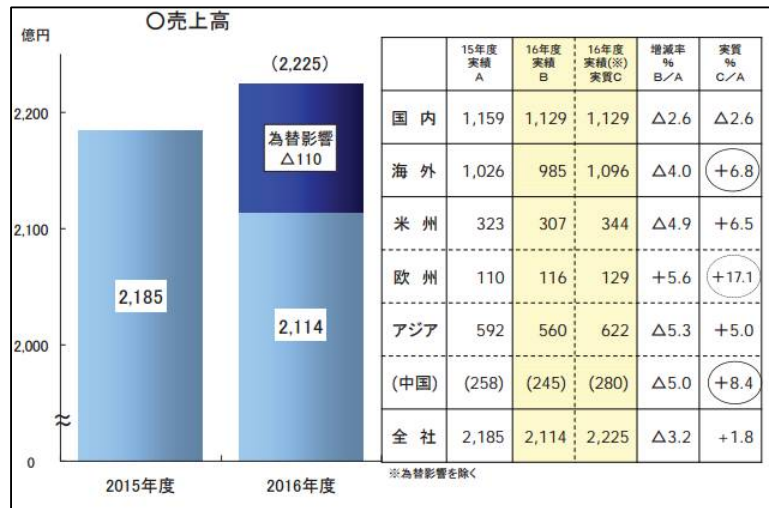
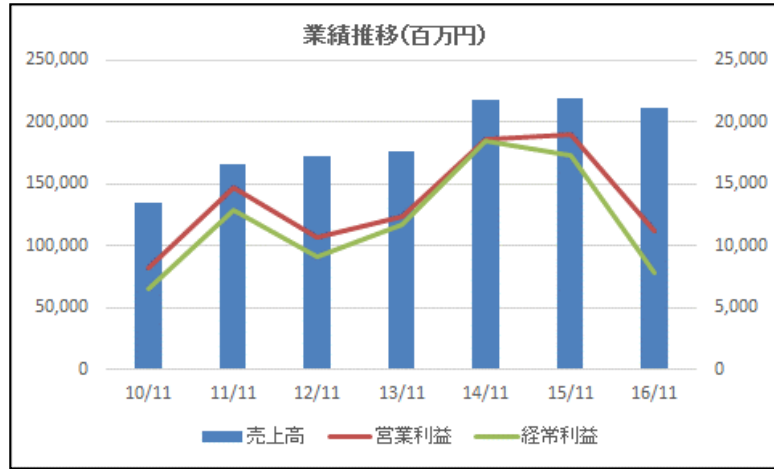
### 16/11 期は円高から 3.2%減収、41.2%営業減益も、成長分野に積極投資実行

#### 売上高の構成

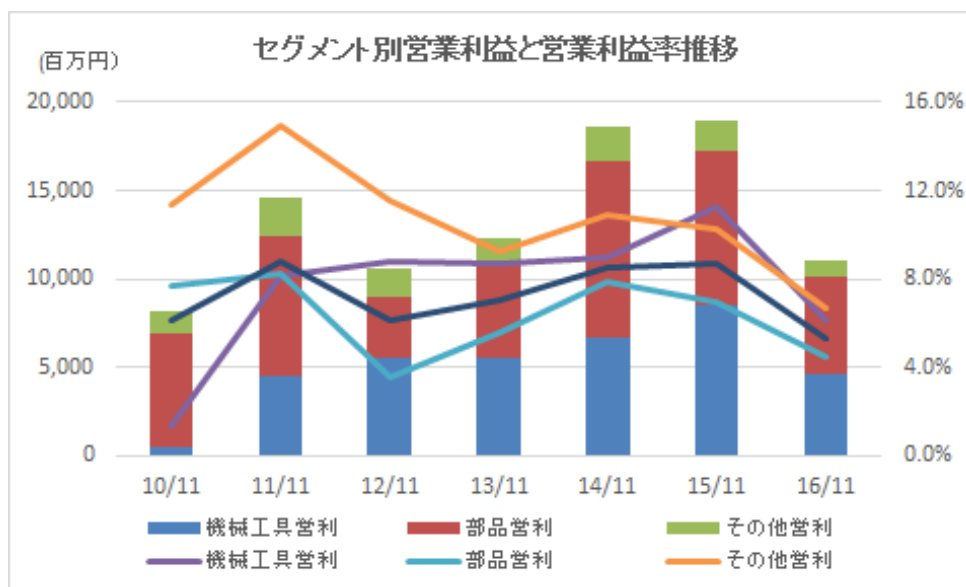
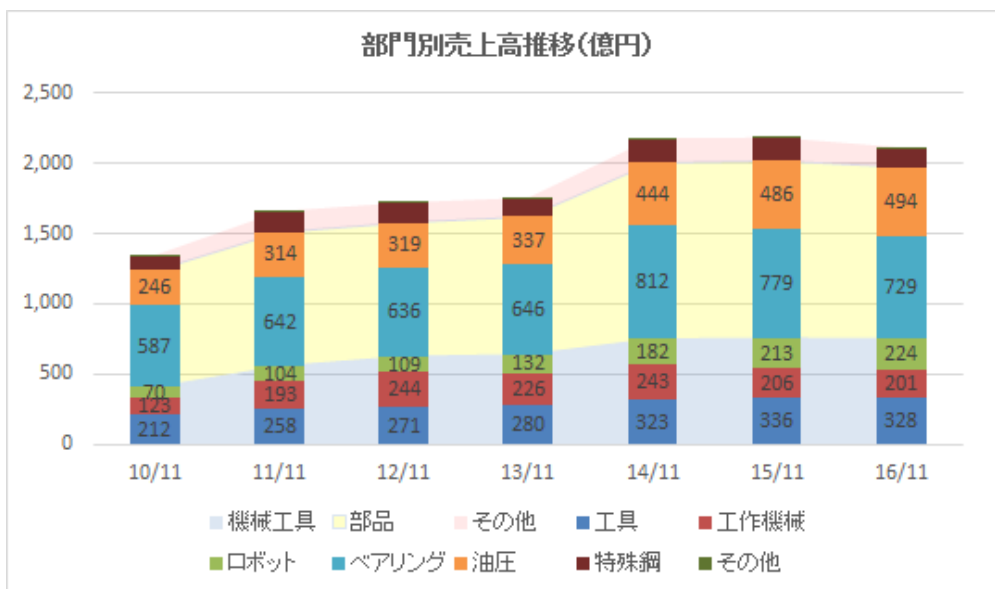


16/11 期は売上高 2114 億円（3.2%減）、営業利益 111 億円（41.2%減）、経常利益 77 億

円（55.2%減）、税引利益 39 億円（66.1%減）と円高の影響を受け、大幅減益を余儀なくされた。具体的にはドルで 11 円、ユーロで 14 円の円高となり、売上高では 110 億円、営業利益で 50 億円の影響を受けた。売上面では実質 1.8%増収であり、事業環境としては決して悪い状況ではなかったが、営業利益段階では為替影響を除いても 14.8%減益（189 億円→161 億円）に。この要因の大半は中長期的な成長に向けての先行投資であり、実質的に為替影響を除くと収益性は確保できていたと判断される。具体的には人件費が 7.5 億円、減価償却費 7 億円（129 億円→137 億円）、研究開発費 6 億円（43 億円→49 億円）、都合 20.5 億円の負担増となっている。



事業セグメント別では機械工具売上高が 0.3%減の 752 億円、ロボットが 5.3%増の 224 億円も、工具、工作機械が減少し、全体で減収となっているが、工具は為替影響を除くと増収を確保している。次に部品売上高は 3.3%減の 1222 億円、油圧が好調で 1.7%増の 494 億円、ベアリングが減収も為替影響を除くと実質増収を確保している。なお、その他部門売上高は 15.8%減の 139 億円と低迷した。



**17/11 期は建機用油圧、産業用ロボット増産が本格化し 8.8%増収、43.6%営業増益予想**

17/11 期会社予想は売上高 2300 億円 (8.8%増)、営業利益 160 億円 (43.6%増)、経常利益 140 億円 (80.3%増)、税引利益 90 億円 (2.3 倍) となっている。為替前提を 1\$ = 110 円、1€ = 120 円とし、増収効果とコストダウン、先行投資の刈り取り本格化などから増益率が高まるとした。特に、ロボットや油圧、メキシコでの新工場稼働などの寄与が本格化する

下期は前年同期比 12.5%増収、営業 91.5%増益、経常 2.3 倍を見込む。

地域別では海外が 13.7%増、事業別ではロボットの 300 億円 (33.9%増) の寄与を大きく見込み、機械工具部門が 11%増の 835 億円、部品部門もベアリング、油圧とも 8%強の伸びで 1325 億円 (8.4%増) を見込む。

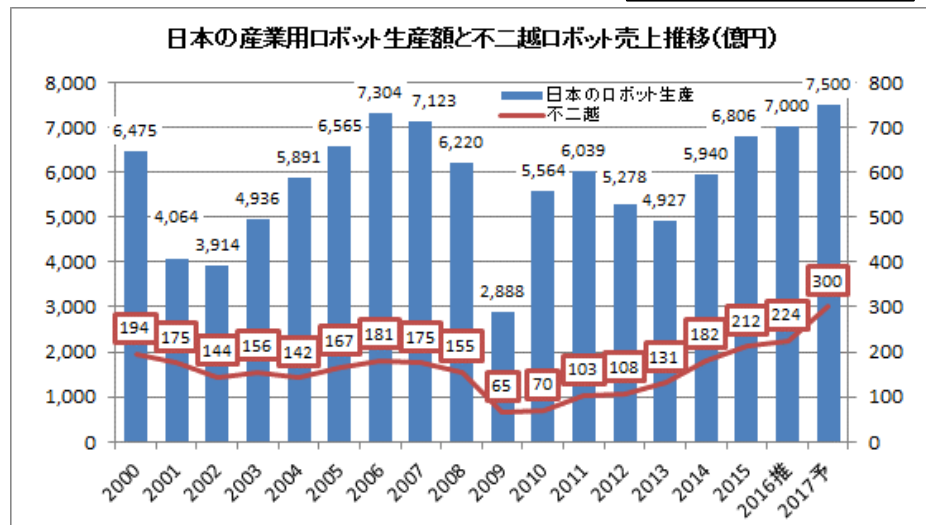
現在 1Q の受注で見るとロボット受注が活況、油圧機器も 2 ケタ増となっており、全体では前年同期比 11%増と好調に推移、1Q 受注がすぐに売り上げに反映されないものの、最大需要先の自動車産業では世界的に販売が好調に推移しており、上期収益の上振れが期待される。なお 1Q 決算は 4/4 発表を予定している。

### 産業用ロボットは従来の自動車向けスポット溶接など中心から産業機械分野に急拡大

同社の産業用ロボットへの参入は業界でも早く、1958 年に油圧式で参入、1979 年には世界初の電動制御の多関節溶接ロボットを開発、従来は自動車産業向けスポット溶接ロボットを主体に事業展開してきた。そのため、主たる競合企業は川崎重工業、安川電機、ファナックなどであった。2000 年以降の売上推移は低調で、2009 年には 65 億円のボトムをつける。事業の変化点は 2010 年、同年に中国ロボットビジネスセンターを開設、またパ



レタイジングロボットを投入するなど、グローバル展開、非溶接ロボットの拡大が本格化したことが大きい。特に 2013 年 9 月に世界最速・軽量のコンパクト垂直多関節ロ



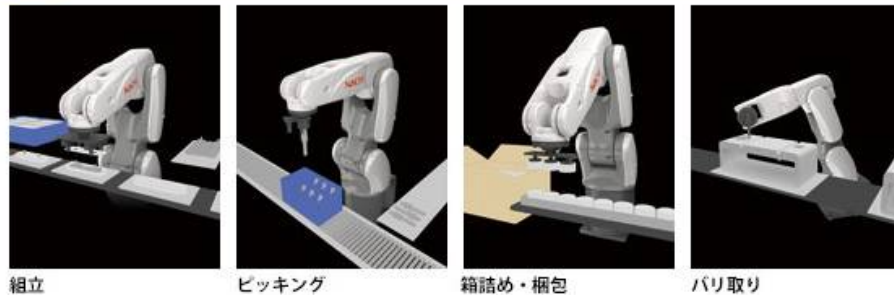
ット「MZ07」を発売、得意とする自動車業界に加え、産業機械業界向け、さらには電機・電子、食品、化学産業向けにも売上が拡大、16/11 期は 224 億円の売上高のうち 43%を産業機械分野で占め、競合メーカーも三菱電機やデンソーウェーブなどに変わってきている。

現在、小型ロボットのラインナップをさらに小型化「MZ04」で充実、2016 年 7 月には同社初の水平多関節 (スカラ) 型ロボット



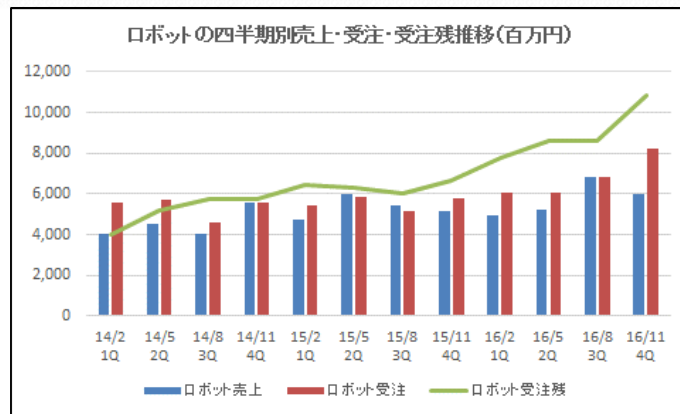
「EZ03」を投入、電機・電子産業向けにMZシリーズと組み合わせ、ライン全体の自動化を目指すユーザー

適用例



向けなどに拡販する。17/12期ロボット売上高は33.9%増の300億円を目指す。MZシリーズは全体の70%を占めフル生産が続いており、さらなる売上増が見込まれる。

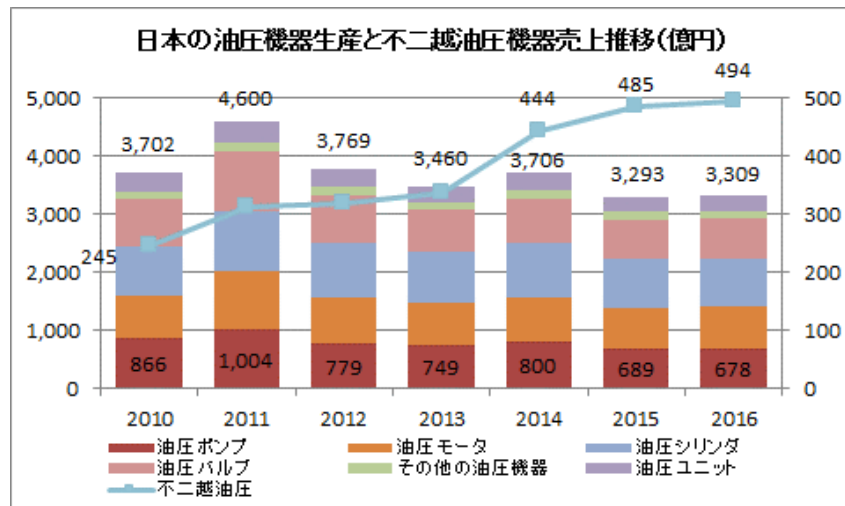
なお、ロボット関連では、ロボットの変減速機向けに極肉薄軸受が高シェアを有するなど、世界のロボット産業の拡大のロボット売上だけでなく同社の他部門へのインパクトも大きい。



同社は2011年に策定した長期ビジョンで2020年の業績目標として売上高4000億円、営業利益600億円を設定、この中でロボット事業を核にした総合機械メーカーへ変貌してゆくことを表明、ロボットで1600億円程度の売上を目指す計画。現状、年率30%以上の成長が見込めるが、達成にはM&Aなどが必要とみられる。但し、ロボット事業が来期に本格的な収益部門として寄与するとみられるだけに、長期ビジョンに届かないとしても同社の企業評価に大きなプラスとなろう。

油圧機器は素材から一貫生産の強みで油圧ショベル、自動車変速機向け中心に拡大続く

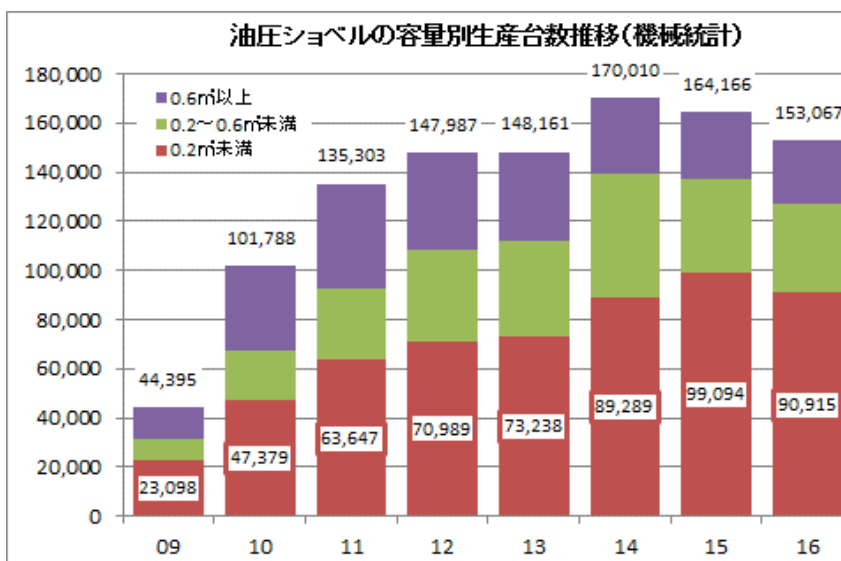
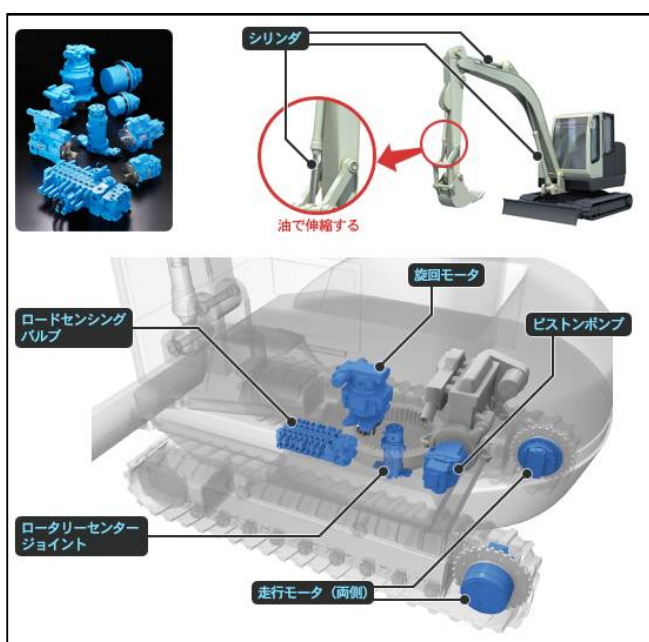
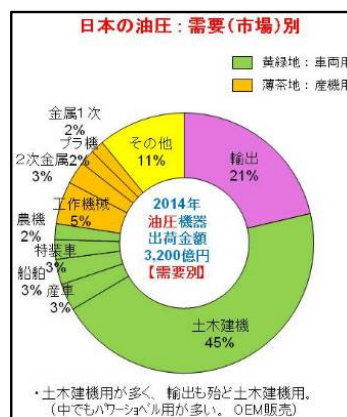
同社の油圧機器は1958年より社内工作機械向けの動力源の内製化として参入、その後外販も始め、長い歴史を持つ。日本の油圧機器生産は2011年以降低迷を続け、2016年は2011年比28%減の





状況にある。このような中で社は 10/11 期の 245 億円から売上高が倍増、16/11 期は 494 億円を記録、シェアが急速に高まっている。現在、同部門のユーザー別では建設機械を中心とするエネルギーインフラ分野が 39%、次いで産業機械分野が 32%、自動車分野が 28%となっており、特徴的なのが工業会の需要先別と比較して自動車分野、産業機械分野が高いことである。

売上拡大の原動力となっているのは 6 t 未満クラスの小型油圧ショベル向け油圧機器である。同社はこの分野では後発メーカーであるが、自社で素材開発からベアリング供給まですべて一貫生産できる強みを生かした。特に素材の強度を強め、特に走行用油圧モーターでは油圧内部のベアリングの軸受ガイドを一体化し、同業他社と比較し同一サイズで出力を高め、高効率化することに成功、建設機械の省エネ基準の強化もあり、需要拡大が続いている。同社は既存メーカーが小型化対応に苦勞する中で成長するミニショベル分野で確固たる地位を確立、現在、9 t タイプまで対応を広げており、採用機種数の拡大を目指している。今後、トランプ政権下で米国の老朽化したインフラ設備の更新投資が高まる見通しであるほか、中国などでは都市化の進展から都市型建機の代表である油圧ショベルの需要がさらに拡大方向にあり、今後も需要



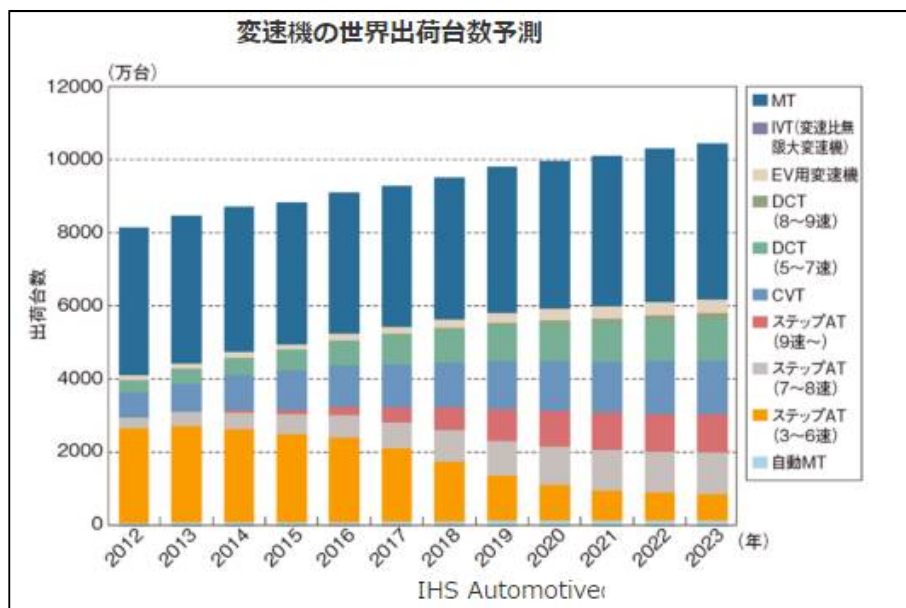
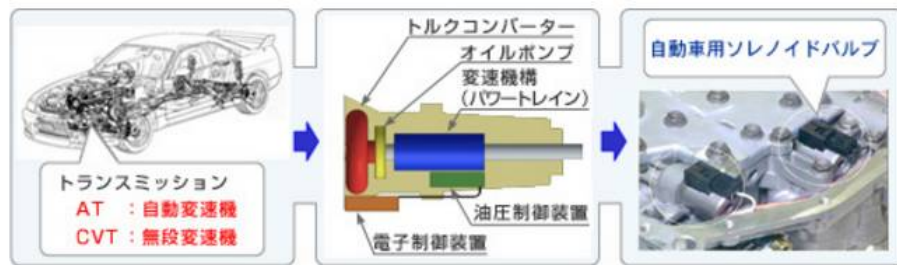
拡大が見込める。

同社の油圧機器のもう一つの主力アイテムが AT（多段式自動変速機）や CTV（無段変速機）など自動車変速用ソレノイドバルブである。変速機の自動化にはセンサーやコンピュータ制御とともに小さな動力源で大きな力を得る油圧技術が使われており、油圧制御を適切に行うことでエンジンの力を走行エネルギーに効率よく伝達することが可能となる。その制御技術を担う重要部品が油圧回路の流れをコンピュータの信号で制御し変更するソレノイドバルブである。同社の強みは素材開発から行うことでソレノイドバルブの小型化、

### 自動車用ソレノイドバルブ



高圧化、低リーク（漏れ）で優れ、主要 AT、CTV メーカーで採用されている。将来的に EV 化やハイブリッド化の流れの中で超長期的にはエンジン自体がなくなり AT や CTV の必要性がなくなる可能性があるものの、現状はエン

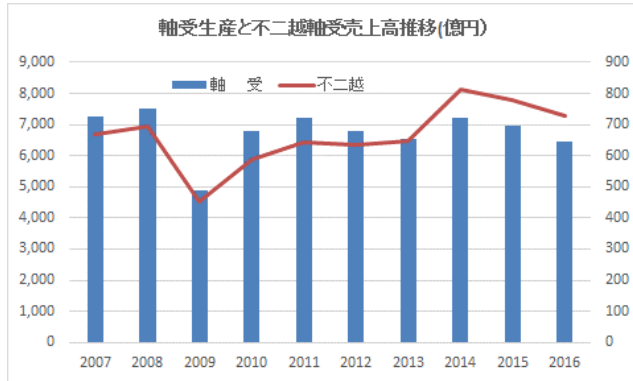


ジンの効率化、低燃費車種への需要拡大から、大型車の「燃費」と「走り」を両立するためのステップ AT の多段化などの動き（多段化）が進んでおり、また日本では CTV のさらなる拡大などで、今後も需要拡大が期待される。

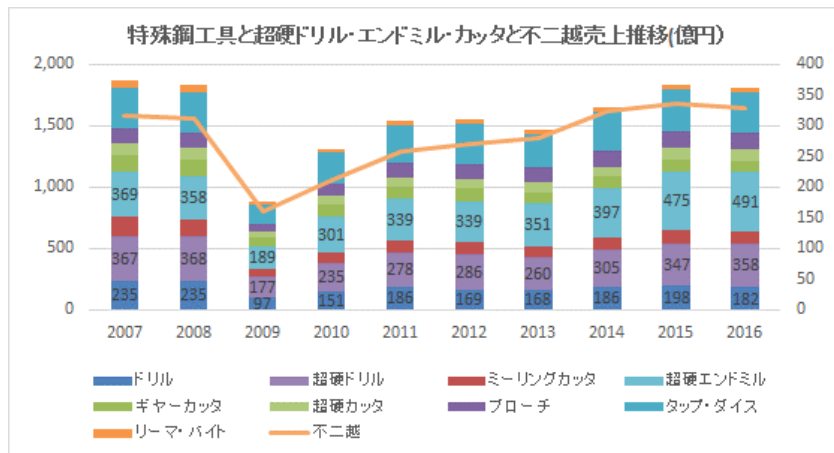
以上のように、同社の油圧機器は素材開発から一貫した生産が可能であることが差別化となっており、当面、上記 2 分野が 2 ケタ成長し、油圧機器事業として今後も着実な収益拡大が期待される。

**18/11 期収益は産業用ロボットの収益寄与本格化に加え、油圧機器などの拡大で収益上伸**

来 18/11 期は、今下期の収益環境を受け継ぐ形で産業用ロボットが本格的に収益寄与する見通しのほか、油圧機器の収益拡大が続こう。さらには軸受もトランスミッション用や等速ジョイント用などが堅調な伸びを示す中で、メキシコ新工場の本格稼働、タイ工場での鍛造からの一貫生産の開始などでコスト削減が見込める。また高い収益力を誇る工具もコーティング品やスカイピング加工などで特殊工具の拡大が見込まれ、工作機械もスカイピング加工機が立ち



上がる見通しで 2 ケタ増収に回帰して来よう。軸受、工具については業界動向と平行な形で推移すると判断、緩やかな回復が見込まれ、全体としてロボットと油圧の成長で収益の一段の拡大が期待される。



**株価は 17/11 期 DO 予想 EPS38.2 円に対し機械平均 PER19.5 倍の 745 円目標**

株価は 17/11 期の業績変化率を評価し、3/9 に 638 円高値を付けたあと、為替が円高に向かったこともあり、上昇一服の状況にある。但し、同業の日本精工が PER21.4 倍、NTN の適正税率換算 PER16.8 倍と比較し割安といえる。現状、Q1 受注が 2 ケタ増と好調に推移、今後 2Q の売上増も見込め、1Q 決算を踏まえ上期増額修正の期待が高まる。また下期には産業用ロボットの収益寄与本格化が見込まれ、来期は通年でロボットの収益寄与が高まる見通し。産業用ロボットの代表的企業として、またインフラ投資増で建機向け油圧機器拡大が見込め、当面、17/11 期 DO 予想 EPS38.2 円に対し、機械平均 PER19.5 倍の 745 円目標。



不二越(6474)		(million yen,yoy%,yen/share)								
	SALES	yoy	OP	yoy	RP	yoy	NI	yoy	EPS	Div.
15/11期	218,535	0.1%	18,945	2.0%	17,316	-6.0%	11,593	16.7%	46.90	10.00
16/11期	211,449	-3.2%	11,139	-41.2%	7,765	-55.2%	3,929	-66.1%	15.83	10.00
17/11上期会予	111,600	5.1%	7,000	8.6%	6,000	37.7%	4,000	47.8%	16.09	0.00
17/11下期会予	118,400	12.5%	9,000	91.7%	8,000	134.8%	5,000	308.5%	20.12	10.00
17/11期会予	230,000	8.8%	16,000	43.6%	14,000	80.3%	9,000	129.0%	36.21	10.00
17/11上期DO予	113,800	7.2%	7,400	14.8%	6,400	46.9%	4,200	55.3%	16.89	0.00
17/11下期DO予	121,700	15.6%	9,400	100.3%	8,400	146.6%	5,300	333.0%	21.32	10.00
17/11期DO予	235,500	11.4%	16,800	50.8%	14,800	90.6%	9,500	141.8%	38.22	10.00
18/11期DO予	261,000	10.8%	20,300	20.8%	18,300	23.6%	11,900	25.3%	47.88	14.00

半期	15/11 1H	15/11 2H	16/11 1H	16/11 2H	17/11 1H会予	17/11 2H会予	17/11 1HADDO予	17/11 2HDO予	17/11 DO予	18/11 DO予
売上高	107,357	111,178	106,201	105,248	111,600	118,400	113,800	121,700	235,500	261,000
営業利益	9,683	9,262	6,445	4,694	7,000	9,000	7,400	9,400	16,800	20,300
経常利益	9,010	8,306	4,358	3,407	6,000	8,000	6,400	8,400	14,800	18,300
親会社株主帰属純利益	5,700	5,893	2,705	1,224	4,000	5,000	4,200	5,300	9,500	11,900
半期セグメント	15/11 1H	15/11 2H	16/11 1H	16/11 2H	17/11 1H会予	17/11 2H会予	17/11 1HADDO予	17/11 2HDO予	17/11 DO予	18/11 DO予
工具	16,604	17,018	16,544	16,220	17,000	18,000	17,200	18,000	35,200	37,200
工作機械	8,702	11,897	11,448	8,621	9,000	9,500	9,500	10,300	19,800	23,500
ロボット	10,719	10,555	10,153	12,251	14,000	16,000	14,500	17,000	31,500	43,000
機械工具	36,026	39,472	38,146	37,093	40,000	43,500	41,200	45,300	86,500	103,700
ベアリング	38,849	39,056	36,741	36,117	39,000	40,000	39,000	40,500	79,500	82,000
油圧	23,792	24,780	24,233	25,189	26,000	27,500	27,000	28,500	55,500	61,000
部品	62,844	63,836	60,975	61,287	65,000	67,500	66,000	69,000	135,000	143,000
特殊鋼	8,136	7,347	6,517	6,263	6,100	6,900	6,100	6,900	13,000	13,300
その他	547	524	562	604	500	500	500	500	1,000	1,000
その他	8,686	7,871	7,080	6,868	6,600	7,400	6,600	7,400	14,000	14,300
合計	107,357	111,178	106,201	105,248	111,600	118,400	113,800	121,700	235,500	261,000
機械工具営業	3,977	4,535	2,807	1,822	3,000	4,000	3,150	4,300	7,450	9,800
部品営業	4,752	4,003	3,113	2,422	3,500	4,500	3,750	4,600	8,350	9,500
その他営業	964	738	496	442	500	500	500	500	1,000	1,000
調整額	-11	-12	27	8	0	0	0	0	0	0
営業合計	9,683	9,262	6,445	4,694	7,000	9,000	7,400	9,400	16,800	20,300

半期売上高比	15/11 1H	15/11 2H	16/11 1H	16/11 2H	17/11 1H会予	17/11 2H会予	17/11 1HADDO予	17/11 2HDO予
売上高	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
営業利益	9.0%	8.3%	6.1%	4.5%	6.3%	7.6%	6.5%	7.7%
経常利益	8.4%	7.5%	4.1%	3.2%	5.4%	6.8%	5.6%	6.9%
親会社株主帰属純利益	5.3%	5.3%	2.5%	1.2%	3.6%	4.2%	3.7%	4.4%
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
半期セグメント構成比	15/11 1H	15/11 2H	16/11 1H	16/11 2H	17/11 1H会予	17/11 2H会予	17/11 1HADDO予	17/11 2HDO予
工具	15.5%	15.3%	15.6%	15.4%	15.2%	15.2%	15.1%	14.8%
工作機械	8.1%	10.7%	10.8%	8.2%	8.1%	8.0%	8.3%	8.5%
ロボット	10.0%	9.5%	9.6%	11.6%	12.5%	13.5%	12.7%	14.0%
機械工具	33.6%	35.5%	35.9%	35.2%	35.8%	36.7%	36.2%	37.2%
ベアリング	36.2%	35.1%	34.6%	34.3%	34.9%	33.8%	34.3%	33.3%
油圧	22.2%	22.3%	22.8%	23.9%	23.3%	23.2%	23.7%	23.4%
部品	58.4%	57.4%	57.4%	58.2%	58.2%	57.0%	58.0%	56.7%
特殊鋼	7.6%	6.6%	6.1%	6.0%	5.5%	5.8%	5.4%	5.7%
その他	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
その他	8.1%	7.1%	6.7%	6.5%	5.9%	6.3%	5.8%	6.1%

NACHI-FUJIKOSHI CORP.

2017/3/23

