

Company Report

2025年2月20日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
藤野 敬太



「総合フィルタメーカー」を志向する、建機用で高いシェアを持つグローバルフィルタメーカー：28/3期までの中期経営計画は主力の建機用フィルタの成長再加速が牽引

ヤマシンフィルタ（以下、同社）は、建機用で高いシェアを持つフィルタメーカー。建機向けフィルタによる売上高が全体の8割以上を占める。フィルタの中核部材の自社開発の中でまったく新しい素材の開発に成功し、建機向け以外へ拡大していくことで、中長期的には総合フィルタメーカーとなることを志向している。

現代表取締役社長の山崎敦彦氏の父が創業者で、戦後間もない時期に、日本酒を濾すための濾布（ろふ）の製造を端緒に、車両用フィルタの製造に進出した。その後、自動車用フィルタを捨てて建機用フィルタに特化し、建機用フィルタの競争力を高めて成長してきた。山崎敦彦氏に経営が引き継がれた後、フィルタの中核部材の自社開発を本格化させ、その開発力を背景に、建機向けフィルタの分野で高いシェアを取るに至った。

同社の「企業のDNA」は「フィルタという部材メーカーでありながらも、顧客の最終製品及びエンドユーザーを見据えた提案活動を行う、顧客企業のパートナーであろうとすることへの強いこだわり」である。直接取引を受け入れる建機メーカー向けに事業を集中した創業社長の想い、フィルタの中核部材の自社開発を本格化させた現社長の想いをベースに、企業のDNAが醸成、強化されてきた。

28/3期を最終年度とする中期経営計画は、成長が再加速する見込みの主力の建機用フィルタ事業が全体の業績を牽引していく内容である。建機用フィルタ事業の成長再加速と並行して、29/3期以降の「総合フィルタメーカーになる」という目標に向け、新素材をベースにした事業領域の拡大の準備を進めていく。

同社の株価は2021年以降2023年半ばまで株価下落が続き、対TOPIXでも大きく劣後してきたが、業績回復期待から2023年後半から相対株価は回復してきた。同社はMAVY's (= ROIC - WACC) という指標をもとに経営管理を行っており、資本コストに対する意識が非常に高く、予測した貸借対照表をもとに目標を定めてから株主還元策等の資本政策を講じている。中期経営計画では、建機用フィルタ事業の成長再加速を中心としたROICの上昇、WACC低下を目指した資本政策に注目であり、長らくマイナスが続いたMAVY'sのプラス転換を評価しての株価上昇も期待できよう。中長期的には、「総合フィルタメーカーになる」というシナリオの現実性に対する認知が浸透していく局面で、バリュエーションの上昇を通じて同社の事業に対する評価が株価に反映されていくと考えられる。

株価・出来高



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価(2/19)	634
52週高値(24/12/23)	688
52週安値(24/8/5)	331
上場来高値(2018/1/12)	1,552
上場来安値(2016/1/22)	73
発行済株式数(百万株)	71.0
時価総額(十億円)	45.0
EV(十億円)	39.8
自己資本比率(24/3、%)	82.1
ROE(24/3、%)	3.7
PER(25/3 会予、倍)	29.8
PBR(24/3 実績、倍)	2.1
配当利回り(25/3 会予、%)	1.9

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
21/3	14,587	15.1	-146	-	-135	-	751	23.4	10.7	6.0
22/3	18,822	29.0	1,344	-	1,317	-	47	-93.7	0.7	6.0
23/3	18,606	-1.1	1,235	-8.1	915	-30.5	645	1,270.5	9.0	6.0
24/3	18,025	-3.1	1,411	14.3	1,416	54.7	786	21.9	11.0	6.0
25/3 会社予想	19,780	9.7	2,454	73.9	2,498	76.5	1,511	92.1	21.3	12.0

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

目次

1. 建機用で高いシェアを持つフィルタメーカー	5
2. 山崎敦彦社長から見たヤマシンフィルタの生い立ち	7
1) 現代表取締役社長の父、山崎正彦氏による創業	7
2) 現代表取締役社長、山崎敦彦氏への経営の承継	8
3) 2014 年の上場後	9
4) 企業の DNA	10
3. ヤマシンフィルタの経営戦略	11
1) マイケル・ポーターのポジショニング理論からのアプローチ	11
2) リソース・ベースド・ビュー (RBV) からのアプローチ	11
3) 相互に作用し合うヤマシンフィルタの 2 つの模倣困難性	12
4. 建機用フィルタ事業	12
1) 建機用フィルタ事業で扱うフィルタは 3 種類	12
2) 主力の建機用フィルタ	13
3) 建機用フィルタにおける 3 つの競争力の源泉	15
4) 産業用フィルタ及びプロセス用フィルタ	19
5. エアフィルタ事業	20
6. 新素材「YAMASHIN Nano Filter™」	21
1) パラダイムシフトを巻き起こす可能性を秘めた革新素材	21
2) 独自製法	21
3) 「YAMASHIN Nano Filter™」の特徴	21
4) 「YAMASHIN Nano Filter™」が秘める可能性	22
7. 業績動向	24
1) MAVY's (Maximizing Added Value of Yamashin Filter Spread)	24
2) 2020 年代前半の振り返り	24
3) 2024 年 3 月期	26
4) 2025 年 3 月期第 3 四半期累計期間	26
5) 2025 年 3 月期会社計画	27

8. 中長期展望	29
1) 今後も拡大が期待される世界の建機市場	29
2) 中期経営計画.....	30
3) 中期経営計画：新たな価値の創造（建機用フィルタ）	31
4) 中期経営計画：新たな価値の創造（エアフィルタ）	32
5) 中期経営計画：資本コストを意識した経営の強化.....	33
9. 同業他社との比較	34
10. 株価動向とバリュエーション.....	36
11. リスク要因	42
12. ESG の取り組み.....	42

エグゼクティブサマリー

建機用で高いシェアを持つ フィルタメーカー

ヤマシンフィルタ (以下、同社) は、建機用を中心としたフィルタメーカー。日米欧の主要建機メーカーと直接取引することで、建機へのフィルタの搭載を増やしていき、建機用フィルタの分野では世界的にも高いシェアを占めている。また、同社は、開発した新素材をベースとした事業領域の拡大を通じて総合フィルタメーカーとなることを目標としており、空調等に使われるエアフィルタも取り扱っている。

山崎社長から見たヤマシン フィルタの生い立ち

同社の事業は、戦後間もない頃の、日本酒を濾すための濾布 (ろふ) の製造が端緒である。濾布はフィルタのようなもので、その後、車両用フィルタに参入したが、自動車用フィルタを捨てて建機用フィルタに特化したことで成長してきた。創業者の子で現代表取締役社長の山崎敦彦氏は、1982年に同社に入社し、1990年に代表取締役社長に就任し、創業者より経営を引き継いだ。山崎社長のもと、競合他社が行っていない中核部材である濾材の自社開発を本格化することで建機メーカーとの関係を深めていった。2014年の上場後、建機向け以外への拡大を志向し、2017年には濾材の自社開発を通じて全く新しい素材を開発し、2019年にはアクシーの買収によりエアフィルタ事業を立ち上げるなど、総合フィルタメーカーに向けた動きをとってきた。

同社の「企業の DNA」は、「フィルタという部材メーカーでありながらも、顧客の最終製品及びエンドユーザーを見据えた提案活動を行う、顧客企業のパートナーであろうとすることへの強いこだわり」である。直接取引を受け入れる建機メーカー向けに事業を集中したことを通じて、創業社長の強い想いが DNA へと昇華した。そして、現社長主導でフィルタの中核部材までを自社開発するようになって競争優位性が磨き上げられてきた過程で、同社の企業の DNA はさらに醸成、強化されたと言える。

経営戦略論の視点からの ヤマシンフィルタの事業 戦略

同社の建機用フィルタにおける過去の展開を振り返ると、自動車用を捨てて建機用に絞ったことで経営資源を集中させたこと、他社が行わない中核部材の自社開発まで行うことが、成功した要因である。マイケル・ポーターのポジショニング理論に基づくと、集中戦略と差別化戦略の両方を採用することで、建機用フィルタの領域における高いシェアを獲得したと言える。

相互に作用し合う 2 つの 模倣困難性

同社の事業における模倣困難性は、「建機用フィルタの中核部材までも内製する開発力」と、「提案力に裏付けられた顧客企業との強い関係性」である。これら 2 つの模倣困難性が相互に作用し合うという好循環が形成されており、同社の競争優位性をさらに高いものとしている。

業績動向

2014 年の上場時に比べ、24/3 期の売上高は 1.7 倍、営業利益は 2.0 倍になった。売上高は数年に一度段階的に拡大してきた。売上高営業利益率は 2010 年代後半に 14% 台をつけたが、COVID19 の影響を受けた 21/3 期は営業赤字となり、22/3 期以降は 6~7% 台で推移してきた。直近の 24/3 期は営業赤字を見込んでいた期初計画から一転し、建機用フィルタ事業が上振れにより増益で着地した。

中期経営計画の焦点は 建機用フィルタの成長 再加速と「総合フィルタ メーカー」に向けた準備

2024 年 11 月に公表された、28/3 期を最終年度とする現中期経営計画は、成長が再加速する見込みの主力の建機用フィルタ事業が全体の業績を牽引していく内容である。建機用フィルタの成長再加速と並行して、新素材をベースに事業領域の拡大を図って総合フィルタメーカーとなるという 29/3 期以降の目標に向けた準備を進めていく。なお、事業領域の拡大に必要な設備投資は 2020 年代前半に完了している。

株価の見通し：第一 フェーズから第三フェーズ まで

2010 年代後半、2017 年に開発された新素材による新たなフィルタビジネスの立ち上がりへの期待から株価は大きく上昇した。その後、COVID19 の影響等で、同社の株価は低迷し続けた。底を打った 2023 年 10 月以降は業績回復期待が醸成され、同社の株式は TOPIX 及び他社の株式を上回って推移した。25/3 期もこの傾向が続き、他に比べ同社の株価は大きく上昇したが、それでも 2020 年の株価水準に達していない。

2023 年後半からの短期業績を見据えた株価上昇局面を「第一フェーズ」とするならば、建機用フィルタ事業の成長再加速が中心の中期経営計画期間の業績を見ていくのが「第二フェーズ」である。同社は MAVY's (= ROIC - WACC) という指標をもとに経営管理を行っているが、資本コストに対する意識が非常に高く、予測した貸借対照表をもとに目標を定めてから株主還元策をはじめとする資本政策を計画する稀有な企業である。「第二フェーズ」では、建機用フィルタ事業の成長再加速を中心とした ROIC の改善とともに、資本政策を通じた WACC の改善を図るとしており、MAVY's がプラスに転じれば株価は再評価されよう。

29/3 期以降の「総合フィルタメーカーになる」ことを見据えたシナリオを見ていくのが「第三フェーズ」と言える。「第三フェーズ」については、中期経営期間における、2019 年当時新規事業であったエアフィルタ事業の業績進捗や新規事業につながる動きの有無が焦点となろう。中長期的に「総合フィルタメーカーになる」というシナリオの現実性に対する認知が浸透していく局面では、バリュエーションの上昇を通じて、同社に対する評価が株価に反映されていくと考えられる。

1. 建機用で高いシェアを持つフィルタメーカー

建機用で高いシェアを持つ フィルタメーカー

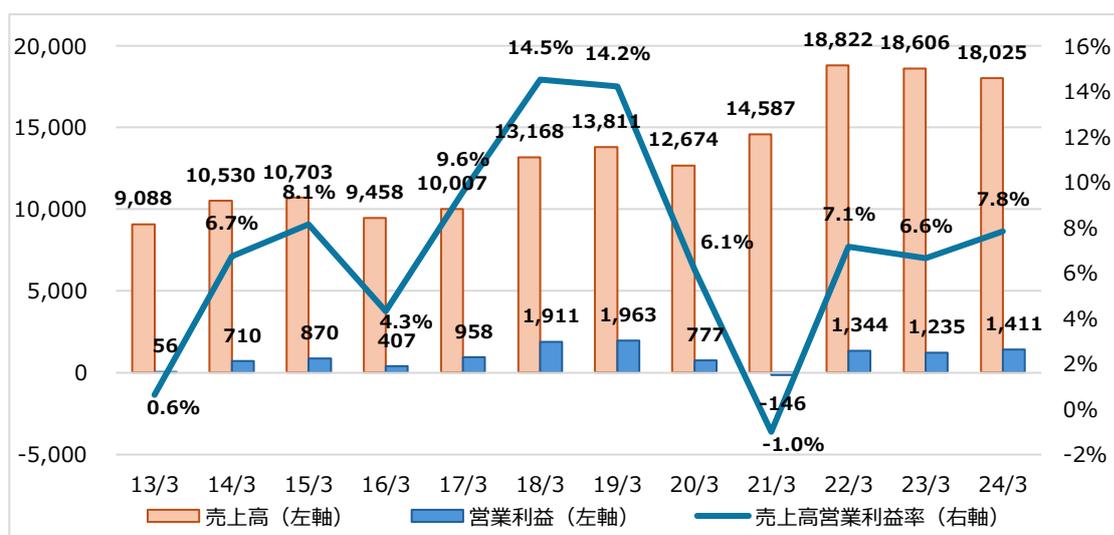
ヤマシンフィルタ（以下、同社）は、建機用で高いシェアを持つフィルタメーカーである。

フィルタとは、固体が混ざっている液体または気体から、固体を分離する濾過（ろか）を行うための器具のことである。様々な局面で使用され産業用でも用途は多岐にわたる。そのうちのひとつのジャンルが、各種オイルからスラッジやゴミなどを取り除くオイルフィルタである。このオイルフィルタも、自動車をはじめとする内燃機関を持つ車両や、ジェット機に使われるガスタービン等に使われるが、油圧によって駆動する油圧機械にも使われる。この油圧機械には、油圧回路を持つ建設機械が含まれる。

同社の祖業は、現代表取締役社長の父が戦後間もない時期に始めた帆布の縫製加工だが、濾布の製造を取り扱ったことから、車両用フィルタの製造を行うようになった。自動車用フィルタを放棄して建機用フィルタに特化したことで競争力を高めて成長してきた。現代表取締役社長の代になり、競合他社が行っていない濾材の自社開発を本格化することで建機への搭載が増加し、建機向けフィルタの分野で高いシェアを取るに至った。

2014 年 10 月に東京証券取引所市場第二部に上場した当時は、売上高 105.30 億円、営業利益 7.10 億円（14/3 期実績）であった。以降、24/3 期までの 10 年間に、売上高は 1.7 倍、営業利益は 2.0 倍になった。売上高は期によって増減してきたが、14/3 期～17/3 期が 100 億円前後で推移してきたが、景気下支えのための公共投資を活発化した中国での建機需要増加が牽引した 18/3 期以降は 130 億円近辺で、COVID19 からの回復局面で世界的に建機需要が増加した 22/3 期以降は 180 億円超で推移するようになった。売上高営業利益率は振れ幅が大きく、18/3 期と 19/3 期は 14% 台まで上昇したものの、COVID19 の世界的な蔓延の影響を受けた 21/3 期は営業赤字となり、22/3 期以降は 6～7% 台で推移してきた。

図表 1. ヤマシンフィルタの売上高・営業利益の推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2つのセグメントで構成されるが建機用フィルタが中心

現在、同社の事業は、建機用フィルタ事業とエアフィルタ事業の2つのセグメントで構成されている。高い競争力を持つ建機用フィルタ事業の拡大が続き、全体の売上高の約85%を占めている。エアフィルタ事業は売上高が横這いの状況が続いている。また、COVID19に関連して、同社のフィルタ技術を用いたマスクの販売を開始してヘルスケア事業が立ち上がったが、事業としては継続せずに23/3期以降はセグメントとしては消失している（マスク関連ビジネスは建機用フィルタに含まれている）。

図表 2. セグメント別売上高・営業利益

	売上高	セグメント別					
		建機用 フィルタ	売上構 成比	エア フィルタ	売上構 成比	ヘルス ケア	売上構 成比
21/3	14,587	10,970	75.2%	2,610	17.9%	1,010	6.9%
22/3	18,822	15,593	82.8%	2,577	13.7%	652	3.5%
23/3	18,606	15,946	85.7%	2,660	14.3%	-	-
24/3	18,025	15,383	85.3%	2,642	14.7%	-	-
25/3 Q3 累計	14,945	13,032	87.2%	1,912	12.8%	-	-

	営業利益	セグメント別						調整額
		建機用 フィルタ	利益率	エア フィルタ	利益率	ヘルス ケア	利益率	
21/3	-146	1,290	11.8%	124	4.7%	-150	-14.9%	-1,409
22/3	1,344	3,116	20.0%	70	2.7%	-330	-50.6%	-1,512
23/3	1,235	1,150	7.2%	85	3.2%	-	-	-
24/3	1,411	1,320	8.6%	91	3.5%	-	-	-
25/3 Q3 累計	2,051	2,001	15.4%	49	2.6%	-	-	-

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

経営理念は「仕濾過事」

同社は、1956年の設立以来、フィルタビジネスを通じて社会に貢献するという意味を表す「仕濾過事（ろかじにつかふる）」を経営理念に掲げている。

「仕濾過事」という理念を貫いて事業を推進していく先の姿（ビジョン）を「真の総合フィルタメーカー」としている。社会課題の解決にモノづくりを通じて貢献し、建機、ヘルスケア、エアフィルタ等の様々な分野へ展開する、濾過の叡智と技術で社会を幸せにする企業を目指していくとしている。

創業家の持分が多い株主構成

2014年10月に東京証券取引所市場第二部に上場した同社は、2016年3月に東京証券取引所市場第一部に移行した（2022年4月の東証の市場区分の見直しに伴い、現在は東証プライム）。東証二部上場の直前の2014年7月末時点では、山崎敦彦氏の資産管理会社のやまびこホールディングスが50.21%、山崎敦彦氏が11.88%、山崎裕明氏（山崎敦彦氏の長男で現取締役副社長）と山崎敬明氏（山崎敦彦氏の次男で現取締役）がそれぞれ7.50%を保有していた。一部、ベンチャーキャピタルの保有はあったものの、創業家を中心とした株主構成となっていた。

2024年9月末時点の大株主10位までの保有比率を見ると、あさまホールディングス33.87%、山崎裕明氏3.07%、山崎敬明氏2.93%、みなとホールディングス2.53%、山崎敦彦氏1.99%、けやきホールディングス及びしらかばホールディングスがそれぞれ1.26%となっている（自己株式考慮後）。これらの合計は46.91%となる。なお、あさまホールディングスは山崎裕明氏の資産管理会社で、25/3期になってやまびこホールディングスの保有分があさまホールディングスに移っており、創業家内部での株式の移転が進んでいる。

また、24/3 期末時点の区分別保有比率（自己株式考慮後）は、その他の法人 40.88%、個人その他 39.21%、金融機関 11.78%、外国法人等 6.24%となっている。

図表 3. ヤマシンフィルタの株主構成

区分	保有比率		
	24/3 末	25/3 2Q 末	
		(自己株式除く)	(自己株式除く)
個人その他	39.83%	39.21%	—
外国法人等	6.18%	6.24%	—
金融機関	11.66%	11.78%	—
その他の法人	40.47%	40.88%	—
政府及び地方公共団体	0.00%	0.00%	—
その他（金融商品取引業者）	1.86%	1.88%	—
うち創業家			
株式会社やまびこホールディングス	16.90%	17.07%	0.00%
株式会社あさまホールディングス	16.82%	16.99%	33.87%
山崎裕明氏	2.96%	2.99%	3.07%
山崎敬明氏	2.88%	2.91%	2.93%
株式会社みなとホールディングス	2.52%	2.54%	2.53%
山崎敦彦氏	1.81%	1.83%	1.99%
株式会社けやきホールディングス	1.26%	1.27%	1.26%
株式会社しらかばホールディングス	1.26%	1.27%	1.26%

注：保有比率は発行済株式数から自己株式数を除いた株数を用いて算出
単元未満株は「その他（金融商品取引業者）」に含む

出所：会社資料

2. 山崎敦彦社長から見たヤマシンフィルタの生き立ち

1) 現代表取締役社長の父、山崎正彦氏による創業

現代表取締役社長の父が
戦後間もなく始めた帆布の
縫製加工が祖業

同社は、現代表取締役社長執行役員の子山崎敦彦氏の父の子山崎正彦氏によって創業された。

山崎正彦氏は、佐賀県鹿島市の出身である。家庭が貧しかったこともあり、尋常高等小学校を卒業後に八幡製鉄に就職し、家計を支えていたという。山崎正彦氏は、一度何かを決めて言い出したらやり抜く性格だったようで、判事になる夢を抱くと、八幡製鉄を辞め、小倉の法律事務所で働きながら東京での大学受験に備えることになった。

その後、中央大学法学部に入学したものの、時は太平洋戦争中であった。山崎正彦氏も学徒出陣の対象となり、中国に渡ったという。

戦後、帰国した山崎正彦氏は、いったんは佐賀県に戻ったものの、すぐに東京に移った。生きていくためにいろいろ手掛けた仕事のひとつが、仕入れた帆布（はんぷ）をミシンで縫製加工する仕事であった。帆布のビジネスを行ったのは全くの偶然だったそうである。

そのような時、ある酒造会社から、「酒を濾（こ）すための濾布（ろふ）をつくってほしい」という依頼がきた。これに対応するうちに、日本酒や味噌の製造時に使う濾布を製造するようになった。濾布は、固体と液体が混ざったものを絞って液体だけを取り出す時に使われるものである。酒を濾すための濾布が、同社が初めて製造したフィルタとも言える。

ヤマシンフィルタ | 6240 (東証プライム)

車両用フィルタへの参入と山信工業株式会社の設立

しばらくして山崎正彦氏は、戦後復興によって今後は自動車が普及することを見込んで、車両用のフィルタを扱うようになった。最初は、フィルタメーカーの下請けとして製造していたが、1950年に勃発した朝鮮戦争に伴い、車両用フィルタがGHQに採用されたことを契機に業績が拡大した。1956年には現在の同社につながる山信工業株式会社が設立された。

売上高の8割を占める自動車用フィルタを捨て建機用フィルタに特化することを決断

自動車用フィルタの活況は続き、会社設立してから10年ほど経った頃には、自動車用が同社の全売上高の約80%を占めていたという(残りの約20%が建機用)。

しかし、自動車用フィルタは、自動車メーカーから見ると孫請けでの仕事である。機能改善につながるような提案をいくら行っても、発注元である下請けメーカーからは「余計な提案はしなくていい」と言われる始末であった。そもそも自動車用では自社の利益は薄く、しかも、自分たちで良いと思えるフィルタを作ることができない。こうした考えを持つに至った山崎正彦氏は、全売上高の約80%を占める自動車用の仕事を捨て、建機メーカーと直接取引ができる建機用フィルタに特化するという経営判断を下した。

建機メーカーへの直接提案を続けて、提案力と開発力を強化

建機メーカー向けに特化したことで売上高が激減するわけだが、そうした山崎正彦氏の考えについていけない社員の多くが同社を離れていったようだ。

山崎敦彦氏は、父の山崎正彦氏について、「一度決めたら頑固一徹にやり通す」人物であったと評している。建機用フィルタに特化して、建機メーカーに直接提案し続けていったことにより、提案力及びその裏付けとなる開発力を磨いていった。このことで、同社のフィルタの採用が増えていき、業績は再度拡大に向かっていった。

なお、山信工業設立後、工場は東京の大田区(最初は大田区本蒲田、後に大田区大森南)にあった。しかし、業容拡大を受け、1975年に佐賀県三養基郡に佐賀工場を開設し、以降、日本の生産拠点は佐賀工場となった。佐賀は山崎正彦氏の故郷である。佐賀県三養基郡は山崎正彦氏が生まれ育った場所とは少し離れているが、地元の友人等が、佐賀工場の開設に協力したとのことである。

2) 現代表取締役社長、山崎敦彦氏への経営の承継

現代表取締役社長の生い立ち

現代表取締役社長の山崎敦彦氏は1953年の生まれで、3人兄弟の長男である。山崎敦彦氏が高校生だった頃は学生運動が盛んで、1969年には東京大学安田講堂事件があったというご時世であった。芥川賞受賞作品で、学生運動が盛んな時代の若者たちの生き様を描いた「されどわれらが日々」(柴田翔氏)が「若者のバイブル」と言われた時期である。山崎敦彦氏も柴田翔氏の影響を受け、作家になるべく早稲田大学第一文学部に入学していた。

しかし、母に「長男は家業を継ぐもの」と諭され、東京大学に入学し直した。東京大学農学部での専門は、当時のフィルタの材料である紙パルプであり、この頃から、同社を継ぐことを意識してきたという。

大学でフィルタの材料について学んだものの、フィルタを加工、生産する機械のことはまるで分からなかった。そこで、大学を卒業すると、1980年に小松製作所(6301 東証プライム)に入社することとなった。小松製作所では、石川県の粟津にある生産拠点で生産管理を学んだが、この時に構築した人間関係が、後の同社の事業展開に大きく影響することになる。

2年間の小松製作所での勤務を経て、1982年、山崎敦彦氏は同社に取締役経営企画室長として入社した。

急激な円高を機に生産拠点を海外移転

山崎敦彦氏が入社した3年後の1985年のプラザ合意をきっかけに進んだ急速な円高は、日本国内で生産する製造業の経営を苦しめた。同社も多くの製造業と同様、生産コストを下げるために生産拠点を海外に移すことを決定し、1989年にフィリピンのセブ島にYAMASHIN CEBU FILTER MANUFACTURING CORP.を設立し、セブ工場を立ち上げた。セブ工場は今でも海外の主要生産拠点として稼働し続けている。

ヤマシンフィルタ | 6240 (東証プライム)

現代表取締役社長への 経営の承継

山崎敦彦氏は、1990年に同社の代表取締役社長に就任し、山崎正彦氏から同社の経営を引き継いだ。経営の承継後、同社の海外展開は加速していった。1995年に米国のシカゴ、1996年にオランダのロッテルダム（後に2010年に設立されたベルギーのブラッセルの販売拠点に統合）、2001年にタイのアユタヤ、2007年に中国の上海に現地法人を設立し、世界の建機メーカーへの拡販を進めていった。なお、タイのアユタヤには2002年に工場も建設し、生産能力を拡充させた。このことが、2000年代に入って以降の建機の新興国需要への対応に伴う拡販につながっていった。

濾材の自社開発

建機用フィルタに使う濾材の素材は紙であり、最初のうちは濾紙（ろし）メーカーから仕入れていた。しかし、仕入品では少量多品種の建機用フィルタには対応しきれないことから、早い段階から、自社で濾材を開発することを意識していた。

実際、後に建機業界全体で受け入れられることになる、ガラス繊維を素材とする濾材を使ったフィルタは、1976年には開発されていたという。開発当初は建機への採用がなかなか進まなかったが、建機の省エネ化やメカトロ化が求められるようになると、油漏れが少なく埃をよく取るガラス繊維のフィルタに注目が集まり、2000年には、ガラス繊維の濾材を使ったフィルタが製品化され、建機メーカーへの採用が進んでいった。これが現在の同社の競争優位性の確立につながる契機となった。

上場への挑戦

業容拡大を受け、同社は2003年頃から上場を目指すようになった。山崎敦彦氏は、業績の拡大もさることながら、組織として事業が回ることを意識して、準備を進めていったという。そのような中、2005年に、事業を明確にすることを目的として、山信工業から現在のヤマシンフィルタへ社名を変更した。

しかし、2008年に起きたリーマン・ショックにより、多分に漏れず、同社も売上高が半減になるほどの影響を被り、上場は先送りとなった。

リーマン・ショック後、同社は2010年代前半の上場を目指すこととして、再度、上場準備に着手した。しかし、2011年に発生した東日本大震災で国内が混乱したことに加え、同年秋に起きたタイ・アユタヤの大洪水によって同社の工場が被災して生産拠点として撤退を余儀なくされたこともあって、再び上場が先送りとなった。

こうして何度か上場を目指しては先送りとなるが続いたが、この間、会社としては管理体制の整備が進んでいった。

3) 2014年の上場後

2014年に上場

結局、同社は2014年10月に東京証券取引所第二部に上場した。また、2016年3月には東京証券取引所東証第一部に市場変更した。

総合フィルタメーカーへの 挑戦(1)：新素材 「YAMASHIN Nano Filter™」

建機用フィルタが売上高の大半を占める同社にとっての中長期の目標は、「総合フィルタメーカーになる」というものであった。同社は、上場後しばらくして、総合フィルタメーカーになるための強力な武器を手にする事となった。

同社の競争力の源泉のひとつは、建機用フィルタの性能を決定する濾材までも自社で開発していることであるが、その過程で、同社は、素材そのものの探究を長らく続けてきた。その結果、2017年に開発されたのが、新素材「YAMASHIN Nano Filter™」である。

「YAMASHIN Nano Filter™」は、同社の建機用フィルタの競争力を更に高めるだけに留まらず、その素材の特徴から、活用を期待できる領域が多岐にわたる画期的なものであった。売上高の9割を建機用フィルタが占める同社にとっては、展開する事業領域を広げるものとして、期待値が非常に高かった。

ヤマシンフィルタ | 6240 (東証プライム)

総合フィルタメーカーへの 挑戦 (2) : アクシーの 完全子会社化

「YAMASHIN Nano Filter™」を手にした同社は、「総合フィルタメーカーになる」という目標に向け、ナノフィルタの生産技術及び生産能力を確保する必要があった。そのため、2019年、建機用フィルタの隣接領域であるエアフィルタを扱うアクシーを完全子会社化した。

COVID19 が始まった 2020 年以降は我慢の 時期

しかし、この翌年の2020年以降のCOVID19の世界的な蔓延が、同社の思惑を狂わせてしまった。建機需要の落ち込みは比較的短期間で回復に向かったものの、原料や輸送コストの上昇により収益性は低下してしまった。さらに、COVID19の蔓延を機に始めたマスク販売も長くは続かず、減損を出す結果となってしまった。後述するように、同社は、MAVY'sと呼ばれる指標で業績管理をしているが、20/3期以降、MAVY'sはマイナスでの推移が続いている。

現行の中期経営計画は 「総合フィルタメーカーに なる」という目標に向けての 再挑戦の土台づくり

業績回復が本格的に進むと会社が自信を持つようになったのは25/3期に入ってからである。2024年11月に公表された28/3期を最終年度とする中期経営計画では、主力である建機向けフィルタ事業の業績回復が主導するシナリオを描かれているが、一方で、29/3期以降のありたい姿として「次のグローバルスタンダードを作る唯一無二の総合フィルタメーカー」と明確にしている。同社が2010年代後半に描いた「総合フィルタメーカーになる」という目標への再チャレンジのための準備期間とも言えよう。

4) 企業の DNA

企業の DNA

企業にはDNAがある。企業のDNAとは、組織や社員全体に根付く独自の価値観、経営哲学であり、それらが企業の競争力の源泉となることが少なくない。創業者が熱い想いをもちて起業し、その商品やサービスが世の中に広く受け入れられた時に、企業は本格的な成長を始める。そして企業の成長過程において、創業者の想いが企業のDNAへと進化していくと考えられる。

また、途中で経営者の交代等の経営の承継が行われ、創業時の理念を進化させたり、新たな企業文化を植え付けたりするケースもある。経営者の交代は、企業にとって大きなチャンスになる可能性があることを意味している。いずれにせよ、企業のDNAを活かした事業戦略を立て、それを実践することが成功の確率を高めると考えられる。同社で言えば、1990年の山崎敦彦氏の代表取締役社長就任が該当する。

コア・コンピタンス（企業の中核的な能力）は模倣困難性の高いリソースによってもたらされるものであり、それを形成する有力な要因が企業のDNAであると考えられる。人が得意分野で勝負すれば勝てるように、企業もDNAに根差した領域で事業展開することが成功の方程式となる。

ヤマシンフィルタの DNA は 「部材メーカーながらも 顧客企業のパートナーで あろうとすることへの強い こだわり」

同社の生い立ちから、同社の企業のDNAは、「フィルタという部材メーカーでありながらも、顧客の最終製品及びエンドユーザーを見据えた提案活動を行う、顧客企業のパートナーであろうとすることへの強いこだわり」と言えよう。

同社の沿革における大きな変換点は2つある。そのうちのひとつは、初代山崎正彦氏が、全売上高の約80%を占める自動車用の孫請けの仕事を捨て、建機メーカーと直接に取引ができる建機用フィルタに特化したことである。この経営判断の背景には、「最終利用者にも、それを生産するメーカーにとっても、最善と言えるフィルタを作りたい」、「そのためにも生産するメーカーの生産現場で顧客企業のスタッフと協業していきたい」という強い想いがあった。当時の売上高の2割程度しかない、直接取引を受け入れる建機メーカー向けに事業を集中することは大きな賭けだったが、建機用フィルタの販売が増えて軌道に乗るようになるにつれて、創業者の強い想いは同社の企業のDNAへ昇華していったと言える。

もうひとつの変換点は、山崎敦彦氏の社長就任以降に本格化していった、中核部材である濾材の自社開発である。これは、生産現場での協業を通じて得た顧客企業の需要に対応するための打ち手だが、素材にまで踏み込んで徹底して開発するフィルタメーカーは同社のみであり、現在の同社の競争優位性が確実なものになったと言える。「顧客企業のパートナーであることへの強いこだわり」は、成功しているメーカーに共通するDNAのひとつであるとストラテジー・アドバイザーズでは考えているが、同社の場合、初代社長の想いから進化した企業

のDNAが、2代目社長によってもたらされた徹底した技術面のこだわりによって、さらに醸成、強化されていったと捉えられる。

3. ヤマシンフィルタの経営戦略

1) マイケル・ポーターのポジショニング理論からのアプローチ

ヤマシンフィルタは集中戦略と差別化戦略に注力

マイケル・ポーターは、ある業界の中で成功を収めるためには、明確なポジションを取ることが必要と説いている。ポジショニング理論においては、具体的なポジションの取り方、競争優位の築き方として、①コスト・リーダーシップ戦略、②集中戦略、③差別化戦略、の3つの基本戦略があり、いずれかに舵を切ることが不可欠とされている。同社が建機用フィルタでグローバルでも高いプレゼンスを有するようになったのは、②集中戦略と③差別化戦略に注力したためであると言える。

自動車用を捨て、建機用フィルタに絞った集中戦略

集中戦略は、狭い範囲の特定市場（顧客セグメント、地域、特定商品等）で、経営資源を集中して競争優位に立つ戦略である。競争優位を得るためには、競合他社と異なる選択すること、つまり、トレードオフが不可欠となる。

同社は、過去、売上高の8割を占める自動車用フィルタの取り扱いをやめ、売上高の2割に過ぎなかった建機用フィルタに事業を集中するという思い切った意思決定を下したことがあった。同社が、建機用フィルタにおいてグローバルで高いシェアを持つに至ったのは、経営資源を建機用フィルタに集中したことが要因のひとつであると言える。

中核部品の内製化という差別化戦略によって建機用フィルタでの高いシェアを実現

差別化戦略は、幅広いターゲットを狙いつつも、低コストではなく、顧客が認知するユニークな付加価値を提供することで競合に対して優位に立つ戦略である。他社が提供しておらず、顧客が対価を支払いたくなるような価値を提供する戦略、とも言える。

建機用フィルタに経営資源を集中させた分、顧客企業への提供価値をより高めることが必須となる。同社は、顧客企業の製品である建機に最適なフィルタを提供できるよう、他社が仕入品でまかっていた中核部品の濾材を自社で開発するようになった。このことで、顧客満足が高めるとともに、他社に対する大きな差別化要因を獲得することができた。

このように、同社が建機用フィルタで成功したのは、集中戦略と差別化戦略を組み合わせることで展開してきたことが奏功したからだとと言える。

2) リソース・ベスト・ビュー (RBV) からのアプローチ

同社の建機用フィルタにおけるコア・コンピタンスは「開発力に裏付けられた、顧客の製品を最善のものにするための提案力」

ポーターのポジショニング理論に対して、自社の経営資源（リソース）に着目する「リソース・ベスト・ビュー (RBV)」と呼ばれるアプローチがある。RBVのアプローチの中でも、コア・コンピタンス（他社に真似できない自社ならではの価値を提供する、企業の中核的な能力）を重視する考え方もあれば、ケイパビリティ（バリューチェーン全体に及ぶ組織的能力）を重視する考え方もある。

高いシェアを有する同社の建機用フィルタの場合、コア・コンピタンスは「建機用フィルタの中核部材までも内製する開発力に裏付けられた、顧客の製品を最善のものにするための提案力」、ケイパビリティは「開発から販売までの自社一貫体制」である。

RBVの大家であるジェイ・バーニーは、コア・コンピタンスもケイパビリティも広義のリソースに含めて論じ、その上で、自社のリソースがどのくらいの強みになるかをチェックするフレームワークとしてVRIOを提唱している。バーニーは、自社のリソースの有効活用可能性に関する評価軸として、「経済価値<Value>」、「希少性

<Rarity>」、「模倣困難性<Inimitability>」、「組織<Organization>」を挙げている。VRIO は、これら 4 つの評価軸の頭文字をとったものだが、バーニーはこれの中でも特に、「模倣困難性」があり、「組織」による裏付けがあるリソースが、競争優位に資するとしている。

3) 相互に作用し合うヤマシンフィルタの 2 つの模倣困難性

模倣困難性が高いか低いかは、「模倣がそもそも不可能か」、「模倣しようとするに莫大なコストが必要になるかどうか」で評価される。同社が建機用フィルタの分野で高い競争力を持つに至ったのは、(1) 建機用フィルタの中核部材までも内製する開発力、(2) 提案力に裏付けられた顧客企業との強い関係性という 2 つの模倣困難性があったためである。

「2.山崎敦彦社長から見たヤマシンフィルタの生い立ち 2) 現代表取締役社長、山崎敦彦氏への経営の承継」の項で書いた通り、(1) の建機用フィルタの中核部材までも内製する開発力を示す代表例は、同社が開発したガラス繊維を素材とする濾材を使ったフィルタが建機業界全体のスタンダードになったことである。他のフィルタメーカーは今でも中核部材を仕入に頼っており、仮に今から同様の開発力を持つとしても、時間的な先行優位性は揺るがないと考えられる。

さらに同社は、ガラス繊維に代わる、次世代の中核部材となりうる新素材ナノフィルタ「YAMASHIN Nano Filter™」の開発を完了し、建機フィルタ事業における、模倣困難性をベースとする先行優位性の更なる強化に余念がない。加えて、この新素材は、建機フィルタ以外の様々な領域での実装が期待されるものであり、素材までを対象とする同社の開発力は、「総合フィルタメーカー」になるという同社の夢を現実のものにする土台となっている（ナノフィルタについては、「6.新素材「YAMASHIN Nano Filter™」にて詳述する）。

(2) の提案力に裏付けられた顧客企業との強い関係性は、建機メーカーからの表彰を見てもうかがえる。最近の例では、Caterpillar からの「2024 年度取引先優秀賞 (Supplier Excellence Award)」の受賞が挙げられる。同賞は Caterpillar の約 12,000 社のサプライヤーの上位 4 %に与えられる最高位のもので、Caterpillar の製品の製造活動に対する貢献が評価されたものである。

(1) と (2) は相互に作用し合っている。(1) の開発力というベースがあるために顧客企業への提案力が増し、提案力に裏付けられる形で、採用、実用化される製品が増えることにより、顧客企業の同社への信頼が増し、(2) の顧客企業との関係性が強化されていく。この強化された関係性をもとに得た顧客の需要動向等から更なる開発を進めて (1) の開発力が強化されていく。こういった好循環が、建機用フィルタにおける同社の競争優位の源泉となっているが、他のフィルタメーカーは、もはやこの好循環を構築することは困難だとストラテジー・アドバイザーズでは考えている。

それぞれの模倣困難性の詳細については、「4.建機用フィルタ事業 3) 建機用フィルタにおける 3 つの競争力の源泉」の項で詳述する。

4. 建機用フィルタ事業

1) 建機用フィルタ事業で扱うフィルタは 3 種類

建機用フィルタ事業は、建設機械向け油圧フィルタ（以下、建機用フィルタ）のほか、産業機械向け油圧フィルタ（以下、産業用フィルタ）、プロセス用フィルタの開発・製造・販売を行う、同社の中核事業である。

建機用フィルタとは、建設機械の駆動に不可欠である油圧回路の作動油をはじめ、燃料のディーゼル・オイル、エンジン駆動に必要な潤滑油の濾過に用いられるフィルタのことである。あらゆる建設機械に搭載されている。

ヤマシンフィルタ | 6240 (東証プライム)

産業用フィルタとは、様々な業界に応用されている油圧ユニットの作動油や潤滑油のろ過に用いられるフィルタのことである。同社の産業用フィルタは、油圧ユニットを搭載する、工作機械、冷凍用圧縮機、農業機械、船舶、鉄道車両、航空機やヘリコプター等の産業機械に使われている。顧客は、これらの産業機械を製造するメーカーとなる。

プロセス用フィルタとは、顧客製品の製造工程で行われる濾過・分離のために使われるフィルタのことである。電子部品、精密部品、液晶ディスプレイや食品等の業界に使用されている。電子部品の精密洗浄やコンデンサ・フィルム関連のナノレベルの分級（対象物の分離工程）等、より細かい濾過を必要とする分野向けを得意としている。

ここから先は建機用フィルタに焦点を当てて建機用フィルタ事業を概観していく。

2) 主力の建機用フィルタ

建機市場で大きなウェイトを占めるのは油圧ショベル

建機の種類は、用途、作業内容、作業場所に応じて多岐にわたる。建機業界の業界団体である日本建設機械工業会によると、生産金額ベースで最も市場規模が大きいのが、土木全般に用いられる掘削機械であり、その中でも油圧ショベルは大きなウェイトを占めている。

ここから先は、油圧ショベルを例に説明していく。

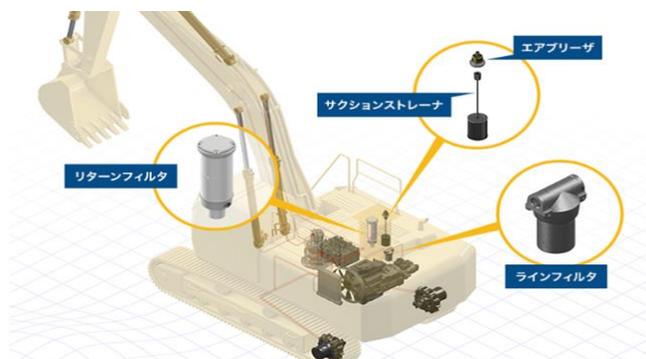
油圧ショベルを人体に例えると作動油が血液で油圧用フィルタは腎臓に該当

油圧ショベルは文字通り、車体の移動、ショベルの動作、上体の旋回といった機体の動きを油圧によって制御するショベルである。ショベルの動きは、建機全体に張りめぐらされた油圧回路を作動油が循環し、油圧機器によって動作に変換されることで行われる。作動油はオイルタンクから建機全体に送り出され、循環した後にオイルタンクに戻ってくる。人間の体に例えると、オイルタンクが心臓、油圧回路が欠陥、作動油が血液ということになる。

この作動油が循環する間に、様々なダスト（埃やゴミ）が混ざってしまう。ダストには、シリンダやタンクで外部から侵入するものもあれば、ポンプの摩耗によって内部で発生するものもある。これらのダストを取り除き、回路と作動油がクリーンな状態であり続けるために、回路の要所に設置されているのが油圧用フィルタである。

油圧用フィルタの中でも特に重要なのが、オイルタンクに戻るところに設置されるリターンフィルタである。リターンフィルタは、人間の体に例えると、腎臓に該当する。このリターンフィルタを中心に、ラインフィルタやエアブリーザによって油圧用フィルタが構成されている。

図表 4. 油圧ショベルに使われる主なフィルタ



出所：会社資料

ヤマシンフィルタ | 6240 (東証プライム)

建機用フィルタは、油圧ショベル用の作動油用フィルタ以外にも、トランスミッション用フィルタ、燃料用フィルタ、エンジンオイル用フィルタ等、いくつもの種類のフィルタがある。同社は多種多様な建機用のフィルタ製品を取りそろえ、顧客企業の需要に応える体制を整えている。

図表 5. 建機用フィルタの主な製品

製品名	特徴	主な使用対象	
作動油用 フィルタ	リターン フィルタ	・作動油がオイルタンクに戻る前に、細かい不純物を除去する 目的で装備されるフィルタ ・交換用のカートリッジのことは特にフィルタエレメントと呼ぶ	油圧ショベル その他建設機械 一般油圧システム
	サクショ ン ストレナ	・オイルタンク内の比較的大きな不純物を除去する目的で、 オイルタンクの吸いこみ口に直接装着される	油圧ショベル その他建設機械 一般油圧システム
	ライン フィルタ	・油圧回路に用いられるフィルタで、圧力のかかる箇所に設置 される	油圧ショベル その他建設機械 一般油圧システム
	エア ブリーザ	・以下のような様々な目的に使われる - 建設機械のオイルタンク内への外気に含まれる不純物の 侵入の防止 - 油圧システム稼働中のオイルタンク内の圧力の保持 - オイルタンク内のオイル清浄度の維持	油圧ショベル その他建設機械
	リリーフ バルブ	・作動油の温度が高い時にはオイルクーラーを通し、温度が低くて 差圧がかかる時にはオイルクーラーを通さずにオイルタンクへ 向けて作動油を流すという振り分けを行うバルブ	中大型油圧ショベル ミニ油圧ショベル
	ナイロン ストレナ	・各種オイルタンクの給油口に装着し、給油の際のオイルタンク 内への汚染物資の侵入を防ぐ	油圧ショベル その他建設機械
トランスミッション用 フィルタ	・高粘度の潤滑油に混入したギアなどの摩擦にて発生した 金属粉などの不純物の濾過に使われる	ブルドーザやホイール ローダー等の トランスミッション機構を 持つ建設機械	
燃料用フィルタ	・建設機械のディーゼル燃料に含まれる不純物、水分の除去に 使われる	—	
エンジンオイル用フィルタ	・ディーゼルエンジンに用いられるエンジンオイル内の細かい不純物 の濾過を行うフィルタ	—	

出所：会社資料

国内の建機向け油圧フィルタにおける同社のシェアは約 70%である。建機には多種多様なフィルタが介在しており、採用状況は、顧客ごと、製品ごとに濃淡がある。未採用の顧客・機種での採用を増やしていくことが、同社にとっての成長余地と考えられる。

図表 6. 顧客別の採用状況

顧客	油圧用 フィルタ	トランスミッション用 フィルタ	燃料用 フィルタ	キャビン用 フィルタ	エンジンオイル用 フィルタ	エンジン用 エアフィルタ
A 社	80%+	80%+	80%+	80%+	50%-	50%-
B 社	50%-	80%+	50%-	50%-	80%+	50%-
C 社	50%~80%	80%+	50%-	50%-	50%-	50%-
D 社	80%+	80%+	50%-	50%-	n.a.	50%-
E 社	80%+	50%~80%	50%-	50%-	n.a.	50%-

注：「80%+」：シェア 80%以上 「50%~80%」：シェア 50%以上 80%未満 「50%-」：シェア 50%未満
出所：会社資料

3) 建機用フィルタにおける3つの競争力の源泉

建機用フィルタにおける 3つの競争力の源泉

建機用フィルタにおける同社の競争力の源泉は、以下の3点と考えられる。

- ・競争力の源泉1：中核部材までも内製する開発力
- ・競争力の源泉2：新車ライン品とアフターマーケット品の両方を対象とする二部構造
- ・競争力の源泉3：建機メーカーとの直接取引をベースとする強い関係性

このうち、「競争力の源泉1：中核部材までも内製する開発力」と、「競争力の源泉3：建機メーカーとの直接取引をベースとする強い関係性」は、先に述べたように、同業他社が模倣するには困難なものである。

・競争力の源泉1：中核部材までも内製する開発力

競争力の源泉1： 中核部材までも内製する 開発力

競争力の源泉の1つ目は、中核部材までも内製する開発力である。

油圧ショベルを例にとると、最も重要なリタンフィルタは、筒状の装置で、外筒、バンド、濾材、内筒から構成されている。このうち、最も重要な部材は、ゴミを除去する濾材である。この濾材の性能は、以下の3つの要素のバランスで決まる。

- ・寿命の長さ：どれだけ長持ちするか
- ・濾過精度の高さ：どれだけ細かいものを除去できるか
- ・通過抵抗の小ささ：通すべき油をどれだけ通すか（圧力損失）

建機メーカーが製造しようとする油圧ショベルに最適なフィルタを提供するために、同社は、これらの3要素の最適な組み合わせを考え、中核部材である濾材を自社開発している。このことにより、建機メーカーとしても、同社のフィルタを採用することで、多様なコンセプトの製品化が可能となったと言える。このように、多品種生産という特徴を持つ建機メーカーの製品開発に対応できたことが、顧客の需要に合った提案力の更なる強化につながり、濾材を仕入に頼らざるを得ない競合他社に対する大きな差別化要因となっている。

実際、「山崎敦彦社長から見たヤマシンフィルタの生い立ち」でも述べた通り、濾材の材料に紙が使われるのが主流だった時代に、世界初のガラス繊維濾材を使用したフィルタを製品化したことは、建機業界では画期的なこととされている。このことで、濾材の性能を一気に引き上げることに成功し、現在ではリタンフィルタで使われる濾材のほとんどがガラス繊維製となっている。さらに、素材までも自社で開発を続けており、2017年の「YAMASHIN Nano Filter™」の開発につながっている（後述）。

・競争力の源泉2：新車ライン品とアフターマーケット品の両方を対象とする二部構造

競争力の源泉2： 新車ライン品とアフター マーケット品の両方を対象 とする二部構造

競争力の源泉の2つ目は、新車ライン品と、補給品として交換されるアフターマーケット品の両方を対象とする事業構造である。

同社が提供する建機用フィルタには、新車に搭載される新車ライン品と、交換部品に使われるアフターマーケット品の2種類があり、両者は異なる市場として成立している。

ヤマシンフィルタ | 6240 (東証プライム)

新車ライン品の競争 ポイントは建機の新車への 採用率

新車ライン品は、文字通り、建機の新車に搭載されるフィルタである。新車ライン品市場において売上高を決める要因は、(1) 同社のフィルタが使われるかどうかの採用率、(2) 採用された車種の生産台数の2点である。

(1) に関して、建機の場合は、4年に1度のモデルチェンジごとに、どのフィルタを使用するかがコンペによって決められる。同社は中核部材から自社開発しているため、多品種少量生産を求められる建機への提案力が高いことを強みとしている。(2) に関して、建機の新車生産台数は、景気変動の影響を受けやすいという特徴がある。

アフターマーケット品の 競争ポイントは純正率

補給品として交換されるアフターマーケット品の市場は、新車ライン品とは別の市場である。同社によると、新車ライン品の約10倍の規模がある市場と推定されている。アフターマーケット品は新車ライン品よりも利益率が高く、安定的なストックビジネスの特徴を有しているため、新車ライン品に比べて景気変動の影響を受けにくいという特徴がある。

アフターマーケット品の売上高を決める要因は、(1) 建機の稼働台数、(2) 建機の寿命(1台の建機が何回交換するかに影響)、(3) 純正部品がどれだけ使われるかを示す純正率の3点である。

(1) の建機の稼働台数は、4年に1度のモデルチェンジでの採用率やその車種の販売台数、稼働率によって決まるため、同社ではコントロールしにくい。(2) の建機の寿命も大体定まっている。一方、(3) の純正率については、は同社の自助努力によって高める余地がある。

同社によると、特に新興国においては模倣品が使われることが多く、マーケット全体の純正率は半分程度と見られる。純正率を高めるために、模倣品を使えないようにする製品の開発のほか、建機メーカー及びその代理店と共同でエンドユーザー向けのサポート活動(純正品を使った方が経済合理的であることを伝える啓蒙セミナーの開催等)を実施してきている。

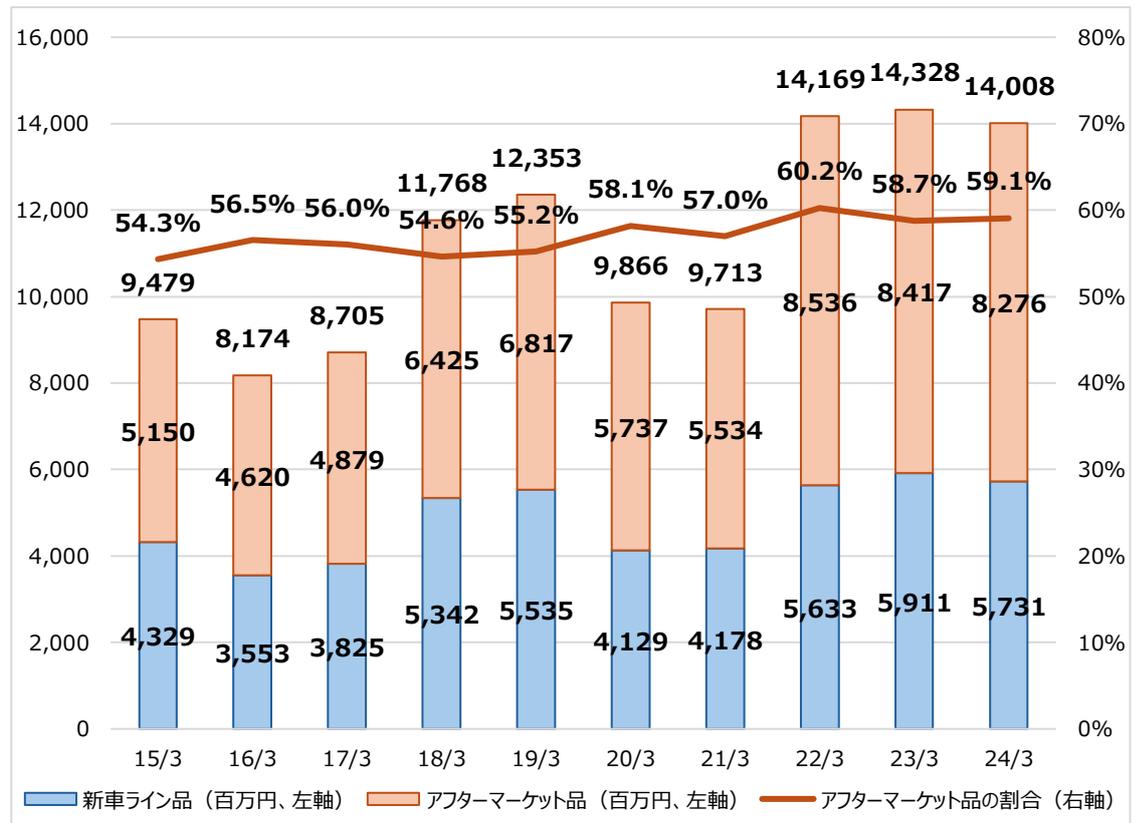
新車ライン品とアフター マーケット品の両方を持つ 強み

アフターマーケット品の市場におけるサポート活動は、アフターマーケット品の純正率の上昇という直接的な効果だけでなく、サポート活動を通じて得られた市場の情報や需要の動向を新車ライン品の開発に活用するという好循環なサイクルの確立につながっている。

さらに、新車ライン品のフロー収益と、アフターマーケット品のストック収益が組み合わさっているため、同社全体として安定した収益構造を実現している。

同社の建機向けの売上高のうち、アフターマーケット品の割合は24/3期で63%である。アフターマーケット品の市場で一定の売上高を確保していることにより、景気動向の影響を受けやすい新車ライン品市場からの影響を緩和し、全体として売上高の安定性につながっている。

図表 7. 新車ライン品とアフターマーケット品の構成比の推移



出所：会社資料

・競争力の源泉 3：建機メーカーとの直接取引をベースとする強い関係性

競争力の源泉の3つ目は、建機メーカーとの直接取引をベースとする強い関係性である。

新車ライン品においては、新車の開発の段階から顧客企業の生産現場とのやり取りが発生していくため、直接取引がベースとなる。

一方、アフターマーケット品の販売においても、競合他社は自社単独でアフターマーケット市場に介入していくのに対し、同社は、建機メーカーとの直接取引に販路を集約している。

もしエンドユーザー（建機を使うユーザー）への直接販売や代理店経由の販売を行ってしまうと、（1）建機メーカーと利益相反関係が生じて競合関係になる、（2）売上高は増加しても、販売チャネルの維持やマーケティングのための費用が必要となり、利益増加につながりにくいという問題が生じてしまう。

建機メーカーとの直接取引に集約している分、特に日米の大手建機メーカー及びその現地法人とは、深い関係を構築している。そのため、同社の展開は、顧客の建機メーカーのグローバル展開と動きをともにする。

なお、中国市場については、中国の地場メーカーとの直接取引が限られており、中国市場に対しては日米の建機メーカーの中国への輸出が多くを占める形となっている。

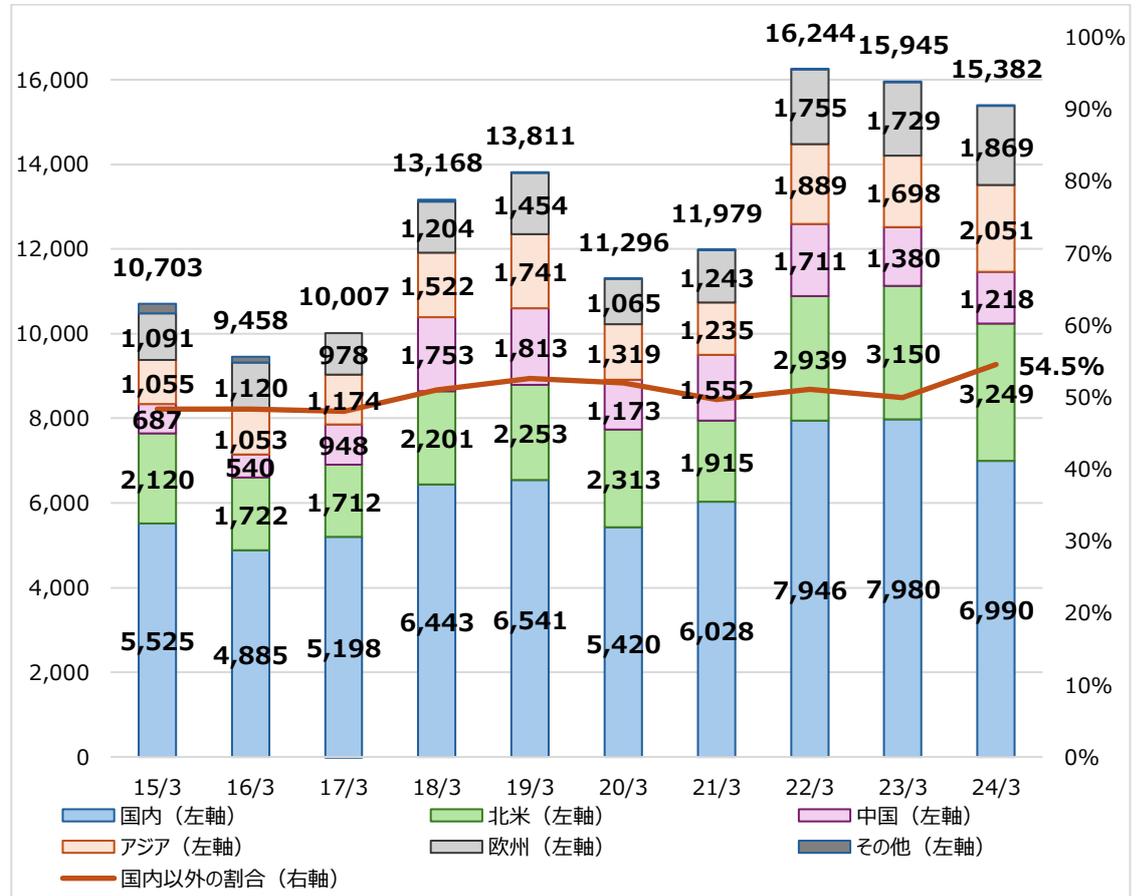
競争力の源泉 3： 建機メーカーとの直接 取引をベースとする強い 関係性

建機用フィルタの売上高の 過半が国内以外向け

同社の地域別売上高は、請求書を送付する顧客の所在位置によって分類されている。そのため、売上高が計上される地域と、実際に同社のフィルタが搭載された建機が使用されている地域は必ずしも一致しない。たとえば、日本メーカーの建機が中国に輸出された場合、実際に使われている場所は中国だが、地域別売上高では日本となる。

そのため、地域別売上高は参考情報となるが、建機用フィルタの国内以外向けの売上高は 24/3 期で 54.5%を占め、過去最高の割合となっている。

図表 8. 建機用フィルタの地域別売上高



注：建機用フィルタには産業用フィルタ、プロセス用フィルタを含む

請求書送付先基準で集計されているため、実際にフィルタが使用されている地域とは異なる

出所：会社資料

競争力を支える開発から販売までの自社一貫体制

同社は、開発から販売までを一貫して自社で行っており、上述の競争力を支えている。研究開発拠点は、神奈川・横須賀の 1 カ所である。生産は、国内では佐賀事業所、フィリピンのセブ工場 (YAMASHIN CEBU FILTER MANUFACTURING CORP.)、ベトナムのベトナム工場 (YAMASHIN VIETNAM CO.,LTD) の 3 カ所である。

創業時は東京の大森に生産拠点があったが、1975 年に創業者で初代社長の故郷の佐賀に移転した。また、1985 年のプラザ合意以降の円高局面に対応するため、1989 年にフィリピンのセブを生産拠点に据えて現在に至っている。なお、2002 年にタイのアユタヤにも工場を設けたが、2011 年の洪水に遭って 2012 年末に同工場を閉鎖した。

販売拠点は、本社のある横浜のほか、米国・シカゴ (YAMASHIN AMERICA INC.)、ベルギー・ブラッセル (YAMASHIN EUROPE BRUSSELS BV)、タイ・バンコク (YAMASHIN THAI LIMITED)、中国・蘇州の 5 カ所の体制であり、各地の建機メーカーに対応している。

こうした自社一貫体制が、同社が持つ上記の 3 つの競争力の源泉を支えている。

4) 産業用フィルタ及びプロセス用フィルタ

建機用フィルタ事業には、建機用とは直接関係しない、産業用フィルタ及びプロセス用フィルタが含まれる。

様々な業界で使われる 産業用フィルタ

産業用フィルタとは、様々な業界に応用されている油圧ユニットの作動油や潤滑油のろ過に用いられるフィルタのことである。同社の産業用フィルタは、油圧ユニットを搭載する、工作機械、冷凍用圧縮機、農業機械、船舶、鉄道車両、航空機やヘリコプター等の産業機械に使われている。顧客は、これらの産業機械を製造するメーカーとなる。

製造業の製造工程で 使われるプロセス用フィルタ

プロセス用フィルタとは、顧客製品の製造工程で行われる濾過・分離のために使われるフィルタのことである。電子部品、精密部品、液晶ディスプレイや食品等の業界に使用されている。電子部品の精密洗浄やコンデンサ・フィルム関連のナノレベルの分級（対象物の分離工程）等、より細かい濾過を必要とする分野向けを得意としている。

図表 9. 産業用フィルタ及びプロセス用フィルタの主な製品

品目名	製品名	特徴
産業用フィルタ	ラインフィルタ	・工作機械、プレス機、搬送油圧ユニットの油圧回路等で作動油等の濾過に使用する
プロセス用フィルタ	糸巻フィルタ	・半導体業界、化学業界、食品業界で精密な濾過を行う前に大きな物質を濾過する際に使用する
	不織布フィルタ	・半導体業界、化学業界、食品業界で精密洗浄用フィルタに使用する
	メンブレンフィルタ	・半導体業界、化学業界、食品業界で精密洗浄用フィルタにおける濾過の最終工程で使用する

出所：会社資料

5. エアフィルタ事業

20/3 期下半期より事業セグメント化

エアフィルタ事業は、2019年8月にアクシーを完全子会社化したことを機に、2019年10月(20/3期下半期)より第2の事業セグメントとして立ち上がった。後述する、2017年に開発された「YAMASHIN Nano Filter™」を使って事業化された。

アクシーは、1962年創業の、粗塵及び中高性能フィルタ市場で高いシェアを持つエアフィルタ専門のフィルタメーカーである。顧客要望への対応を可能とする、小ロット・短納期対応の生産システムが特徴である。今回の買収により、アクシーの空調エアフィルタに関する開発力や製造技術、販売チャネルを取り込むことによって、「YAMASHIN NANO FILTER™」と相まって、建機フィルタの隣接領域であるエアフィルタへの展開が加速すると期待された。

エアフィルタとは

エアフィルタとは、空気中からごみ、塵埃などの除去に用いられるフィルタのことである。建機用フィルタが、液体の中にある固体を分離するために使われるものであるのに対し、エアフィルタは、気体の中にある固体を分離するために使われる。

高捕集効率、低圧力損失という濾材の強み

既存のエアフィルタに使われる樹脂繊維濾材の繊維径が1.5μm~20μmであるのに対し、同社のエアフィルタに使われる「YAMASHIN Nano Filter™」の繊維径は150nm~10μmと細い。そのため、既存のエアフィルタに比べ、同社のエアフィルタには、高捕集効率、低圧力損失という強みがある。

ラインナップが幅広いナノファイバー製エアフィルタ「NanoWHELP」

同社のナノファイバー製エアフィルタ(製品名: NanoWHELP)は、ビルや建物、食品や薬品等を製造する工場で使われるほか、電力配電盤や鉄道車両等にも使われる。NanoWHELPの高捕集効率、低圧力損失という特性により、他社製エアフィルタに比べて年間で約30%のCO₂削減効果が得られるだけでなく、光熱費も大きく低減できる。このNanoWHELPは、アメリカ暖房冷凍空調学会(ASHRAE)の定めるエアフィルタの性能等級であるMERVにおいて、国内では唯一MERV14・15・16の3つの等級を取得しており(16の等級のうち最高性能等級は16)、高い競争力と信頼性が証明されている。

さらに、細い繊維径のフィルタを製造できる特徴から、同社のエアフィルタでは、顧客の需要に幅広く対応することができる。そのため、比較的大きな粒子を除去するプレフィルタだけでなく、半導体製造工場や病院(手術室)など高い清浄度が求められる空間で用いられるHEPAフィルタ、異物混入が許されない食品工場で用いられる防虫フィルタなど、製品のラインナップは幅広い。

図表 10. エアフィルタの主な製品

製品名	特徴	特徴
プレフィルタ	・空気中の比較的大きな塵埃(5μm以上)を除去し、次段フィルタの寿命を伸ばす目的で外気取入口などに装着されるフィルタ	ビル・建物 各種工場 各種環境機器など
中高性能フィルタ	・空気中の塵埃(5μm以下)を除去し、中程度の清浄空気を得る目的で設置されるフィルタ	一般的なビルにある天吊りのパッケージ型空調機
HEPAフィルタ	・0.3μmの大きさの粒子を99.97%以上除去する超高効率のフィルタ	半導体工場や病院にあるクリーンルームや空気清浄機
オイルミストフィルタ	・室内に立ち込めるオイルミストを除去する目的で使用される	厨房機器 フライヤーを使用する環境
防虫フィルタ	・建物への虫の侵入を防ぐ目的で使用される	食品業界 一般家庭への空調システム
脱臭フィルタ	・空気中の臭いやガス成分を除去する目的で設置される	美術館・博物館 動物病院や畜産業界など
ケーシング	・各種フィルタを設置・搭載する目的の取付枠	—

出所：会社資料

濾材に使われる素材が変わることで、従来では実現できなかった需要に対応できる可能性が高まる。

たとえば、ナノファイバーHEPA フィルタは、NanoWHELP 開発の技術を生かした、熱可塑性高分子系不織布によるものだが、従来のガラス繊維 HEPA フィルタとは異なり、有機フッ素化合物 (PFAS) を使用しない「PFAS FREE」の製品である。PFAS はその発がん性が認められるようになり、EU を始め、PFAS 使用製品の製造、販売の規制の強化が進んでいる。こうした市場環境の変化に対し、ナノファイバーHEPA フィルタに対する需要が高まることが期待されている。

6. 新素材「YAMASHIN Nano Filter™」

1) パラダイムシフトを巻き起こす可能性を秘めた革新素材

競争力の源泉である「中核部材までも内製する開発力」をもって開発された革新的な素材

「4. 建機用フィルタ事業」のところで、建機用フィルタにおける同社の競争力の源泉は、「中核部材までも内製する開発力」と指摘した。実際、建機用フィルタに使われる濾材の材料を紙からガラス繊維にして建機業界の技術的トレンドを変えたのも、その結果として同社が建機用フィルタにおける世界トップシェア企業となったのも、自社で素材開発まで行える開発力があつたからである。

その素材開発力をもって 2017 年に開発されたのが、新素材「YAMASHIN Nano Filter™」である。

ナノファイバーとは、直径が 1nm~1000nm の繊維状物質と定義されている。「YAMASHIN Nano Filter™」は、繊維をナノレベルまで細くすることで、従来の繊維にはなかった新しい物理学的な性質を持たせることができることを応用して開発された素材である。次に挙げる特徴により、従来の素材が抱えていた様々な課題を解決する素材として、期待度は非常に高い。

2) 独自製法

独自製法である「改良型メルトブロー法」

「YAMASHIN Nano Filter™」を実現したのは、これまで同社が長年にわたって培ってきた知見を活かして独自に開発した「改良型メルトブロー法」によるところが大きい。

ナノファイバー化する製法としては、複合紡糸法、エレクトロスピンニング法、メルトブロー法といった既存製法がある。既存製法と比較して、改良型メルトブロー法は、(1) 様々な熱可塑性樹脂原料が使用可能である、(2) 繊維径制御の範囲が 150nm~10μm と幅広い、(3) 様々な形態 (シート状、綿状など) の加工が可能である、(4) 装置メンテナンス性が容易である、(5) 生産性が高い、といった特徴がある。

3) 「YAMASHIN Nano Filter™」の特徴

樹脂選択の容易さと繊維径の調整の自由度の高さにより実現される多様な機能特性

ナノファイバーは、直径が 1nm~1000nm の繊維状物質と定義されており、対象となる樹脂をナノファイバー化することで作られる。同社は、ナノファイバーの可能性を広げる独自の製法を開発し、その製法で作られた「YAMASHIN Nano Filter™」によって、従来の繊維にはなかった新しい物理学的な性質や機能を持たせることが可能となった。

特徴 1 : 樹脂選択の容易さ

同社の製法では、200~320℃の幅広い融点範囲に対応することができるため、用途に合わせて、ファイバーとなる樹脂を選択することが可能となった。樹脂の選択肢が広がることで、製品の用途に合わせて樹脂を選択することができるようになった。その結果、従来では対応が難しかった分野の製品にも適用、応用することが可能となった。

ヤマシンフィルタ | 6240 (東証プライム)

特徴 2 : 繊維径の調整の自由度の高さ

樹脂をナノファイバー化する際、その繊維径のサイズが製品の性能を左右する。繊維径は、紙が 20~30 μm 、一般的な合成繊維が 1.5~20 μm 、ガラス繊維が 800nm~3 μm だが、同社の製法では、繊維径 150nm~10 μm の範囲で製造することができる。さらに、繊維径分布を自在に調整することができる。

特徴 3 : 立体三次元構造

また、従来のナノファイバーでは、その製法の都合上、出来上がる製品は平面的な二次元構造となる。そのため、どうしても繊維の空隙率が高くなってしまふ。同社の製法では、立体三次元構造のナノフィルタにすることができるため、従来の製法によるものよりも、断熱性、遮音性に優れた性能を発揮する。また、フィルタとして利用した場合には、捕獲できるダストが多量になる（高性能になる）。

特徴 4 : 小ロット対応が可能

特徴 1 と特徴 2 に関係して、様々な種類のポリマーから、必要な繊維径分布を有するファイバーを生成できる同社独自の製法により、ポリマーを容易に交換することができる。そのため、小ロット生産での製造にも対応することができるようになる。

4) 「YAMASHIN Nano Filter™」が秘める可能性

上述の特徴により、「YAMASHIN Nano Filter™」を用いた製品には、多様な機能特性を持たせることができる。実現可能性のある機能特性として、高空隙率、超比表面積効果、熱効果、遮音効果、自己消火性（不燃性や難燃性）といったものが挙げられ、適用されることが期待される製品分野が多いことの一因となっている。

建機用フィルタでの可能性

「4.建機用フィルタ事業 3)建機用フィルタにおける 3 つの競争力の源泉」でも述べた通り、従来の建機用フィルタの濾材にはガラス繊維が使われている。この濾材を「YAMASHIN Nano Filter™」から生成されるナノファイバー素材に変えることで、従来品に比べて、濾材のダスト捕獲量は約 3 倍、フィルタの精度は約 2 倍、それぞれ向上すると言われている。後述する通り、同社は、濾材のナノファイバーへの転換を中期経営期間の戦略の中心に据えている。

建機用フィルタ以外での可能性

「YAMASHIN Nano Filter™」は、吸音性、断熱性、不燃性等の特徴から、建機用フィルタ以外にも使用されることが期待されている。同社では、環境、エネルギー、健康・医療、社会インフラ、情報通信・エレクトロニクスといった分野での使用を想定している。

なお、「3.ヤマシンの経営戦略 3)相互に作用し合うヤマシンフィルタの 2 つの模倣困難性」で述べた通り、同社が建機用フィルタの分野で高い競争力を持つに至ったのは、(1) 建機用フィルタの中核部材までも内製する開発力、(2) 提案力に裏付けられた顧客企業との強い関係性という 2 つの模倣困難性が相互に作用したためである。建機用フィルタ以外についても、「YAMASHIN Nano Filter™」を用いた製品開発力と、顧客に入り込む提案力が備わった際に、強固な事業として確立していくと考えられる。

図表 11. 「YAMASHIN Nano Filter™」の可能性

領域	分野	既に製品化	中計期間中に製品化に着手
フィルタ	建機用フィルタ	✓	
	エアフィルタ	✓	
	液体用フィルタ	✓	
	バグフィルタ		
吸音材・断熱材	自動車		✓
	飛行機		✓
	建築		
医療・バイオ材	創傷治療		
	ドラッグデリバリーシステム		
	人工血管		
エレクトロニクス	船		
	電池セパレータ		
その他総合分野用材	アパレル (高機能材)		✓
	寝具/生活用品		✓
	化粧品 (スキンケア)		
	農業 (ビニールシート)		

出所：会社資料

7. 業績動向

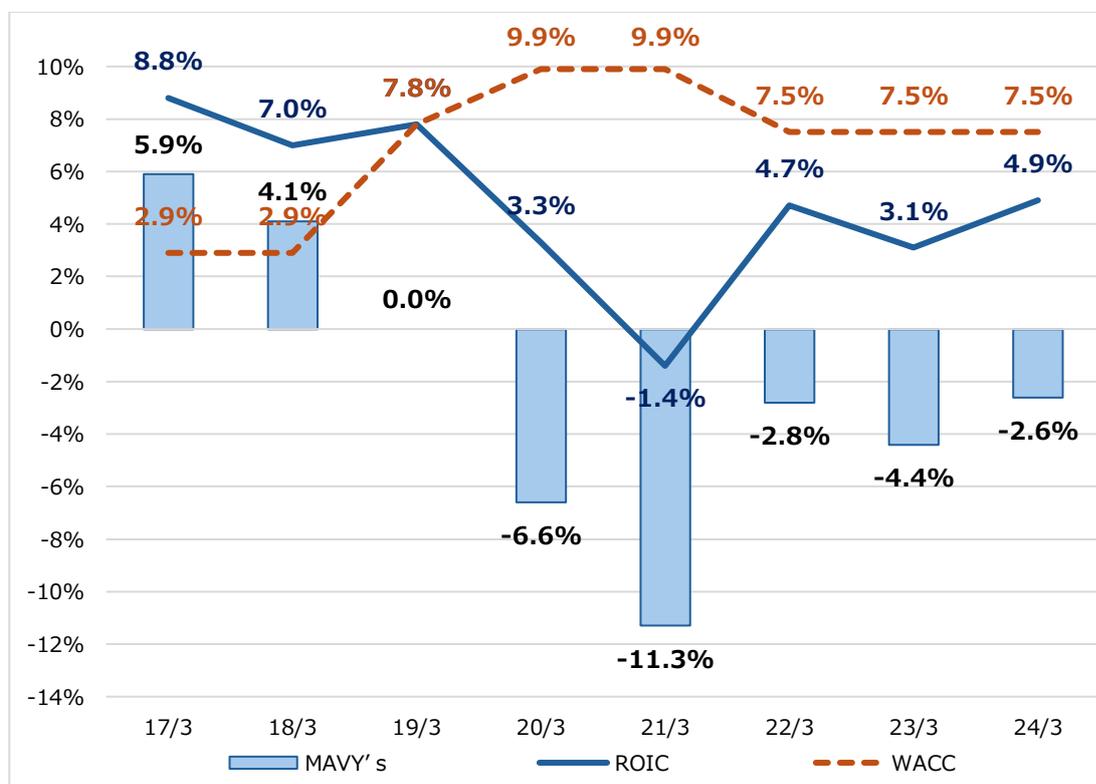
1) MAVY's (Maximizing Added Value of Yamashin Filter Spread)

MAVY's で業績を管理

同社は経済の付加価値を示す MAVY's (マービーズ) を業績管理指標として使用している。MAVY's は Maximizing Added Value of Yamashin Filter Spread の略である。

MAVY's は、「ROIC (Return On Invested Capital : 投下資本利益率) – WACC (Weighted Average Cost of Capital : 加重平均資本コスト)」で算出される。投下資本の利潤最大化を目指し、ROIC を構成する指標に対する責任部署を明確にし、各責任部署で KPI (Key Performance Indicator : 重要業績評価指標) を設定して目標達成に向けた業務運営を行うことができるようにするための最重要指標 KGI (Key Goal Indicator : 経営目標達成指標) である。

図表 12. MAVY's の推移



出所：会社資料

2) 2020 年代前半の振り返り

MAVY's は 20/3 期以降マイナスで推移

MAVY's は 18/3 期まではプラスを維持してきたが、19/3 期は、ROIC が上昇した一方で WACC が急上昇し、MAVY's はゼロまで低下した。そして、20/3 期以降はマイナスで推移してきた。

2020 年代前半は COVID19 が影響

20/3 期は、2020 年初に本格化した COVID19 の影響が直撃し、世界的な建機需要の減少によって売上高営業利益率が急低下するなど、収益性が急速に悪化した。建機需要の低迷によって売上高営業利益率は 21/3 期にさらに低下した。

ヤマシンフィルタ | 6240 (東証プライム)

21/3 期終盤から、建機需要が回復に向かい、中国以外では COVID19 前の水準に戻り、同社の売上高営業利益率も 22/3 期には上昇に転じた。それでも、ウクライナ戦争を機に本格化した物価上昇による原材料や物流コスト高騰や円安等の影響が続き、費用増に対する売価への転嫁が追いつかなかったこともあり、COVID19 前の水準には戻り切れなかった。

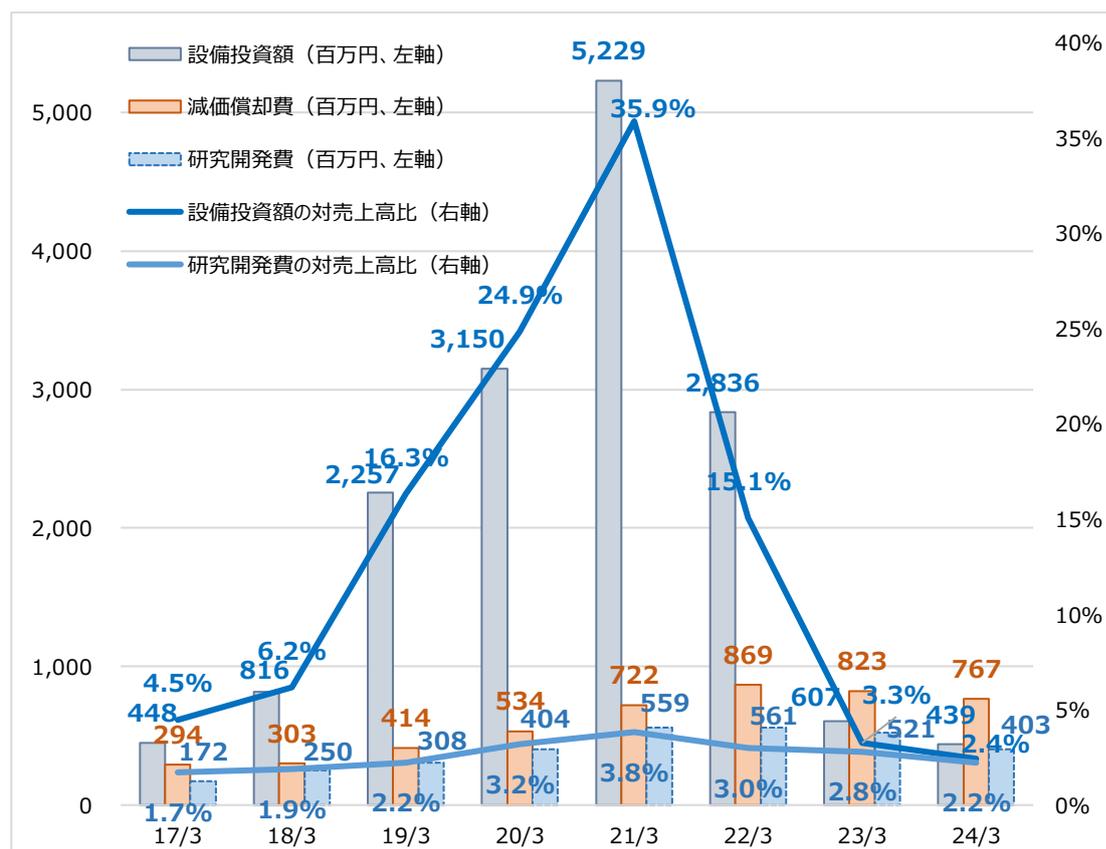
2020 年代前半の苦戦の要因

また、COVID19 発生という外部環境の変化とは別の、同社個別の要因もあった。

建機用フィルタ事業においては、米国拠点におけるマネジメントの責任者とのコミュニケーションがうまく機能せず、利益率の維持、向上よりも売上高の増加を優先する販売が行われ、収益性が悪化した。また、エアフィルタ事業においては、2019 年 8 月に完全子会社化したアクシーは当初代理店販売を採っており、同社にとっては慣れない販売形態であったため、直販への転換が進まずに、収益性がなかなか向上しなかった。さらに、COVID19 に伴い開始したマスク事業も、同社にとって慣れない BtoC 型のビジネスであったこともあって長く続かず、減損処理を行わざるを得なくなった（マスク事業はセグメントとしては消失した）。

なお、こうした苦しい時期ではあっても、「YAMASHIN Nano Filter™」のための投資が行われ、21/3 期には売上高の約 36%にあたる約 53 億円の設備投資が実行された。同社によれば、22/3 期までの設備投資により、「YAMASHIN Nano Filter™」関連の設備投資は終わったとのことである。

図表 13. 設備投資額・減価償却費・研究開発費の推移



出所：会社資料

3) 2024年3月期

期初時点で減益計画だった24/3期は増益で着地

24/3期の業績は、売上高は前期比3.1%減の180.2億円、営業利益は同14.3%増の14.1億円、親会社株主に帰属する当期純利益は同21.9%増の7.8億円と、減収増益となった。

期初の会社計画の売上高176.2億円、営業利益6.0億円との比較では、売上高は約4%の上振れとなったが、前期比51.4%減を計画していた営業利益は一転して増益となった。これは、ほぼ建機用フィルタ事業の上振れで説明がつく。

24/3期の建機用フィルタ事業が増益に転じたことが全体の利益の上振れ要因

セグメント別では、建機用フィルタ事業は、売上高が前期比3.5%減、セグメント利益が同14.7%増となった。しかし、期初の会社計画では売上高が同7.1%減、セグメント利益が同55.7%減としていたため、建機用フィルタ事業が増益に転じたことが大きい。

建機の需要は、公共投資や設備投資が安定的に推移した北米と日本では堅調に推移したが、欧州やアジアでは金利上昇等により市場の需要が減少し、中国は市況の低迷により大幅な需要減少が続いた。これらの結果、全体としては減収となった。一方、利益面では、原材料価格やエネルギーコスト高騰への対応として、原価低減の取り組み「プロジェクトPAC23」を推進したこと、適正価格への価格転嫁を実施したこと、ナノファイバーを使ったフィルタやフィルタの利用状況を検知するセンサ搭載フィルタ等の高付加価値製品の供給が進んだことにより、増益となった。

24/3期のエアフィルタ事業の利益はほぼ期初計画通りに着地

エアフィルタ事業は、売上高が前期比0.7%減、セグメント利益が同7.7%増となった。売上高は期初計画よりやや足りなかったが、セグメント利益はほぼ期初計画通りとなった。

主力のビル空調用フィルタは、交換需要が堅調だったが、納期調整の影響等があり、若干の減収となった。一方、価格転嫁の実施に加え、高収益の中性能フィルタの販売が増加したことや、経費削減が進んだことにより増益となった。

売上高営業利益率は前期比1.2%ポイントの改善

これらの結果、24/3期の売上高営業利益率は、前期比1.2%ポイント上昇の7.8%となった。

なお、前期に比べて為替差損が1.82億円減少した一方、北米子会社に関する事業構造改革費用1.25億円、供給した製品に起因する不具合対応のための品質保証対応損失1.22億円が特別損失に計上され、結果、親会社株主に帰属する当期純利益は前期比21.9%増となった。

4) 2025年3月期第3四半期累計期間

25/3期Q3累計は大幅増益

25/3期第3四半期累計期間（以下、Q3累計）の業績は、大幅増益になった点が目立った。売上高は前年同期比12.3%増の149.4億円、営業利益は同118.5%増の20.5億円、親会社株主に帰属する当期純利益は同92.7%増の12.2億円となった。

25/3期Q3累計の建機用フィルタ事業は交換需要が大幅増加

セグメント別では、建機用フィルタ事業は、売上高が前年同期比15.1%増、セグメント利益が同131.1%増となった。

建機需要は、北米、アジア、欧州、日本での新車需要は前年同期より減少したものの、交換需要が大幅に増加した。中国市場では市況の低迷により需要は減少し続けた。交換需要の大幅増加により、売上高は大幅増収となった。

一方、利益面では、建機用フィルタの交換需要の増加に伴う補給品売上高の増加、原材料価格やエネルギーコスト高騰への対応のための原価低減の継続、販売価格の改善により、増益となった。

ヤマシンフィルタ | 6240 (東証プライム)

25/3 期 Q3 累計のエア フィルタ事業は納期調整の 影響等により減収減益

エアフィルタ事業は、売上高が前年同期比 3.5%減、セグメント利益は同 32.1%減となった。減収減益となったのは、主力のビル空調用フィルタで納期調整の影響があったためである。

これらの結果、建機用フィルタ事業が牽引する形で、25/3 期 Q3 累計の売上高営業利益率は前年同期比 6.7%ポイント上昇の 13.1%となった。

事業構造改革を進めて 特別損失は増加

なお、同社は事業構造改革を継続しており、その一環として、中国・蘇州、欧州・ブリュッセルにおける海外子会社の再編を実施しており、Q3 累計で約 198 百万円の事業構造改革費用を特別損失に計上した（前年同期は約 51 百万円）。

こうした特別損失の増加はあったものの、Q3 累計の親会社株主に帰属する当期純利益は前年同期比 92.7%増となった。

5) 2025 年 3 月期会社計画

Q3 累計の高進捗を受け 25/3 期会社計画は Q2 決算公表時に続き 2 度目の上方修正

25/3 期の会社計画は、売上高 197.8 億円（前期比 9.7%増）、営業利益 24.5 億円（同 73.9%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 15.1 億円（同 92.1%増）である。Q3 累計の業績の好調を受けて、同社は、Q2 決算発表時に続き、2 度目の会社計画の上方修正を公表した。

期初計画では、売上高 176.9 億円（前期比 1.9%減）、営業利益 14.1 億円（同 0.1%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 9.8 億円（同 24.5%増）と、同社は減収営業減益を想定していた。しかし、Q2 累計の業績の好調を受けて、Q2 決算公表時に、売上高 193.0 億円（同 7.1%増）、営業利益 22.2 億円（同 57.3%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 14.9 億円（同 89.4%増）と、減収営業減益の内容から、増収大幅営業増益に転じる修正を行った。

2 度目の上方修正は、建機需要が予想以上に強いことを反映した内容となった。Q2 決算時の会社計画に対して売上高は 2.5%引き上げられたが、セグメント別に見ると、建機用フィルタは 4.2%引き上げられた一方、エアフィルタは 7.9%引き下げられている。同様に営業利益も、Q2 決算時の会社計画に対して 10.5%引き上げられたが、建機用フィルタのセグメント利益が 14.3%引き上げられたことが牽引することが想定されている。

なお、親会社に帰属する当期純利益は、Q2 決算時の会社計画に対して 1.4%の引き上げに留まっている。これは、中国及び欧州における子会社再編を早めに進めることとし、特別損失に計上される事業構造改革費用の増加が見込まれているためである。

図表 14. 売上高・利益動向

(百万円)	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3 CoE (期初)	25/3 CoE (Q3 時)
売上高	14,587	18,822	18,606	18,025	17,690	19,780
前期比	15.1%	29.0%	-1.1%	-3.1%	-1.9%	7.8%
営業利益	-146	1,344	1,235	1,411	1,410	2,454
前期比	-	-	-8.1%	14.3%	-0.1%	73.9%
売上高営業利益率	-1.0%	7.1%	6.6%	7.8%	8.0%	12.4%
親会社株主に帰属する 当期純利益	751	47	645	786	980	1,511
前期比	23.4%	-93.7%	1,270.5 %	21.9%	24.6%	92.1%
売上高当期純利益率	5.1%	0.3%	3.5%	4.4%	5.5%	7.6%

出所：会社資料

図表 15. 半期/四半期業績動向

(百万円)	23/3		24/3		25/3
	H1	H2	H1	H2	H1
損益計算書					
売上高	9,123	9,483	8,709	9,316	9,909
売上原価	5,607	5,686	5,235	5,232	5,473
売上総利益	3,516	3,797	3,474	4,084	4,436
売上総利益率	38.5%	40.0%	39.9%	43.8%	44.8%
販売管理費	2,995	3,083	3,053	3,093	3,060
売上高販売管理費率	32.8%	32.5%	35.1%	33.2%	30.9%
営業利益	521	714	421	990	1,376
売上高営業利益率	5.7%	7.5%	4.8%	10.6%	13.9%
営業外収支	-63	-257	-3	7	59
経常利益	458	457	418	998	1,436
売上高経常利益率	5.0%	4.8%	4.8%	10.7%	14.5%
特別損益	-16	-9	-68	-218	-56
税前利益	443	447	350	789	1,380
法人税等合計	171	74	124	228	510
(法人税率)	38.6%	16.6%	35.4%	28.9%	37.0%
親会社株主に帰属する当期純利益	271	374	226	561	870
売上高当期純利益率	3.0%	3.9%	2.6%	6.0%	8.8%

(百万円)	23/3				24/3				25/3		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
損益計算書											
売上高	4,170	4,953	4,996	4,487	4,302	4,407	4,599	4,717	4,818	5,091	5,036
売上原価	2,586	3,021	2,946	2,740	2,665	2,570	2,534	2,698	2,696	2,777	2,798
売上総利益	1,584	1,932	2,049	1,748	1,638	1,836	2,065	2,019	2,122	2,314	2,239
売上総利益率	38.0%	39.0%	41.0%	39.0%	38.1%	41.7%	44.9%	42.8%	44.0%	45.5%	44.5%
販売管理費	1,489	1,506	1,503	1,580	1,525	1,528	1,547	1,546	1,522	1,538	1,564
売上高販売管理費率	35.7%	30.4%	30.1%	35.2%	35.4%	34.7%	33.6%	32.8%	31.6%	30.2%	31.1%
営業利益	94	427	546	168	113	308	518	472	599	777	674
売上高営業利益率	2.3%	8.6%	10.9%	3.7%	2.6%	7.0%	11.3%	10.0%	12.4%	15.3%	13.4%
営業外収支	-37	-26	-166	-91	-18	15	5	2	-40	99	-12
経常利益	57	401	381	76	95	323	523	475	559	877	662
売上高経常利益率	1.4%	8.1%	7.6%	1.7%	2.2%	7.3%	11.4%	10.1%	11.6%	17.2%	13.1%
特別損益	-2	-14	1	-10	-40	-28	-10	-218	31	-87	-76
税前利益	56	387	381	66	55	295	532	257	590	790	586
法人税等合計	43	128	106	-32	35	89	120	108	204	306	227
(法人税率)	76.8%	33.1%	27.8%	—	63.6%	30.2%	22.6%	42.0%	34.6%	38.7%	38.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	12	259	276	98	20	206	412	149	386	484	359
売上高当期純利益率	0.3%	5.2%	5.5%	2.2%	0.5%	4.7%	9.0%	3.2%	8.0%	9.5%	7.1%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

8. 中長期展望

1) 今後も拡大が期待される世界の建機市場

同社が主力とする建機用フィルタが搭載される建機市場は、今後も拡大が見込まれる市場である。

世界の建機市場は今後も年平均 6%増のペースで拡大する見込み

コンサルティング会社の SDKI によると、世界の建機市場は、2024 年以降年平均 6%程度の成長を続け、2036 年までに 3,310 億ドルの規模になると予測されている。

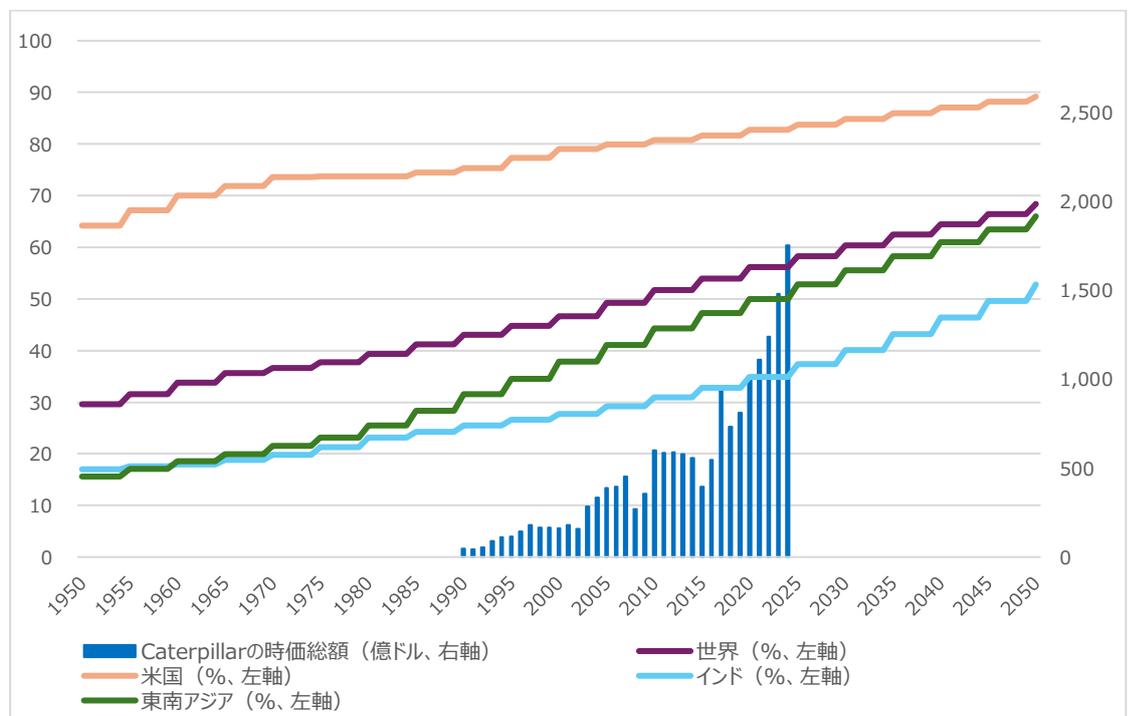
世界の都市化率の動向も建機市場の成長を示唆

世界の建機市場は、長期の観点で見ると、世界の都市化率の動向と連動性が高いと見られる。

国際連合の「World Urbanization Prospects: The 2018 Revision」によると、1950 年の世界全体の都市化率は 29.6%だったが、2000 年には 46.7%まで上昇した（内訳は米国 79.1%、インド 27.7%、東南アジア 37.9%）。世界全体は、直近の 2025 年で 58.3%となる見込みであり、2050 年には 68.4%になると予測されている。2025 年と 2050 年の内訳は、米国は 83.7%から 89.2%へ、インドは 37.4%から 52.8%へ、東南アジア 52.8%から 66.0%へとっており、インドや東南アジアの上昇が全体の上昇を牽引すると見られている。

世界全体の都市化率が 1990 年の 43.0%から 2025 年の 58.3%まで上昇する間、米国の建機メーカー Caterpillar (CAT) の時価総額は 1990 年の 47 億ドルから 2024 年の 1,751 億ドルまで約 37 倍上昇している。

図表 16. 世界の都市化率の上昇



注：CAT の時価総額は各年末の株価によるもの

出所：国際連合の「World Urbanization Prospects: The 2018 Revision」、Speeda、Caterpillar ウェブサイトよりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) 中期経営計画

25/3期～28/3期の 「中期経営計画 2027」

同社は、2024年11月に、25/3期～28/3期の「中期経営計画 2027」を公表した。「Fly to the next stage!」と称し、グローバルトップ企業として飛躍的成長を目指す期間として位置づけている。中期経営計画における成長戦略として、以下の3点を進めていくとしている。

- ① 新たな価値創造の取り組み
- ② 資本コストを意識した経営の強化
- ③ ESG 経営の推進

このうち、「ESG 経営の推進」については、「12. ESG の取り組み」のところで触れる。

なお、中期経営計画後の29/3期以降のありたい姿として、同社は「次のグローバルスタンダードを作る唯一無二の総合フィルタメーカーへ」を掲げ、そのための目指す方向性と戦略として、フィルタ経済圏の拡充、環境課題や社会要請に応える製品開発、フィルタの事業領域を再定義・拡大する挑戦の3点を掲げている。

中期経営計画の数値からすると、28/3期までの期間の業績を牽引するのは、主力の建機用フィルタ事業の成長の再加速である。建機用フィルタ事業の成長と並行して、29/3期以降の「総合フィルタメーカー」になるための事業領域拡大に向けた準備を進めていくことになる。なお、新素材に対する設備投資は2020年代前半にあらかた完了しており、今後の大きな設備投資は必要ないと同社は考えている。

図表 17. 中期経営計画 (億円)

財務項目	24/3 実績	25/3		26/3 中期計画	27/3 中期計画	28/3 中期計画	28/3期の24/3 期との比較	24/3期 ～28/3期 平均成長率
		会社計画 期初	会社計画 Q3 決算時点					
売上高	180.2	176.9	197.8	204.2	220.3	237.9	32.0%増	7.2%
営業利益	14.1	14.1	24.5	27.2	32.2	38.8	2.7倍	28.7%
営業利益率	7.8%	8.0%	12.4%	13.3%	14.6%	16.3%	8.5%ポイント上昇	—
MAVY's	-2.6%	-3.0%	-1.0%	0.2%	1.3%	2.9%	5.5%ポイント上昇	—
ROIC	4.9%	4.5%	7.1%	8.1%	8.9%	10.2%	5.3%ポイント上昇	—
WACC	7.5%	7.5%	8.1%	7.9%	7.6%	7.3%	0.2%ポイント低下	—
EPS (円)	11.0	13.9	21.3	27.5	33.2	41.0	3.7倍	—
総資産	259.4	—	265.0	280.0	300.0	320.0	23.3%増	5.4%
自己資本比率	82.1%	—	84.9%	79.2%	73.2%	67.7%	14.4%ポイント低下	—
財務レバレッジ (倍)	1.22	—	1.18	1.26	1.37	1.48	1.2倍上昇	—
WACC	7.5%	7.5%	8.1%	7.9%	7.6%	7.3%	0.2%ポイント低下	—
1株当たり配当金 (円)	6.0	10.0	12.0	—	—	—	—	—
DOE	2.0%	3.3%	3.9%	5.0%	7.4%	10.3%	8.3%ポイント上昇	—
配当性向	54.5%	72.0%	56.4%	58.1%	72.2%	82.9%	28.4%ポイント上昇	—
総還元性向	121.0%	78.0%	60.4%	113.5%	119.3%	122.0%	1.0%ポイント上昇	—

出所： 会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

図表 18. 中期経営計画 (セグメント別) (億円)

建機用フィルタ 財務項目	24/3 実績	25/3 会社計画 期初	25/3 会社計画 Q3 決算時点	26/3 中期計画	27/3 中期計画	28/3 中期計画	28/3 期の 24/3 期との 比較	
							24/3 期 ~28/3 期 平均成長率	
売上高	153.8	148.9	172.0	175.2	190.3	206.9	34.5%増	7.7%
営業利益	13.2	12.9	24.0	26.0	30.7	37.1	2.8 倍	29.5%
営業利益率	8.6%	8.7%	14.0%	14.8%	16.1%	17.9%	9.3%ポイント 上昇	-
MAVY's	-1.7%	-	0.8%	1.5%	2.6%	4.3%	6.0%ポイント 上昇	-
ROIC	5.8%	-	9.0%	9.4%	10.2%	11.6%	5.8%ポイント 上昇	-
WACC	7.5%	-	8.1%	7.9%	7.6%	7.3%	0.2%ポイント 低下	-

エアフィルタ 財務項目	24/3 実績	25/3 会社計画 期初	25/3 会社計画 Q3 決算時点	26/3 中期計画	27/3 中期計画	28/3 中期計画	28/3 期の 24/3 期との 比較	
							24/3 期 ~28/3 期 平均成長率	
売上高	26.4	28.0	25.8	29.0	30.0	31.0	17.3%増	4.1%
営業利益	0.9	1.2	0.5	1.2	1.5	1.7	1.8 倍	16.0%
営業利益率	3.5%	4.3%	2.1%	4.1%	5.0%	5.3%	1.8%ポイント 上昇	-
MAVY's	-6.0%	-	-9.0%	-5.8%	-5.1%	-4.6%	1.4%ポイント 上昇	-
ROIC	1.5%	-	-0.8%	2.1%	2.5%	2.7%	1.2%ポイント 上昇	-
WACC	7.5%	-	8.1%	7.9%	7.6%	7.3%	0.2%ポイント 低下	-

出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3) 中期経営計画：新たな価値の創造 (建機用フィルタ)

建機用フィルタにおける 価値創造戦略

建機用フィルタについて、以下の理由により、まだ成長余地は大きいと考えられる。

- ① 世界の都市化率の上昇を背景に、建機市場がまだ成長市場である
- ② 既に日米欧を中心とした主要建機メーカーとは直接取引しているが、まだ同社製品のシェアが低い領域が存在している
- ③ ナノファイバー素材を用いた高付加価値フィルタへの置き換えによる単価引き上げと原価率改善の可能性が高い
- ④ 新車ライン品の約 10 倍の規模があるとされるアフターマーケット品の市場の開拓余地が大きい

以上を踏まえ、主力の建機用フィルタ事業の「新たな価値の創造」については、多様なアプローチによるシェア拡大、高付加価値製品の導入、アフターマーケット活動の進化の 3 点を重点戦略としている。

ヤマシンフィルタ | 6240 (東証プライム)

顧客視点と技術視点の 2軸での建機用フィルタの 新規採用によるシェア拡大

図表6にもある通り、顧客企業ごとに見ると、建機用フィルタの中でもまだ採用シェアが低いフィルタの領域があるとしている。同社では、これらの採用シェアが低い領域、未採用の領域での採用を進めることで、更なるシェアの拡大を進めていく方針である。

その際、同社は、建機メーカーごとの設計思想や意思決定プロセスの違いを理解した上での「顧客視点」と、技術要件や規制動向、同社の技術シーズに適応した提案につなげていく「技術視点」の2つの軸を持ち、重層的な営業活動を展開していく方針を採っている。

高付加価値製品の導入 (1) : ナノファイバー 素材を使ったフィルタの 浸透

2つの軸のうち、「技術視点」によるアプローチとして強力な武器となるのが、「YAMASHIN Nano Filter™」である。従来のガラス繊維から、ナノファイバー素材を用いた高付加価値の建機用フィルタへの置き換え、浸透を進めていくとしている。「YAMASHIN Nano Filter™」から生成されるナノファイバー素材を用いた建機用フィルタは、従来品に比べて、濾材のダスト捕獲量は約3倍、フィルタの精度は約2倍とされている。さらに、新素材を使用することで、従来素材を使用するのに比べて生産コストが低減する効果があると言われている。

同社では、建機用フィルタにおける「YAMASHIN Nano Filter™」を利用した高付加価値製品の割合は、25/3期は6%、28/3期30%、31/3期70%と上げていく方針である。実際、「YAMASHIN Nano Filter™」を利用した建機向けリタンフィルタが、2024年12月発売の小松製作所の新世代油圧ショベルに採用されるなど、実績が出始めている。

高付加価値製品の導入 (2) : 圧力損失の低下

「4.建機用フィルタ事業 3) 建機用フィルタにおける3つの競争力の源泉」でも述べた通り、建機用フィルタの性能を決めるのは、寿命の長さ（どれだけ長持ちするか）、濾過精度の高さ（どれだけ細かいものを除去できるか）、通過抵抗の小ささ（通すべき油をどれだけ通すか）という3つの条件である。このうち、通過抵抗の小ささ（圧力損失）については、今後、本格的に取り組んでいく方針である。

圧力損失とは、フィルタを通過する際に生じる抵抗値のことである。圧力損失を下げることで、製品のロングライフ化（フィルタの交換回数の減少による環境負荷軽減、交換に要する時間の短縮）、フィルタの小型化、デザインのスマート化、建機の燃費の向上といった効果が期待されるが、同時に、「YAMASHIN Nano Filter™」の導入が進みやすくなるとされている。同社では、「プロジェクト・ファントム」を立ち上げ、圧力損失を下げるための取り組みを進めている。

アフターマーケット活動の 進化

「4.建機用フィルタ事業 3) 建機用フィルタにおける3つの競争力の源泉」でも触れたが、補給品として交換されるアフターマーケット品の市場は、新車ライン品の約10倍の規模がある市場と推定されている。一方、同社の24/3期の売上高においては、アフターマーケット品向けの売上高は、新車ライン品向けの売上高の約1.4倍に留まっており、同社は、アフターマーケット品の市場は開拓余地が大きい市場と捉えている。

アフターマーケット品の市場に対しては、純正率を上げるために、(1) 模倣品を使えないようにする製品の開発、(2) 建機メーカー及びその代理店と共同でエンドユーザー（建機のオーナー）向けのサポート活動（純正品を使った方が経済合理的であることを伝える啓蒙セミナーの開催等）を実施してきた。

同社では、アフターマーケット品の市場にさらに浸透していくために、建機メーカーの現地法人との関係をもとに、建機メーカーの現地の代理店と共同でエンドユーザーにアプローチし、建機の保証を獲得していくビジネスを始めたい方針である。同社では、建機のオーナーが増加している東南アジア市場を中心に展開していくとしているが、この保証が積み上げていくことで、稼働する建機のメンテナンスのためのハブ、あるいはプラットフォームになることまで将来像を描いている模様である。

4) 中期経営計画：新たな価値の創造（エアフィルタ）

エアフィルタにおける 価値創造戦略

エアフィルタの価値創造については、既存商流の強化、直販体制の強化、濾材の拡販の3点を重点戦略としている。なお、エアフィルタは、顧客の業種が、ビル（メンテナンス）、工場、産業用機械といったように多様多様であることが特徴である。

ヤマシンフィルタ | 6240 (東証プライム)

製品のラインナップ拡充

エアフィルタの既存商流の強化については、これまで培った代理店ネットワークを活用しつつ、顧客業種ごとにカスタマイズ対応してだけでなく、製品のラインナップ拡充を進めていくとしている。

そのために、ロングライフ化と低空気抵抗という素材特性を持つ「YAMASHIN Nano Filter™」の活用が期待されている。「YAMASHIN Nano Filter™」搭載の製品には、省エネルギーや CO2 低排出の特徴が活かされるとしている。具体的には、「YAMASHIN Nano Filter™」を用いた中高性能市場向けの「NanoWHELP65」、中高性能市場の中でも病院や公的施設、要塩害対策の施設等の高浄度度向けの「NanoWHELP95,98,99」の製品のラインナップを進めていく。

特注品の直接販売も開拓

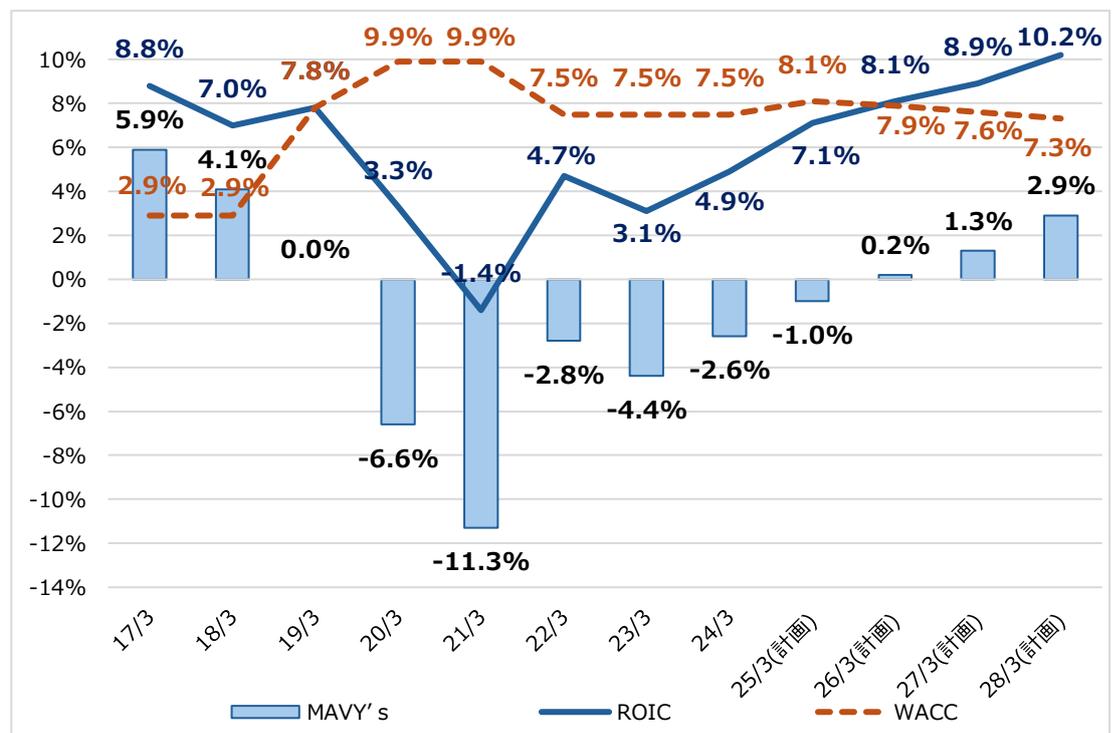
また、顧客ごとのニーズに合わせてカスタマイズできる強みを活かして、売上規模拡大・高利益率が期待できる顧客に対しては、特注品の直接販売も行っていくとしている。

5) 中期経営計画：資本コストを意識した経営の強化

MAVY's は 26/3 期にプラスに転じると予想

同社は引き続き、MAVY's をベースとして業績管理を行っていく。前述した通り、20/3 期以降 MAVY's (= ROIC - WACC) のマイナスが続いているが、26/3 期にプラスに転じると同社は予想している。

図表 19. MAVY's の推移及び計画



出所：会社資料

ROIC の改善は収益性上昇が牽引

MAVY's を構成する ROIC について、同社は、24/3 期実績の 4.9% に対し、28/3 期の 10.2% まで上昇していくと計画している。そのための施策のうち、収益性の改善については、上述した「新たな価値の創造」の項目で詳述した戦略を進めていくとしている。

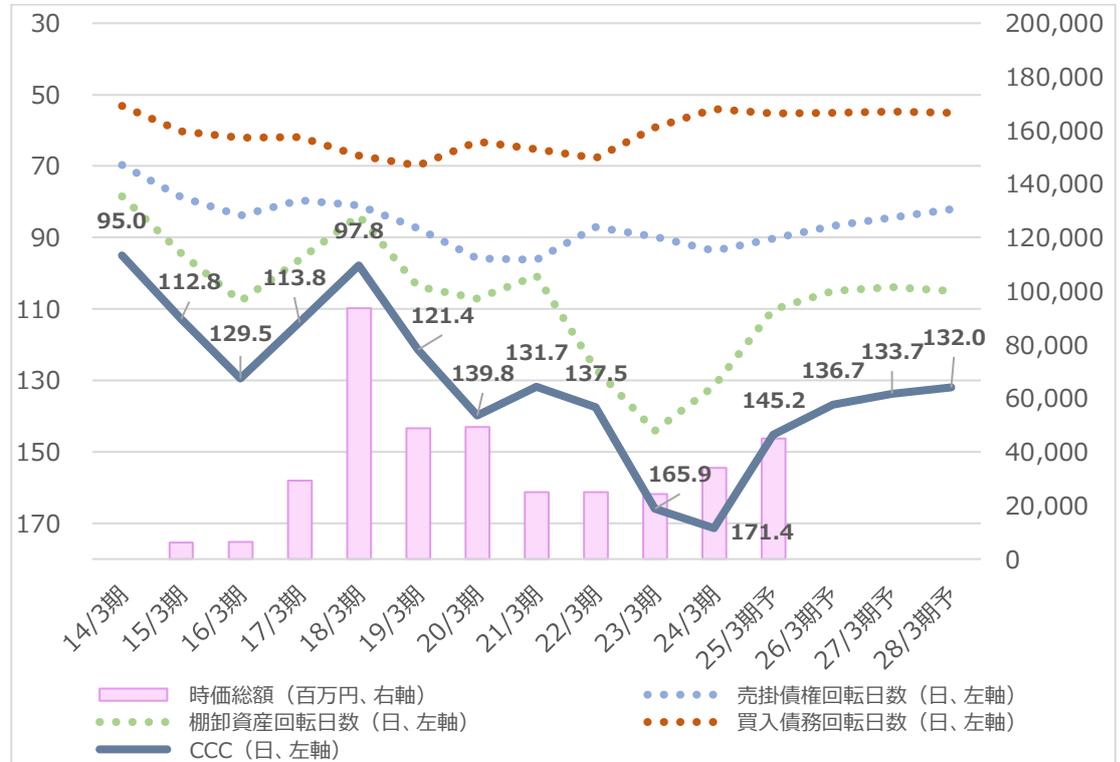
CCC も改善が続く見込み

また、「新たな価値の創造」に付随して、収益性のみならず、効率性の改善も図る。そのひとつとして、キャッシュ・コンバージョン・サイクル (CCC) の短縮化が挙げられる。

CCC は、「売上債権回転期間 + 棚卸資産回転期間 - 買入債務回転期間」で算出され、日数が短いほどキャッシュの回転が速く効率的とされている。CCC が改善 (短縮) する局面では、効率性の改善が株価に織り込まれやすく、過去、中国市場での需要増加を背景として、16/3 期から 18/3 期にかけて CCC が改善し

た時は、時価総額が大きく増加した。その後、CCCは23/3期174.5日まで悪化したが、24/3期以降反転し、中期経営計画では28/3期の132.0日まで改善が続く見込みである。

図表 20. キャッシュ・コンバージョン・サイクルと時価総額



注：左軸は上に行くほど値が小さく（日数が短く）キャッシュを効率的に回して事業を行っていることを示している

時価総額は各期末時点。25/3期の時価総額は2025年2月19日時点

出所：会社資料

財務レバレッジ引き上げによる WACC 低減を志向

同社は資本コストに対する意識が非常に高く、予測した貸借対照表をもとに目標を定めてから株主還元策をはじめとする資本政策を計画する稀有な企業である。MAVY' s を構成する WACC について、資本政策を講じて低減を図っていく方針である。具体的には、借入を増やすことにより財務レバレッジを引き上げることを計画している。

株主還元では 28/3 期の DOE10%超が目標

資本政策の一環として、株主還元の向上も目指すとしている。同社はそのための指標として DOE（株主資本配当率：年間配当総額÷株主資本、あるいは、配当性向×ROE）を重視している。同社では、24/3期実績 2.0%、25/3期会社計画 3.9%に対し、28/3期に 10.3%まで引き上げていくと計画している。

9. 同業他社との比較

建機用の油圧フィルタでは国内シェアは約 70%

国内の建機用の油圧フィルタでは、同社は約 70%のシェアを有するとされているが、他には自動車用のフィルタから発展してきた和興フィルタテクノロジー（未上場）等数社の競合先が存在するようである。

海外の競合企業

海外に目を向けると、油圧システムやフィルタ技術の分野を牽引する Parker Hannifin Corp（パーカー・ハネフィン、米国、PH NYSE）、建機向け油圧フィルタに強みを持つ産業用フィルタメーカーの Donaldson（ドナルドソン、米国、DCI NYSE）、油圧機器及びフィルタ専門メーカーで建設機械向けの油圧フィルタに強みを持つ Hydac International（ハイダック、ドイツ、未上場）、自動車用フィルタが中心だが、建設機械向けの油圧フィルタ製品も展開している Mann+Hummel（マン・フンメル、ドイツ、未上場）が競合先として

ヤマシンフィルタ | 6240 (東証プライム)

挙げられる。これらの競合先は、他に中心となる事業があって、事業領域の拡大によって建機用フィルタも手がけているケースが多い。

また、中国にも、上海フィルタ (Shanghai Filter) や徐州恒基 (Xuzhou Hengji Filter) といった、競合先となる建機用フィルタメーカーが存在している。

海外の建機用フィルタメーカーに比べて低い収益性

上記の直接の競合先の建機用フィルタメーカーのうちの一部と、建機関連の製品を提供しているメーカー、建機メーカーと比較した。

収益性に関しては、同社の売上高営業利益率は 24/3 期実績で 7.8% である。国内の油圧機器または建機関連のメーカーよりは高いものの、海外の建機用フィルタメーカーや国内外の建機メーカーに比べると大きく下回っている。海外の建機用フィルタメーカーに比べて ROE (24/3 期実績 3.7%) や ROIC (同 4.7%) が低いのも、収益性の低さが要因と考えられるが、今後の収益性向上の余地が大きいことも示唆していよう。

安全性を示す自己資本比率の高さ

24/3 期末の同社の自己資本比率は 82.1% であり、今回比較したどの企業よりも高い。財務面での安全性が高いという見方もできるが、借入が少ない、すなわち、借入を増やしてまで投資をしようとする状況になっていないという見方もできる。

なお、自己資本比率の高さは、ROE を構成する財務レバレッジが低いことと同義である。同社の 24/3 期の ROE が 3.7% と低いことの要因のひとつが、財務レバレッジの低さであるとも言えよう。

図表 21. 同業他社との収益性比較

企業名	コード	決算期	売上高 (百万円)	売上高 平均成長率 (%)	営業利益 (百万円)	営業利益 平均成長率 (%)	売上高 営業利益率 (%)	ROE (%)	ROIC (%)	自己資本 比率 (%)
ヤマシンフィルタ	6240	24/3	18,025	5.5	1,411	-6.4	7.8	3.7	4.9	82.1
和興フィルタテクノロジー	未上場	23/12	15,790	-	-13	-	-0.1	5.8	-0.5	53.2
Parker Hannifin (米)	PH	24/6	2,990,098	6.8	583,017	13.2	19.5	25.4	14.7	41.2
Donaldson (米)	DCI	24/7	538,008	4.7	81,616	7.0	15.2	29.5	21.8	51.1
【参考：油圧機器または建機関連】										
油研工業	6393	24/3	29,512	-0.3	1,379	-8.4	4.7	3.6	2.8	59.7
カヤバ	7242	24/3	442,781	1.4	22,417	-	5.1	7.9	5.8	47.5
トピー工業	7231	24/3	333,992	3.1	10,440	6.8	3.1	3.6	5.6	47.3
【参考：建機メーカー】										
小松製作所	6301	24/3	3,865,122	7.2	607,194	8.8	15.7	14.1	10.6	56.7
日立建機	6305	24/3	1,405,928	6.3	162,690	9.7	11.6	13.1	8.6	44.4
Caterpillar	CAT	24/12	9,723,294	3.8	1,961,192	9.5	20.2	55.4	19.5	22.2

注：成長率は過去 5 期の平均

5 期前のデータがない和興フィルタテクノロジーの売上高成長率と営業利益成長率、5 期前が赤字のカヤバの営業利益成長率は適用なし

為替レートは 2025 年 2 月 19 日の 1 ドル = 150.03 円を適用

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

10. 株価動向とバリュエーション

同社のこれまでの株価推移をみるために、上場している同業のフィルタメーカー、建機関連の製品を提供しているメーカー、建機メーカーとTOPIX（東証株価指数）の株価推移を指数で表した。図表 21 では 2019 年末の株価を 100 とした時の、図表 22 では 2022 年末の株価を 100 とした時の、図表 23 では 2023 年末の株価を 100 とした時の、それぞれの相対株価の推移を示している。

COVID19 が始まった 2020 年以降は TOPIX を上回って推移

2020 年以降の株価推移を示した図表 21 によると、COVID19 が始まった 2020 年は株式市場全体及び比較企業の下落率の方が大きかった上に、2020 年後半には、同社のフィルタ技術を活かしたマスク販売が評価されたこともあって、COVID 前の株価水準を大きく上回って推移した。

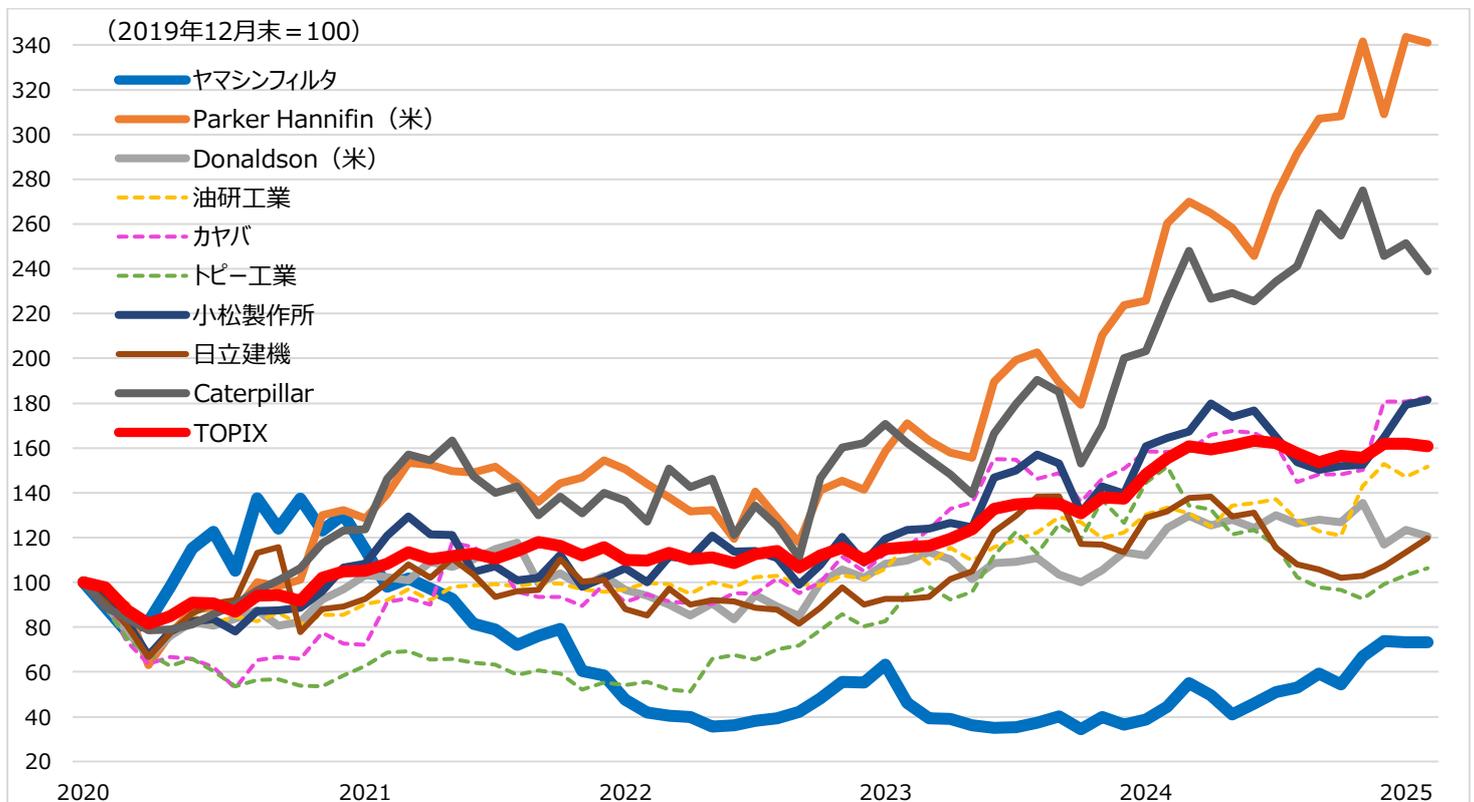
2021 年以降は株価低迷

しかし 21/3 期の営業利益が赤字に陥ったことで株価が下落に転じて以降は、一時的な上昇はあったとしても、2023 年 10 月に 2020 年以降の底をつけるまで、同社の株価は低迷期を迎えた。TOPIX、どの他社の株価と比べても、同社の株価は劣後して推移した。

2023 年終わり頃から業績回復期待が醸成され相対株価は他を上回って推移

2023 年以降の株価推移を示した図表 22 で詳細を見ても、底を打つ 2023 年 10 月までは低迷が続いた。その後、24/3 期の業績が期初計画を上回る見込みが高まると、業績回復期待が醸成され、相対株価で見て TOPIX 及び他社を上回って推移するようになった。25/3 期もこの傾向が続き、他に比べて同社の株価は大きく上昇したが、それでも 2020 年の株価水準には達していない。

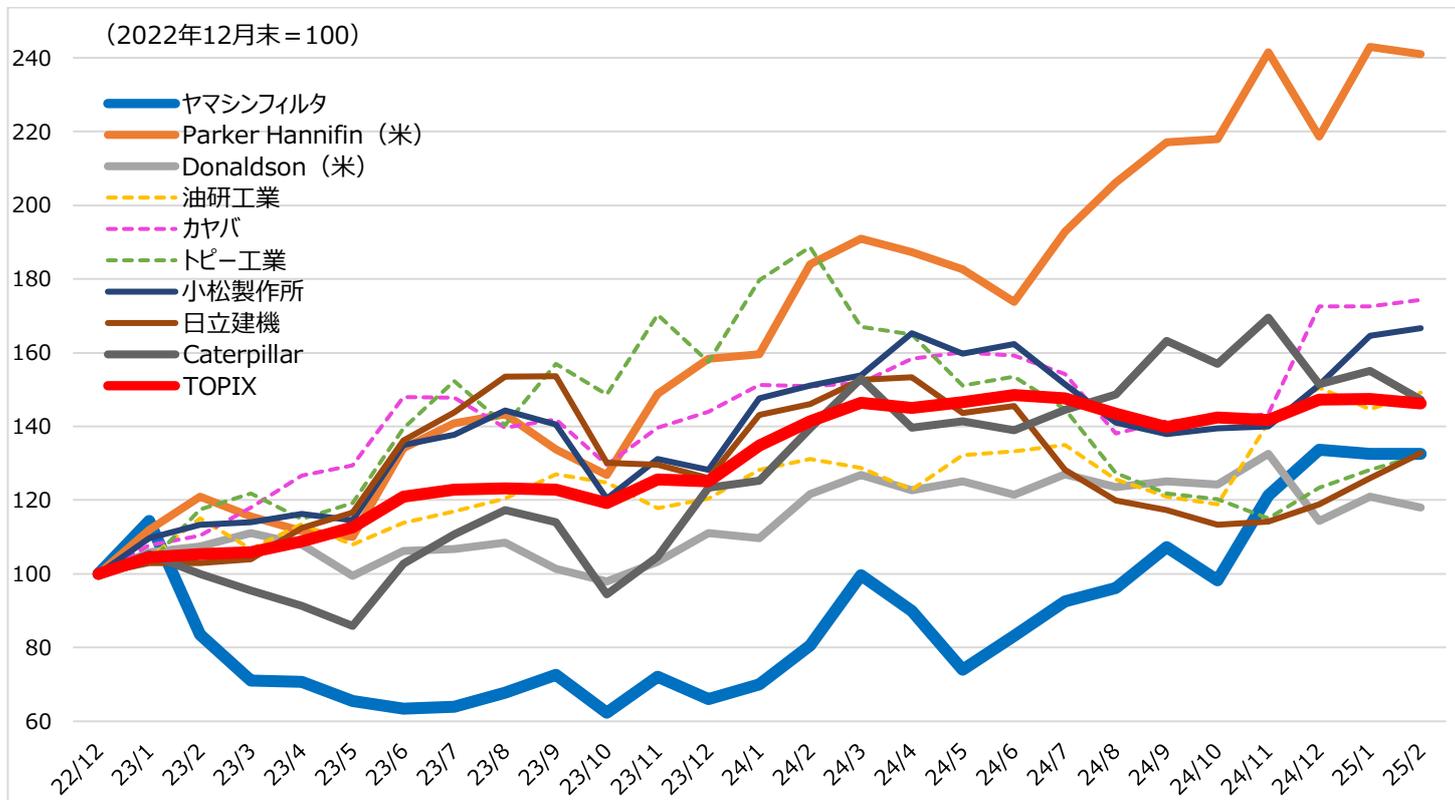
図表 22. フィルタメーカー、建機関連の製品を提供しているメーカー、建機メーカーの株価推移 (2020 年以降)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

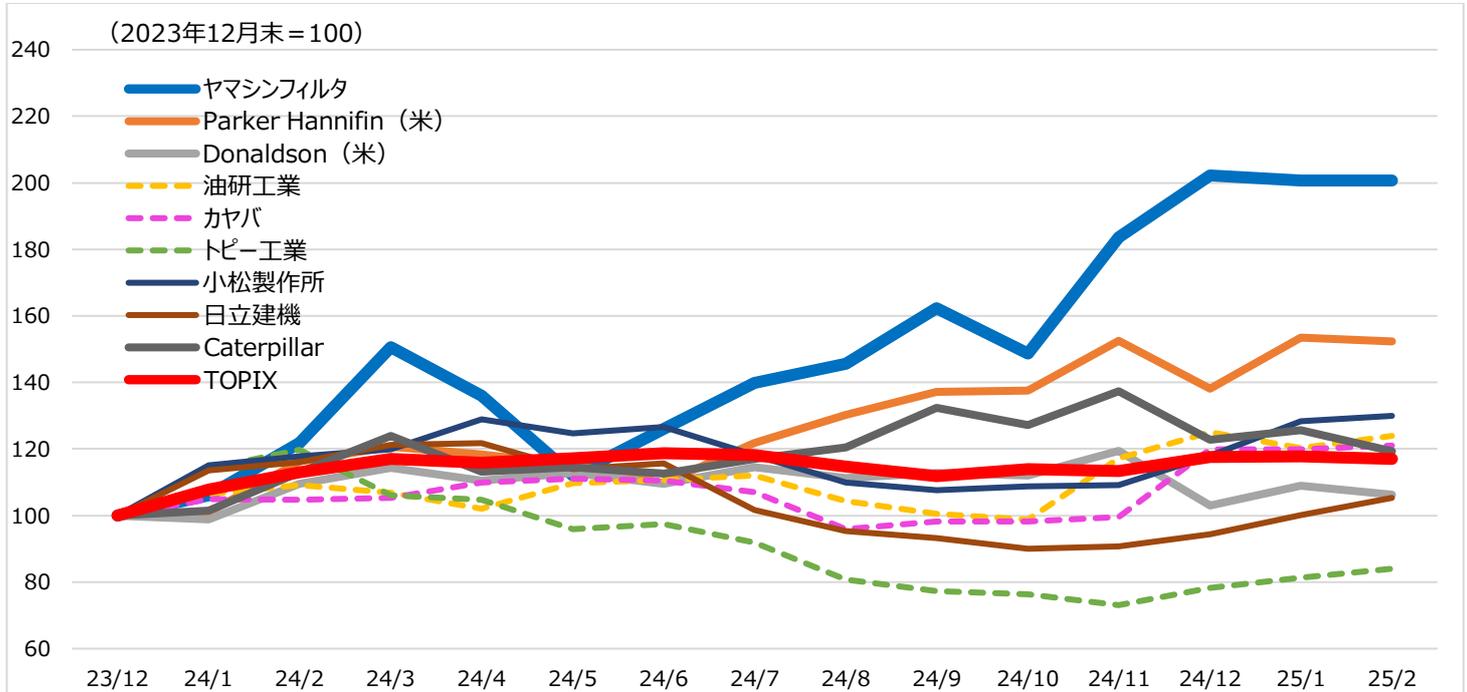
ヤマシンフィルタ | 6240 (東証プライム)

図表 23. フィルタメーカー、建機関連の製品を提供しているメーカー、建機メーカーの株価推移 (2023年以降)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 24. フィルタメーカー、建機関連の製品を提供しているメーカー、建機メーカーの株価推移 (2024 年以降)



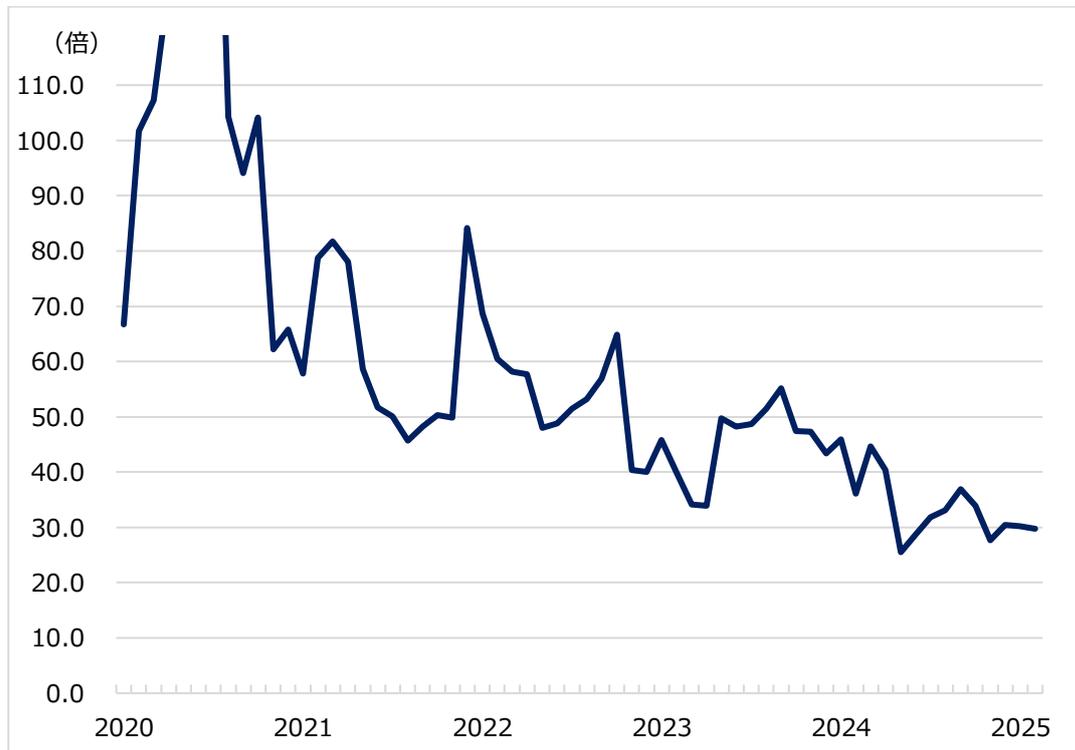
出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

5年前の高いバリュエーションからはこなれてきたが...

バリュエーション面では、2021 年頃まで PER で 100 倍超と高い水準にあったが、その後の株価下落で現在は PER30 倍近辺の水準にある。PBR は 2021 年頃まで 3.0~4.5 倍の水準にあったが、その後、PBR1.0 倍の水準まで低下した。2024 年以降の株価回復により現在は PBR2.0 倍の水準にある。

類似企業と比較すると、PER では他のどの企業よりも高く見える。2024 年 11 月に公表された中期経営計画において 28/3 期までの見通しが公表されており、28/3 期の会社予想 EPS ベースでは PER は 15.6 倍まで低下する計算となる。また、同計画では、ROIC も 24/3 期の 4.9% から 28/3 期には 10.2% まで大きく上昇する見込みとなっており、足元の 25/3 期基準の高水準な PER の説明がつくと考えられる。また、PBR では軒並み 1.0 倍を割っている国内の建機関連企業よりは高いものの、米国のフィルタ企業よりははるかに低い。こちらは収益性だけでなく、資本政策によることも大きいので、今後の ROIC 改善、WACC 低下に向けた資本政策によって向上する余地があると考えられる。

図表 25. PER の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 26. PBR の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 27. 同業他社とのバリュエーション比較

企業名	コード	決算期	株価 (2月19日)	時価総額 (百万円)	PER 会社予想 (倍)	PBR 直近実績 (倍)	配当利回り 会社予想 (%)	ROE 直近実績 (%)
ヤマシンフィルタ	6240	24/3	634	45,016	29.8	2.1	1.9	3.7
Parker Hannifin (米)	PH	24/6	701.55	13,536,024	26.2	7.5	0.9	25.4
Donaldson (米)	DCI	24/7	69.44	1,251,316	19.1	5.6	1.5	29.5
【参考：油圧機器または建機関連】								
油研工業	6393	24/3	2,683	10,252	10.3	0.5	4.8	3.6
カヤバ	7242	24/3	2,968	146,893	11.8	0.4	6.7	7.9
トピー工業	7231	24/3	2,145	49,017	9.6	0.4	4.8	3.6
【参考：建機メーカー】								
小松製作所	6301	24/3	4,793	4,423,176	11.8	1.5	3.5	14.1
日立建機	6305	24/3	3,928	835,501	9.9	1.1	4.5	13.1
Caterpillar	CAT	24/12	353.00	25,569,505	17.3	8.7	1.5	55.4

注：米国企業はEPSの会社予想を開示していないため、PERはコンセンサス予想のEPSを用いて算出

米国企業は配当の会社予想を開示していないため、直近の実績の1株当たり配当金を代用して配当利回りを算出

為替レートは、2025年2月19日の1ドル=150.03円を適用

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

ヤマシンフィルタ | 6240 (東証プライム)

2023年後半以降の「第一フェーズ」にあたる2024年は業績期待からTOPIXを上回って推移

日本の株式市場全体は、2024年2月に日経平均株価が史上初の40,000円台に乗せたことに代表されるように、2024年半ばまで、外国人買いが主導して大型株中心に上昇してきた。その状況下でも、24/3期の業績期待から、同社の株価はTOPIXを上回って推移していた。

その後、25/3期の会社計画が慎重な内容だったことで、相対株価はTOPIX並みとなった。2024年半ば以降の株式市場は、全体要因主導での株価上昇局面が終わり、業績やコーポレートアクションといった個別要因に反応しやすくなっていると考えられる。こうした相場環境のもと、同社の株式については、25/3期の会社計画に対する業績の進捗の高さが確認されると、業績に対する期待が高まり、2024年後半は再度TOPIXを上回って推移するようになった。その結果、同社の株式の現在のバリュエーションはPERで29.8倍、PBRで2.1倍である。

2023年後半以降の相対株価の回復局面を「第一フェーズ」とすると、25/3期あるいは26/3期までの短期業績に対する評価に基づくものと考えられる。

**「第二フェーズ」の評価軸はMAVY'sで26/3期にプラス転換するかどうか
焦点**

「第二フェーズ」の評価軸は、同社が重要視しているMAVY's (= ROIC - WACC) であり、26/3期にプラスに転じるかどうか焦点となる。

MAVY'sの構成要素であるROICについては、中期経営計画最終年度の28/3期の売上高237.9億円、営業利益38.8億円を目安に業績の進捗が焦点となる。中期経営計画では、主力の建機用フィルタ事業が全体の業績を牽引する内容になっているが、主要建機メーカーへの更なる浸透、「YAMASHIN Nano Filter™」をベースとした高機能フィルタの普及といったような明確なストーリーに基づいており、金利、為替、景気といった外部環境の急激な変動がない限りは、建機用フィルタ事業の計画達成の確度は高いと考えられる。

MAVY'sのもう一つの構成要素であるWACCも、26/3期以降徐々に低下していく計画となっている。WACCについては同社の資本政策によるところが大きく、株主還元を含めた資本政策にまつわる具体的な施策についても注意を払っておきたい。

「第三フェーズ」は「総合フィルタメーカーになる」というシナリオへの評価

「第三フェーズ」は、「総合フィルタメーカーになる」というシナリオへの評価であり、29/3期以降を見据えた動きである。

COVID19が始まる前の2018年~2019年頃は、新素材「YAMASHIN Nano Filter™」をベースとした「総合フィルタメーカーになる」というシナリオが評価され、高いバリュエーションがついていた。このシナリオはCOVID19の発生とその後の業績悪化、さらに、エアフィルタ事業が伸び悩んできたことから、評価されなくなっており、バリュエーションの低下につながっていった。

同社は「総合フィルタメーカーになる」という夢を温め続けている。そして、期待先行ではなく、現実的に着実に進めていく方針を明確にしている。中期経営計画期間中に新規事業の業績貢献を加えていないことがその証左である。一方で、29/3期以降を見据えた動きは着々と進めていくものと考えられるため、(1) 2019年当時新規事業であったエアフィルタ事業の業績進捗、(2) 新規事業につながりそうな動向については、注視していきたい。

中長期的に「総合フィルタメーカーになる」というシナリオの現実性に対する認知が浸透していく局面では、バリュエーションの上昇を通じて、同社の事業に対する評価が株価に反映されていくと考えられる。

会社計画の上方修正に伴い25/3期は期初計画より2.0円増配

同社は、25/3期の1株当たり予想配当金を、前期比6.0円増の12.0円(中間5.0円、期末7.0円)で計画している。24/3期は6.0円(中間3.0円、期末3.0円)だったので、前期比6.0円の増配である。また、期初計画では10.0円(中間5.0円、期末5.0円)だったが、Q2決算公表時の会社計画の上方修正に伴い、期初計画比2.0円の増配となった。Q3決算公表時の会社計画の上方修正の際には、12.0円で据え置かれている。配当性向は24/3期では54.5%であったが、Q3決算公表時の会社計画修正後の25/3期は56.4%の想定となっている。

11. リスク要因

現時点では事業遂行や業績の面で注視すべき大きなリスクはないとみられるが、リスクを挙げるとすれば、以下の3点が指摘できよう。

一つ目は、短期的な業績動向である。特に主力の建機用フィルタは、建機の生産台数に依存するため、金利、為替、景気といったマクロ環境の急変、あるいは地政学上の大きな変化の影響を受けやすい。

二つ目は、為替変動とも関係するが、原材料費や運送料等のコスト上昇の可能性である。

三つ目は、生産拠点での事故や自然災害の可能性である。同社の生産拠点は、国内は佐賀、海外はフィリピンのセブとベトナムの3カ所であり、事故や被災により生産が停滞すると、業績に影響を及ぼすおそれがある。

12. ESG の取り組み

コーポレート・ガバナンス体制

同社グループは、ヤマシンフィルタ及び連結子会社7社で構成されており、組織形態は、監査等委員会設置会社である。取締役会については、取締役9名（うち、女性2名）のうち、独立社外取締役5名で構成される。監査等委員は3名である（全員社外取締役）。なお、社内取締役には、創業家出身の山崎敦彦社長の他、山崎裕明副社長、山崎敬明専務執行役員が入っている。創業家が47%の株式を保有している。

取締役会の下で、指名委員会と報酬委員会を設置している。独立社外取締役が委員の過半数を占め、役員候補者、報酬などを検討している。取締役の報酬（監査等委員である取締役除く）は、固定報酬である「基本報酬」、短期インセンティブである「業績連動報酬」、中長期インセンティブである「譲渡制限付株式報酬」で構成される。また、2023年に、独立取締役で構成されるガバナンス委員会を設置しており、ガバナンスの継続的な充実を図るため取締役会への助言を行っている。

取締役9名中、社外取締役5名で構成比は56%である。コーポレートガバナンス・コード原則4-8により、プライム市場上場の会社には、少なくとも3分の1の独立社外取締役を選任することを求めており、当該基準を満たす。社外取締役は5名とも独立性の基準を満たしている。また、取締役9名中、女性取締役は2名（女性役員比率22%）である。2030年までに、女性役員比率を30%以上とする目標を掲げている。

図表 28. 取締役のスキルマトリクス

名前	肩書	サステナビリティ		開発・		財務・		法務・コンプ	
		企業経営	ティ・ESG	生産	営業・販売	グローバル	会計	人事・労務	ライアンス
山崎敦彦	代表取締役社長執行役員	◎		○	○	○			
山崎裕明	取締役副社長執行役員	○			◎				
井岡周久	取締役専務執行役員	○	○				◎		
山崎敬明	取締役執行役員			◎					
吉川美代子	社外取締役	○	○						◎
伊串久美子	社外取締役	◎						○	○
森田秀朗	社外取締役 (監査等委員)	◎			○				○
板野泰之	社外取締役 (監査等委員)	◎			○				
高辻成彦	社外取締役 (監査等委員)	○	◎				○		

注：敬称略

各取締役の経験などから知見を有する分野について「○」、そのうち、執行部門に対する有益な助言などにおいて特に能力の発揮が期待される分野について「◎」

出所：会社資料

サステナビリティの取り組み

同社の経営理念は「仕慮過事」（ろかじにつかふる）であり、創業者である山崎正彦氏のフィルタビジネスを通じて社会に貢献するという意思が込められている。フィルタビジネスを通じて「環境」、「空気」、「健康」をテーマに持続可能な社会の実現のための課題解決に取り組む。

同社は、本業とサステナビリティの両立を図ることで、企業価値増大を目指す。サステナビリティには積極的に対応しており、2021年より、サステナビリティレポートを毎年開示している。2021年度に代表取締役社長の諮問機関として、「YSS (Yamashin Sustainable Solutions) 委員会」を設置し、SDGs 推進や ESG の取り組みについて YSS 委員会で月 1 回議論し、その内容を取締役会や経営会議へ報告している。

2022年に、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）提言への賛同を表明した。また、相対的に ESG の対応に優れた日本企業のパフォーマンスを反映するインデックス「FTSE Blossom Japan Sector Relative Index」の構成銘柄に 2 年連続で選定されている。

2024年11月に公表した中期経営計画において、「新たな価値創造の取り組み」、「資本コストを意識した経営の強化」、「ESG 経営の推進」の 3 つ戦略を掲げている。「ESG 経営の推進」として、サステナブルな社会の実現を目指し、非財務 KPI を設定し、サステナビリティの取り組みを促進させる。2028年3月期における非財務 KPI として、FTSE の ESG スコア 4.0 以上（2024年3月期 2.7）② CDP 気候変動スコア A 取得（同スコア B）を目指す。

次表の通り、GRI サステナビリティ・レポート・スタンダードに基づき、マテリアリティ（サステナビリティ重要課題）を特定している。特定したマテリアリティをもとに、取り組むべき方針の設定や各マテリアリティに関連する KPI の設定および管理主管・方法など、マネジメント体制を構築し、取り組みを推進している。

図表 29. マテリアリティ (サステナビリティ重要課題) の特定

分野	マテリアリティ	コミットメント	指標
環境	気候変動への対策	気候変動対策・脱炭素社会への貢献 ・世界全体で求められるカーボンニュートラルの実現に向け、製品と生産の両面で気候変動対策に資するビジネスモデルを実現する	・2050 年度までにカーボンニュートラル達成を鑑み、CO2 排出量の削減 ・再生可能エネルギー由来電力導入拡大
	付加価値を有する製品の設計	フィルタ技術による環境負荷低減と循環型社会への貢献 ・資源循環と環境負荷低減に着目し、バリューチェーンを通じて経済効率と環境効率の高いビジネスモデルを実現する	環境配慮型製品の創出
	資源循環・環境負荷低減への取り組み		・水使用量の削減 ・廃棄物排出削減
空気・健康	人々の健康で安全な暮らしへの貢献	大気汚染による健康被害の抑止～安心・安全な暮らしへの貢献 ・フィルタ技術で、大気汚染や PM2.5 による健康被害から人々を守る ・フィルタ技術で、室内の空気の質をより高める・フィルタ技術の高度化 ・高機能化により、感染症による疾病から人々を守る	健康リスク低減製品の提供
人・仕事	フィルタ技術の革新と新たな社会課題への貢献	技術の研鑽と応用～社会が求めるフィルタ技術の追求 ・独自の技術を応用し、新たな価値を創り出す ・独自の技術を研鑽し、世の中にないフィルタを生み出す	・新製品の開発 ・特許取得数 ・社会課題解決のための客先交流の実施 ・研修への参加
	働きがいのある職場づくり	働きがい、活躍する人材～「仕濾過事」の実践 ・お客様、仲間、家族に感謝し感謝される、働きがいのある仕事をする	・経営理念「仕濾過事」の社員への浸透 ・テレワーク実施率
	多様な人材がその能力を発揮できる職場づくり	・多様な人材が力を発揮できることを目指し、ワークライフバランス、ダイバーシティ、人材育成、労働安全に配慮した職場づくりを行う	・ダイバーシティ&インクルージョンデータ ・社員1人当たりの研修時間 ・重大労働災害0件
	人権マネジメントの推進	人権デュー・ディリジェンスの推進～社会から信頼される企業へ ・バリューチェーン全体で人権を尊重し、企業としての責任を果たす ・バリューチェーン全体を通じた人権デュー・ディリジェンスを推進する	・人権尊重のための体制整備 ・主要サプライヤーへの人権含む ESG に関する調査実施率

出所：会社資料

気候変動対応

2022 年に TCFD 提言に賛同し、TCFD 提言に沿った情報開示を積極的に進めている。2024 年に SBT (科学的根拠に基づく目標) イニシアチブへコミットメントレターを提出しており、今後、SBT の考え方に基づき、Scope1、2 において 1.5°C 水準、Scope3 において WB2°C (2 度を十分下回る) 水準での認定を目指す。

TCFD 提言に基づくリスクや機会の評価に当たり、発生頻度、影響期間、影響の大きさ、コアビジネスへの影響、顕在化する可能性、顕在化する時期の計 6 項目をもとに定量的評価を実施している。そして、TCFD の分類に合わせ、気候変動に関連するリスクおよび機会を特定し、IPCC (気候変動に関する政府間パネル) の「4°Cシナリオ」や、IEA (国際エネルギー機関) による「1.5°C・2°Cシナリオ」を踏まえ、シナリオ分析を行っている。

2023 年度の Scope1 (自社での直接排出)、Scope2 (電力使用等による間接排出)、Scope3 (バリューチェーン上の排出) 排出量は、合計 74,082t-CO₂であった。Scope1、2 排出量は 2,928t-CO₂となり、2022 年度比 17.1%の削減を達成した。なお、再生可能エネルギー導入率、エネルギー使用量、Scope 1、2、3の詳細なデータは「サステナビリティレポート 2024」で開示されている。

その他環境のマテリアリティに対する 2023 年度の KPI は、再生可能エネルギー由来電力導入率 43.9%、廃棄物削減率前年度比 20.2%、リサイクル率 (国内拠点) 98.6%であった。中長期目標として、①2032 年度までに、グループの取水量を 2022 年度比で 25%減、②取水量原単位の低下、③2032 年度までに、グループの廃棄物排出量を 2022 年度比で 20%減、④国内のリサイクル率 95%以上を目指す。

図表 30. 気候関連リスク及び機会

区分	リスク・機会内容	時間軸	事業への影響		
			1.5℃	4℃	
移行リスク	政策及び規制	炭素税導入により、自社排出量への課税による対応コスト増大	長期	小	小
	技術	温室効果ガス排出量が一番多いアルミニウム、鋼鉄を主原材料としているフィルタ製品への欧州への国境炭素税課税による対応コスト増大	中期	小	小
		既存フィルタろ材の原材料の置換(石油由来プラスチックから非石油由来のものへ)による原材料コスト増大	長期	中	小
	市場	気候変動の対策として推進される自動車産業によるEV化の加速などに伴う、フィルタ製品の主原材料の一つであるアルミニウムの価格の高騰	長期	中	中
	評判	マイニング関連企業等、顧客側の取引条件の強化による、CO2 排出量削減が望めない製品への需要減少	長期	—	—
物理リスク	急性(台風等)	サイクロン、台風等によるサプライチェーンの分断や操業停止による生産能力の低下	短期	小	小
	慢性(気象変化、平均気温の上昇、海面上昇)	気温上昇による工場内の労働環境の悪化、サプライチェーンへの影響への対応コスト増大	長期	小	小
機会	製品及びサービス	建機用ロングライフフィルタの製造・販売機会拡大	長期	大	大
		NanoWHELP®製造・販売機会拡大	中期	大	大
	気温上昇に伴う感染症対策関連事業であるマスク事業の拡大機会	長期	中	中	
	排ガス規制に対応した建機用高性能フィルタ製品の製造・販売拡大	短期	大	大	
	評判	サステナブル FITs 等の資金調達機会拡大による施設投資の増大	長期	—	—

出所：会社資料

人的資本戦略

従業員が国籍、年齢、性別、文化、宗教などの違いにとらわれず、お互いの経験や能力、考え方などを尊重する、ダイバーシティ・マネジメントを経営の基本としている。人的資本に関するマテリアリティとして、「働きがいのある職場づくり」「多様な人材がその能力を發揮できる職場づくり」が特定されている。マテリアリティのKPIは、社員一人当たりの平均研修時間（単体）15.5時間、女性管理職比率（グループ）20.3%、テレワーク実施率（オフィスのある横浜）51%である（2024年3月期）。

連結ベースでの女性比率は52.3%、女性管理職比率は20.3%と高水準である。日本生産性本部の集計によると、2024年3月期決算の東証プライム上場企業の女性管理職比率は全体が8.5%、製造業6.0%であり、市場・業界平均を大きく上回る。

一方で、単体ベースの女性管理職比率は5.9%、子会社アクシーのそれは0%と低い水準にあり、課題として認識されている。そこで、課題を改善するため、以下のような女性活躍推進の中長期目標を設定している。

5か年目標：2028年までに、単体で従業員に占める女性比率を35%とし、グループで2023年3月末現在の女性比率および女性管理職比率の水準以上を維持する。

10か年目標：2033年までに、上記5か年目標で掲げた各比率の水準以上とする。2030年までに、女性役員比率を30%以上とする。

現状、外国人管理職比率は、0%であるが、2028年までに5%を目標としている。中途採用者管理職比率は、2024年3月末現在では74.5%であり、今後も積極的に登用を進めていく。また、男性を100%としてみた男女賃金格差は、全労働者77.0%、正規雇用労働者75.3%である。日本生産性本部によると、東証プライム市場全体が71.4%で、製造業が73.6%であり、市場・業界平均よりも賃金差は低い。

図表 31. ダイバーシティ&インクルージョンに関するデータ

(%)	範囲	2021 年度	2022 年度	2023 年度
女性比率	グループ	-	51.7	52.3
	単体	23.3	31.6	32.5
	アクシー	-	37.6	39.7
女性役員比率	単体	0	10	22
女性管理職比率	グループ	17.9	19.7	20.3
	単体	2.3	5.2	5.9
	アクシー	-	0	0
外国人管理職比率	単体	-	-	0
中途採用者管理職比率	単体	-	-	74.5
男性育児休暇取得率	単体	-	100	100
	アクシー	-	100	0
男女間賃金格差	単体	75.2	73.4	77.0
	アクシー	-	69.5	70.6
障がい者雇用率	単体	1.59	1.61	1.48

注：各年度 3 月末現在。女性役員比率は各年 6 月末現在、障がい者雇用率は各年 6 月 1 日現在
対象はパート・有期労働者を含む全労働者、男性の賃金に対する女性の賃金の割合。

出所：会社資料

図表 32. 連結損益計算書

(百万円)	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3 CoE
売上高	13,168	13,811	12,674	14,587	18,822	18,606	18,025	19,780
売上原価	7,094	7,332	7,152	8,785	11,218	11,293	10,467	
売上総利益	6,074	6,479	5,522	5,803	7,604	7,313	7,558	
売上総利益率	46.1%	46.9%	43.6%	39.8%	40.4%	39.3%	41.9%	
販売管理費	4,163	4,516	4,745	5,948	6,259	6,078	6,146	
営業利益	1,911	1,963	777	-146	1,344	1,235	1,411	2,454
売上高営業利益率	14.5%	14.2%	6.1%	-1.0%	7.1%	6.6%	7.8%	12.4%
営業外収益	18	10	28	50	39	38	128	
営業外費用	104	58	202	40	66	358	124	
経常利益	1,825	1,916	603	-135	1,317	915	1,416	2,498
売上高経常利益率	13.9%	13.9%	4.8%	-0.9%	7.0%	4.9%	7.9%	12.6%
特別利益	35	1	17	1,267	44	1	9	
特別損失	4	6	23	176	1,024	26	286	
税前利益	1,856	1,911	597	956	337	890	1,139	
法人税・住民税・事業税	604	517	161	262	394	231	423	
法人税等調整額	2	-20	-172	-57	-104	13	-71	
法人税等合計	606	497	-11	205	290	245	352	
(法人税率)	32.7%	26.0%	-1.8%	21.4%	86.1%	27.5%	30.9%	
親会社株主に帰属する当期純利益	1,250	1,414	608	751	47	645	786	1,511
売上高当期純利益率	9.5%	10.2%	4.8%	5.1%	0.3%	3.5%	4.4%	7.6%
EPS (円)	19.71	20.44	8.79	10.69	0.66	9.03	11.01	21.28
設備投資	816	2,257	3,150	5,229	2,836	607	439	
減価償却費	303	414	622	723	870	823	767	
営業キャッシュ・フロー	1,064	800	2,099	87	290	2,408	2,632	
CFPS (円)	15.4	11.6	30.3	1.2	4.1	33.6	36.9	
ROE	10.6%	8.1%	3.3%	3.9%	0.2%	3.1%	3.7%	
ROIC	7.0%	7.8%	3.3%	-1.4%	4.7%	3.1%	4.9%	
配当金 (円)	9.20	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	12.00
期中平均株式数 (百万株)	63.4	69.1	69.1	70.2	71.3	71.5	71.4	
期末株式数 (百万株)	69.1	69.1	69.1	71.3	71.4	71.5	70.5	

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 33. 連結貸借対照表

(百万円)	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3
流動資産	17,198	15,391	13,983	15,323	13,965	12,924	13,488
現金及び預金	11,620	9,490	8,507	7,230	3,751	4,114	5,065
売上債権	3,366	3,253	3,406	4,286	4,696	4,447	3,484
棚卸資産	1,799	2,370	1,827	3,022	4,775	4,141	3,408
その他	413	278	243	785	743	222	1,531
固定資産	3,568	5,641	7,608	12,868	12,748	12,658	12,456
有形固定資産	1,654	3,540	6,637	10,814	11,609	11,684	11,328
無形固定資産	413	347	367	330	237	173	210
投資その他の資産	1,501	1,755	604	1,725	902	801	918
投資有価証券	1,356	1,364	28	1,010	27	32	—
繰延税金資産	—	—	411	463	553	542	619
その他	145	391	165	252	322	227	299
総資産	20,766	21,033	21,591	28,191	26,712	25,582	25,944
流動負債	2,969	2,354	2,810	5,540	4,634	3,343	3,828
買入債務	1,518	1,289	1,187	1,953	2,214	1,453	1,647
未払金・未払費用	341	310	356	1,649	449	394	442
有利子負債	350	200	765	1,089	487	767	718
短期借入金	—	—	520	600	—	280	225
1年内返済予定の長期借入金	350	200	245	489	487	487	493
資産除去債務	—	—	—	160	129	—	26
その他	760	555	502	689	1,355	729	995
固定負債	797	566	578	1,969	1,507	1,261	817
有利子負債	400	200	150	1,702	1,255	991	517
長期借入金	—	—	150	1,702	1,255	991	517
退職給付/給与引当金	175	190	250	225	233	258	290
その他	222	176	178	42	19	12	10
純資産	16,999	18,113	18,202	20,682	20,571	20,978	21,299
株主資本	16,969	18,063	18,222	20,586	20,255	20,523	20,557
資本金・剰余金	10,608	10,608	10,608	12,638	12,688	12,740	12,882
利益剰余金	6,361	7,455	7,614	7,949	7,568	7,784	7,907
自己株式	0	0	0	0	0	0	-233
その他包括利益累計額	30	50	-20	72	316	454	742
新株予約権	—	—	—	24	—	—	—
非支配株主持分	—	—	—	—	—	—	—
総負債	20,766	21,033	21,591	28,191	26,712	25,582	25,944
有利子負債	750	400	915	2,791	1,742	1,759	1,234
自己資本比率	81.9%	86.1%	84.3%	73.3%	77.0%	82.0%	82.1%
D/Eレシオ (倍)	0.04	0.02	0.05	0.13	0.08	0.08	0.06

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 34. 連結キャッシュ・フロー計算書

(百万円)	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3
営業活動によるキャッシュ・フロー							
税引前利益	1,856	1,911	597	956	337	890	1,139
減価償却費	303	414	622	723	870	823	767
運転資本	-791	-694	992	-1,277	-1,760	239	687
その他	-304	-831	-112	-315	843	456	39
合計	1,064	800	2,099	87	290	2,408	2,632
投資活動によるキャッシュ・フロー							
有形固定資産の取得及び売却による収支	-602	-2,251	-3,042	-3,494	-3,132	-1,012	-278
無形固定資産の取得及び売却による収支	-224	-18	-130	-84	-46	-29	-96
その他	714	21	120	-821	901	-129	-167
合計	-112	-2,248	-3,052	-4,399	-2,277	-1,170	-541
財務活動によるキャッシュ・フロー							
短期借入金の純増減額	-	-	520	80	-600	280	-55
長期借入金の純増減額	-500	-350	-200	1,608	-403	-403	-403
株式の発行	9,184	-	-	1,980	-	-	-
自己株式の取得による支出	0	0	-	-	-	-	-473
配当金の支払額	-174	-325	-449	-415	-428	-429	-431
その他	-2	-1	-140	-40	-123	-166	-104
合計	8,508	-676	-269	3,213	-1,554	-718	-1,466
キャッシュに係る換算差額	34	-7	-31	96	63	-156	119
キャッシュ増減額	9,485	-2,131	-1,253	-1,004	-3,479	363	744
キャッシュ期首残高	2,100	11,586	9,455	8,202	7,198	3,719	4,082
キャッシュ期末残高	11,586	9,455	8,202	7,198	3,719	4,082	4,826

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、発行者)が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性があります。あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号