

ヤマシンフィルタ (6240) 20/3 上期決算、 気になる銘柄 ややポジティブ

21/3 上期はコロナ影響で赤字転落もマスクで増額、総合フィルタメーカーへ脱皮加速

株価 1100 円 (12/14) 時価総額 785 億円 発行済株 7135 千株

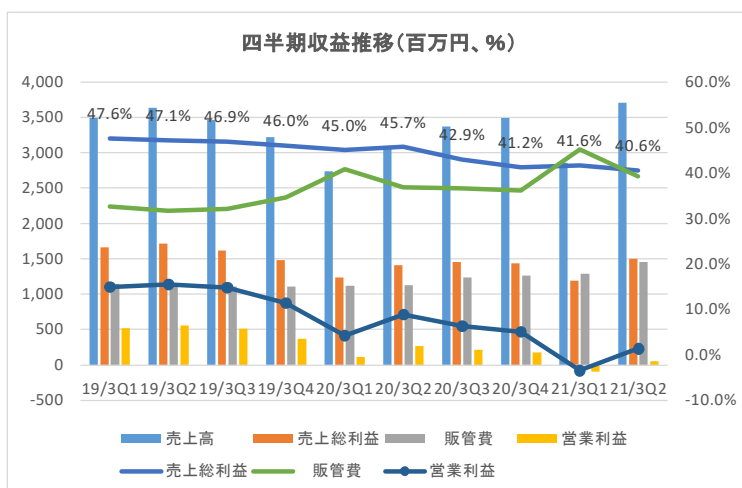
PER (DO 予 : 64.1X) PBR (04.26X) 配当 (予) 6 円 配当利回り : 0.55%

要約

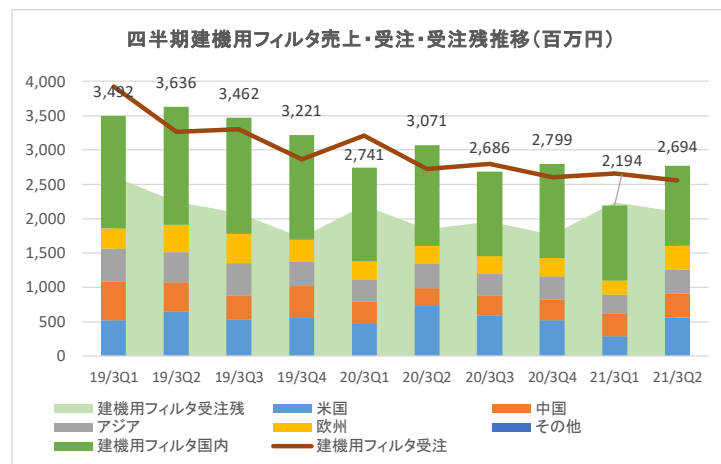
- 21/3 上期はコロナ影響受け新事業増も既存事業不振で 12.9%増収、0.5 億円営業損失に
- 21/3 期は既存事業にヘルスケア加速で 26.2%増収 67.2%増収予想に再増額
- 22/3 期は既存事業の増収増益回帰に加え総合フィルタメーカーとして新たな成長期に
- 株価は高 PER ながら成長加速の可能性もありややポジティブ

21/3 上期はコロナ影響受け新事業増も既存事業不振で 12.9%増収、0.5 億円営業損失に

建機用油圧フィルタトップシェア (70%) を誇り、現在、2017 年に開発した「ナノフィルタ」を中心に、グローバル展開と総合フィルタメーカーを目指すニッチ企業。21/3 上期は売上高 65.63 億円 (12.9%増) ながら営業損失 0.5 億円 (4.38 億円悪化)、経常損失 0.6 億円 (3.46 億円悪化)、税引損失 1.52 億円 (3.39 億円悪化) と、コロナ影響を受け既存ビジネス低迷を余儀なくされた。なお Q1 で 4.3%増収、営利赤転に対し、Q2 は 20.6%増収、81.9%増収に。



事業別では主力の建機用油圧フィルタ事業が売上高 48.88 億円 (15.9%減) 営業利益 4.27 億円 (57.0%減) となった。各国でコロナ影響からロックダウンの影響を受け、主要顧客の生産、サプライチェーンに大きな支障がでて大幅減収に。地域別では日本が 21.74 億円 (22.9%減)、北米 8.55 億円 (28.4%減)、欧州 5.55 億円 (5.4%増)、アジア (除中国) 6.24 億円 (7.6%減) など欧州



除き軒並み2桁減に。中国は建機市場が好調も、同社シェアがまだ低く6.76億円(14.9%増)に止まった。利益面では主力のフィリピンセブ工場がロックダウンを受け、佐賀工場の一部代替生産(今後、ベトナム含め生産拠点再配置を計画)などを行い、航空便などの経費増もあり、売上減と経費増が直撃した。なお、Q1は営業損失1.44億円に対しQ2は0.5億円まで損失が減少しており、補修品の販売回復(Q1が23.6%減、Q2は1.6%減、Q1対比59.6%増)と工場の正常化が寄与している。

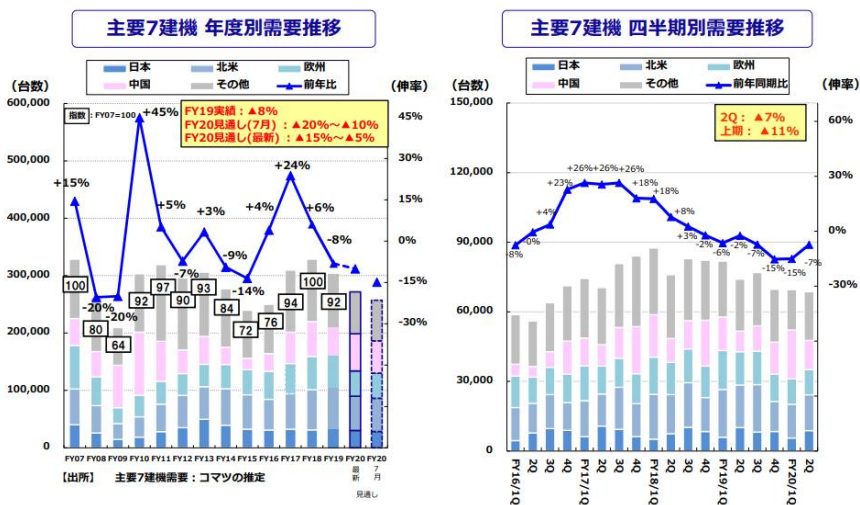
昨年8月より加わったエアフィルタ事業(アクシー)は売上高12.88億円、営利0.38億円を計上した。さらに5月から始めたマスク事業は売上高3.86億円(Q1が0.85億円、Q2が3.01億円)、営利は1.06億円(Q1が0.37億円、Q2が0.69億円)と、利益率が高いビジネスとして利益増に貢献した。

21/3期は既存事業にヘルスケア加速で26.2%増収67.2%増営利増予想に再増額

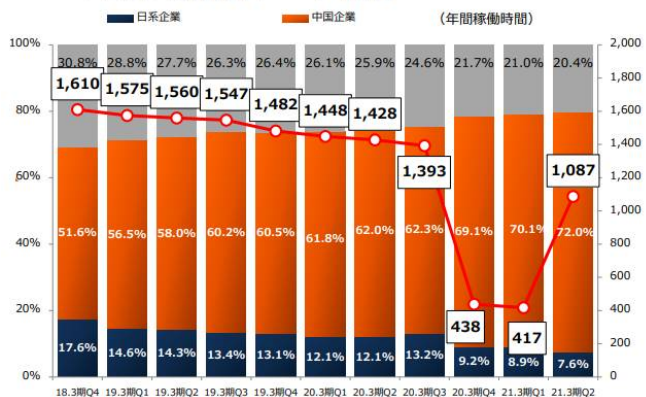
会社側は期初、売上高130億円(2.6%増)、営利5.9億円(24.1%減)、経常利益5.6億円(7.2%減)、税引利益3.4億円(44.1%減)予想、しかしマスクビジネス開始で8/4に売上高20億円、営利6.4億円、今回追加で売上高30億円、営利9.1億円となる前提で、21/3期は売上高160億円(26.2%増)、営利13億円(67.2%増)予想とした。

事業別では建機用油圧フィルタが売上高100億円(8/4修正比変更なし、11.5%減)、営利13.53億円(同2.3億円減額、28.6%減)予想。内外の建機需要が中国を除き低迷した。それでも

Q2を底に建機メーカーは生産回復姿勢にあるが、地域別では国内45.87億円(15.4%減)、北米20.81億円(10.0%減)、欧州8.45億円(20.7%減)予想と、8/4修正予想を変更していない。中国も12.12億円(3.3%増)予想を変えず、21/3期目標シェア62%に対し上期では42%と、前回は38%シェアと中国



中国市場販売シェア推移



市場の好調を追い切れていない状況にある。なお中国では第4次の建機環境規制開始が20年末から21年末、更に23年央に延び、中国建機メーカー向けが10億円（2.9倍、当初通りスタートの場合23億円を想定）にはなるものの、非中国メーカーへの供給が大きく落ち込む分を補えず、3.3%増に止まる見通しに。

昨年M&Aしたアクシーのエアフィルタ事業は売上高30億円、営利2.9億円を見込む。現状、受注減少の中で修正がなく、多少、収益見通しが楽観的と判断される。

今回、再増額修正したのが新規事業のヘルスケア事業。「超高捕集効率」と「性能持続性」という特長を持つ合成高分子系ナノファイバーを利用し、国産マスク、マスクシートを開発、5/18より販売を開始、同社サイトに加え、紳士服コナカの「洗える立体マスク」向けにフィルタシートを供給、9月にはヤマシンオリジナルマスク「ヤマシン・フィルタマスク Zexeed（ゼクシード）」のEC販売も開始した。また10月からはドラッグストア向けに量産供給を始め、12/4より関東・甲信越エリアの「ローソン」、「ナチュラルローソン」で販売を開始した。同店ではメインに陳列されるマスクとなっており、2列に並んで10セットは店頭に並んでいる。これらを加味して8/4の売上20億円予想を今回30億円に増額したものとみられる。不織布タイプより捕集性能が高く、水洗いして5回程度使っても捕集効果が97.6%保たれ再利用出来、コストメリットもあるとのこと。現状、国産マスクの評判は総じて良く、関東・甲信越で販売が好調であれば全国販売に広がると見られ、今後の感染拡大状況如何では、さらに上乘せもあり得る。



上記の状況から、会社予想は既存事業、アクシー事業が計画未達懸念もマスク事業が上振れ要素があり、会社計画達成はマスク販売状況次第と言え、マスクの上振れで既存事業の落ち込みを埋めて会社計画の収益達成可能と考えた。なお税引利益は投資有価証券売却益等で調整し、配当6円に対し配当性向30%に近い形をとるとみられる。

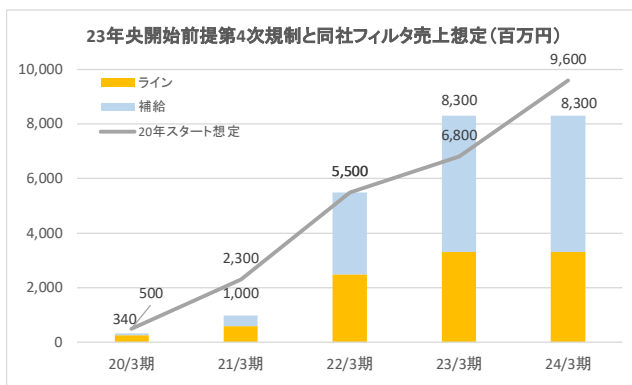
22/3期は既存事業の増収増益回帰に加え総合フィルタメーカーとして新たな成長期に

22/3期は主力の建機用油圧フィルタについて、中国では23年央に迫る第4次環境規制の開始を睨んだ新製品開発が加速し、高性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。規制が2年半遅れと想定、第3次モデルからの切替で22/3期に中国建機メーカー向けが55億円に拡大するとしている。実際

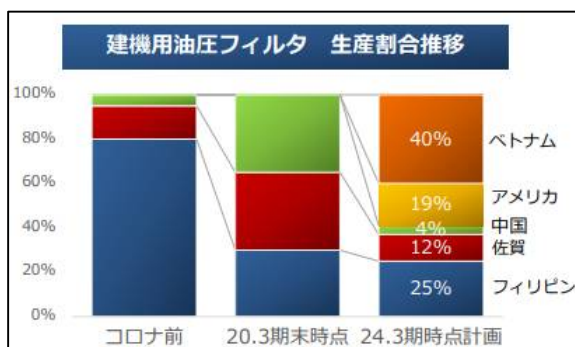
中国系メーカー	20.3 当社シェア	20.9 当社シェア	21.3期 目標シェア	20.9時点 進捗率(%)
a	0 ⇒	32 ⇒	27	118
b	0 ⇒	46 ⇒	100	46
c	25 ⇒	100 ⇒	100	100
d	0 ⇒	100 ⇒	89	112
e	20 ⇒	33 ⇒	89	37
f	0 ⇒	19 ⇒	44	43
g	24 ⇒	5 ⇒	24	20
h	0 ⇒	0 ⇒	22	0

20.3期実績シェア平均 9% → 20.9期実績シェア平均 42%
→ 21.3期目標シェア平均 62%

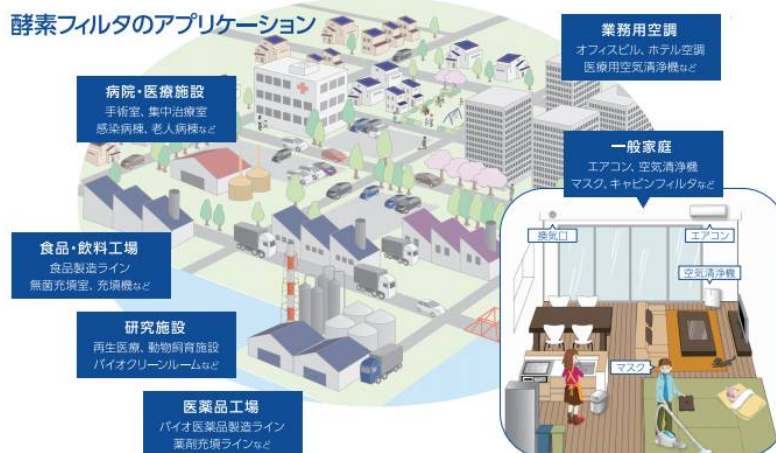
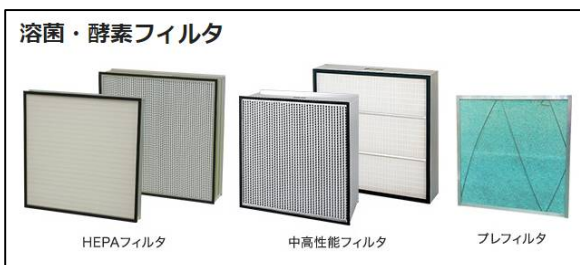
はシェアアップが多少遅れている模様で、ここまでの拡大は無理としても、20年12月スタートだった場合の21/3期想定23億円程度の売上は見込めよう。中国以外については緩やかな回復に止まるとみられるが、全体としてコロナ収束前提に2桁増収が見込める。なお、コロナによるフィリピンでの建機用フィルタ生産



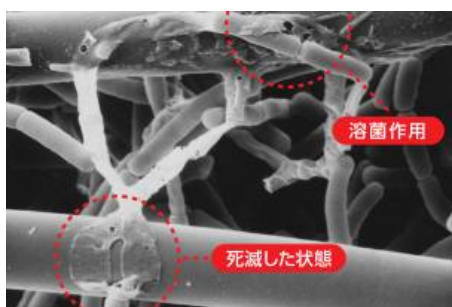
集中リスクや中国建機向けの拡大を睨み、新たにベトナムに生産拠点を構築するほか、米国も主力顧客であるキャタピラを睨み、生産再編に40億円規模を投入し整備する。



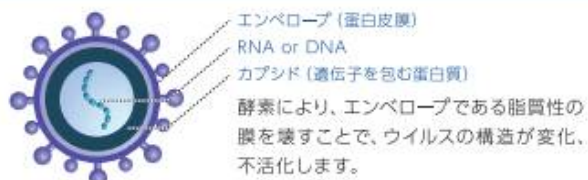
エアフィルタ事業について、アクシーが国内粗塵フィルタ市場（マーケット規模約82億円）で第2位、中・高性能フィルタ市場で5位のシェアを持つが、市場成長率は3.5%程度と低い。このためヤマシンの持つナノフィルタを利用し、新製品投入によるシナジー効果で市場成長率を上回る伸びを目指す。また今回のコロナ対策において、換気の重要性が認知されているが、アクシーは細菌・ウイルスを溶解し、感染リスクを低減できる画期的な溶菌・酵素フィルタの開発に



成功している。同フィルタは酵素の溶菌作用で細菌・ウイルスを不活性化し、2次感染を防止、清潔な空気環境を提供できる。コロナでビジネス環境が一変しているだけに、大きな成長ドライブとなり得るため、今後の展開が気になる。



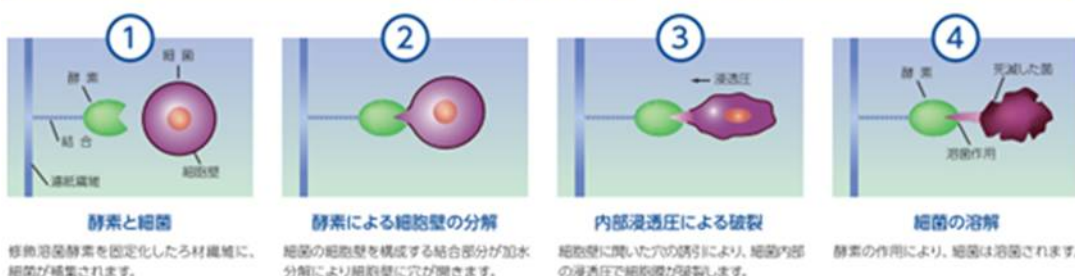
ウイルスに対する効果



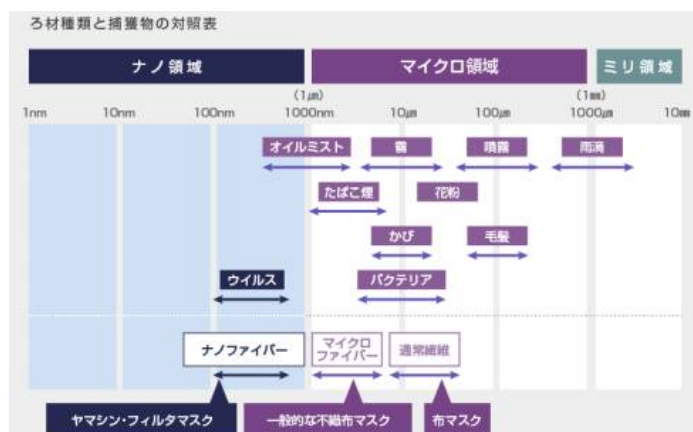
エンベロープを持つRNAウイルスの一例

種類	タイプ	エンベロープ	サイズ/nm
新型コロナウイルス	RNA	あり	100
インフルエンザウイルス (H1N1, H3N2)	RNA	あり	80-120
SARS (重症急性呼吸器症候群) ウイルス	RNA	あり	80-220
AIDS (後天性免疫不全症候群) ウイルス	RNA	あり	110

酵素による溶菌の仕組み



マスク事業は、コロナウイルス感染拡大に伴い、ビジネスチャンスさをさらに生かすべく、成長加速を狙う。一般消費者の不織布マスク市場は2019年の358億円が2020年は1000億円超が見込まれる。同社は合成高分子系ナノファイバー「ヤマシンナノフィルタ」を活用、24/3 期に国内マスク市場シェア50%、売上高500億円を目指す。性能面でN95マスク（米国労働安全衛生研究所



の規格)の性能基準である①捕集効率95%以上、密閉性を満たす密着率90%以上、長時間装着可能という3大性能を満たしている。今後、一般向けに加え、21年1月に高機能マスクの認定を取得予定(日DS規格、米NIOSH規格:N95、欧州EN規格:FFP)で、年明けから医療用防塵マスクの展開を開始、医療用認証取得(21/4取得予定)

を行い医療用へ本格展開するが、一般用に比較し、日本での供給体制が依然として脆弱なため、一般向け以上にインパクトがあるとみられる。

このほか、2017年に自社開発した新素材のナノフィルタを利用し、農業分野（ビニールハウスの保温資材）、アパレルメーカー数社に断熱素材（ダウン代替）、自動車の吸音材なども提供、これらの事業拡大に際し第5回新株予約権を発行、116億円を調達し、総合フィルタメーカーとして事業領域の拡大を推進し持続的な成長が期待される。このため、22/3期はコロナ感染影響が深刻化しない前提で、既存事業の回復と中国でのビジネス拡大、マスク事業の拡大で、過去最高益更新が期待される。

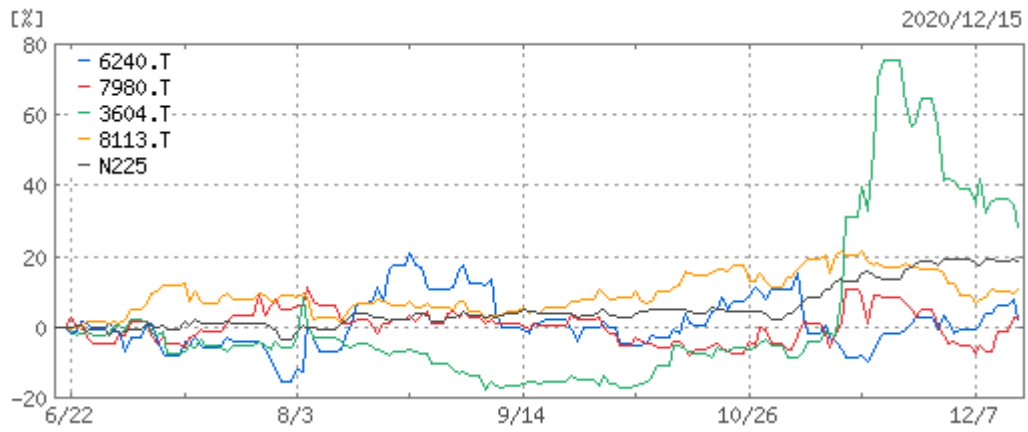
なお同社グループは成長戦略の推進にあたり、主力建機用油圧フィルタではロングライフ製品の投入、リターナブル製品拡販により、地球環境保全に貢献。またエアフィルタは低圧損で高捕集率のフィルタ投入で使用電力低減によるCO2削減、クリーン環境、健康被害リスク低減などを実現、さらに高性能マスクは日米欧の認証取得の加速により、持続的な社会生活実現に向けた企業貢献を果していく方針。このような活動などもあり株価はかなり先行して評価されるも、今後「SDGs」でも注目企業となつてこよう。

株価は高PERながら成長加速の可能性もありややポジティブ

株価はコロナウイルス対策銘柄として、潜在成長力を評価し、コロナウイルス感染第二波のピーク時期の8/24に年初来高値1324円を付けた。その後はコロナウイルス影響が一服、業績面でも厳しさがあり1000円付近まで下落し、再度、感染者増加と、既存事業の低迷の一方でマスク事業での再増額修正表明もあり、下値を固めた段階にある。現状、21/3期再増額修正の会社予想EPS17.15円に対しPER64倍、実際は有価証券売却分を除くと実質EPSは11円で、実質PER100倍と割高感がある。但しマスクビジネスが大ブレークする可能性もあり、加えて換気ビジネスでの拡大も期待され、既存ビジネスにおいても中国の規制強化で大きく変貌する可能性もある。このため高PERリスクはあるものの、マスクビジネスの大口取引採用などがあれば、22/3期DO予想EPS28.58円に対し、PER50倍にあたる1430円程度は狙えると判断、ややポジティブとしたい。

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	-2.2	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
21/3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DO予	16,000	26.2%	1,350	73.7%	1,330	120.6%	1,350	122.0%	17.15	6.00
22/3期DO予	26,000	62.5%	3,300	144.4%	3,300	148.1%	2,250	66.7%	28.58	8.00

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 DO予	22/3期 DO予
売上高	13,169	13,811	12,674	13,000	15,000	16,000	16,000	26,000
売上総利益	6,074	6,479	5,522	5,535	7,005	7,168	7,250	10,200
販管費	4,163	4,516	4,745	4,945	5,775	5,868	5,900	6,900
営業利益	1,911	1,963	777	590	1,230	1,300	1,350	3,300
経常利益	1,825	1,916	603	560	1,200	1,280	1,330	3,300
親株主帰属純利益	1,250	1,414	608	340	790	1,350	1,350	2,250
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 DO予	22/3期 DO予
日本	6,444	6,541	6,798	7,589	9,589	10,587	10,900	19,200
米国	2,201	2,254	2,314	2,081	2,081	2,081	1,850	2,150
中国	1,753	1,813	1,173	1,212	1,212	1,212	1,250	2,500
アジア	1,522	1,741	1,319	1,250	1,250	1,250	1,180	1,250
欧州	1,204	1,454	1,065	845	845	845	800	880
その他	42	6	4	23	23	23	20	20
売上合計	13,169	13,811	12,674	13,000	15,000	16,000	16,000	26,000
国内建機用フィルタ	6,444	6,541	5,421	4,589	4,587	4,587	4,590	4,800
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 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	9,800	12,500
エアフィルタ事業	0	0	1,377	3,000	3,000	3,000	2,900	3,500
ヘルスケア事業	0	0	0	0	2,000	3,000	3,300	10,000
建機用フィルタ	11,768	12,353	9,866	8,673	8,673	8,673	8,600	11,000
産業用フィルタ	527	548	492	420	420	420	450	550
プロセス用フィルタ	873	909	937	905	905	905	750	950
ライン品	5,300	5,500	4,129	3,665	3,665	3,665	3,600	5,000
補修品	6,400	6,800	5,737	5,008	5,008	5,008	5,000	6,000
売上合計	13,169	13,811	12,674	13,000	15,000	16,000	16,000	26,000
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 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	1,330	1,800
エアフィルタ	0	0	122	290	290	290	270	350
ヘルスケア	0	0	0	0	640	910	1,000	2,500
小計	1,911	1,963	2,016	1,873	2,513	2,553	2,600	4,650
調整額	0	0	-1,240	-1,283	-1,283	-1,253	-1,250	-1,350
営業利益	1,911	1,963	777	590	1,230	1,300	1,350	3,300
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)		
設備投資	816	2,257	3,150	2,857	2,857	4,724		
減価償却費	303	414	534	606	606	738		
研究開発費	2,550	308	404	507	507	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 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%
売上総利益	46.1%	46.9%	43.6%	42.6%	46.7%	46.7%	45.3%	39.2%
販管費	31.6%	32.7%	37.4%	38.0%	38.5%	38.5%	36.9%	26.5%
営業利益	14.5%	14.2%	6.1%	4.5%	8.2%	8.2%	8.4%	12.7%
経常利益	13.9%	13.9%	4.8%	4.3%	8.0%	8.0%	8.3%	12.7%
親株主帰属純利益	9.5%	10.2%	4.8%	2.6%	5.3%	5.3%	8.4%	8.7%
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 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%	2.8%	4.4%
エアフィルタ			8.9%	9.7%	9.7%	9.7%	9.3%	10.0%
ヘルスケア					32.0%	30.3%	30.3%	25.0%
小計	14.5%	14.2%	15.9%	14.4%	16.8%	16.0%	16.3%	17.9%
調整額	0.0%	0.0%	-9.8%	-9.9%	-8.6%	-7.8%	-7.8%	-5.2%
営業利益	14.5%	14.2%	6.1%	4.5%	8.2%	8.1%	8.4%	12.7%



*ガーゼの川本産業（3604）、ユニチャーム（8113）、重松製作所（7980）との株価比較

