

萩原工業

7856 東証 1 部

<http://www.hagihara.co.jp/ir/>

2017 年 1 月 20 日（金）

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
瀬川 健

[企業情報はこちら >>>](#)

■「果敢に挑戦、新たな躍動」をスローガンとする

萩原工業<7856>は、創業者の「おもしろえ 直ぐやってみよう」という先取精神を、現在の中期経営計画（2016 年 10 月期－2018 年 10 月期）のスローガン「Dynamic HAGIHARA 56（DH56）果敢に挑戦、新たな躍動」として引き継いでいる。

コモディティ化した製品の価格競争を避け、同社が強みを発揮できるニッチ市場をターゲットとするブルーオーシャン戦略を取っている。高収益を上げているものの、トップラインの伸びに欠けるきらいがある。また、特定の市場や顧客に依存しない安定経営の基盤を築いたことで、事業間に好不調が混在することになった。コインの裏表であり、安定性と成長性のトレードオフの関係になっている。同社は国産ブルーシートのトップメーカーであることから、災害関連銘柄とみなされているが、2016 年に発生した熊本地震と鳥取中部地震からの特需は売上高で 1 億円程度と推定されており、業績に大きなインパクトをもたらしていない。

2008 年のリーマンショックや 2011 年の東日本大震災と急激な円高を含む六重苦と称された困難な事業環境を乗り越え、高収益と財務の安全性を確立している。2016 年 10 月期の有利子負債は、2008 年 10 月期と比べて 5 分の 1 に減少し、流動比率は 300% 近くまで改善、自己資本比率は 72.2% へ上昇した。収益性を表す指標である ROE（自己資本当期純利益率）は 10.6%、ROA（総資産経常利益率）でも 10.2% の好成績を挙げた。

現在の中期経営計画は、これまで培い蓄えてきた資産と能力を活用し、戦略的リスクへ果敢に挑戦する時と位置付けている。3 ヶ年の投資額（設備投資や M&A）として、定常的投資の約 25 億円に加え 50 億円の枠を設定している。競争力が強く収益性の高い戦略製品群には、世界でトップシェアを持つコンクリート補強繊維「バルチップ」や今後大型化が見込まれる野菜や果実の包装材に使用される「メルタッククロス」の拡販に注力する。海外子会社に新たな営業部署を設置し、新規市場の開拓にも努める。

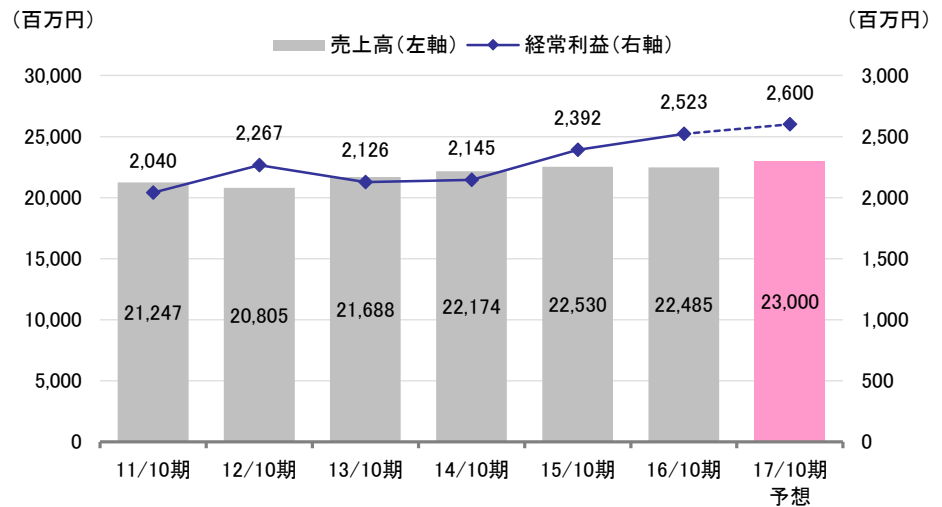
2016 年 10 月期の業績は、売上高が前期比ほぼ横ばい、経常利益が同 5.5% 増とほぼ予想並みであった。2017 年 10 月期は、売上高が前期比 2.3% 増の 23,000 百万円、経常利益は同 3.0% 増の 2,600 百万円が予想されている。OPEC の減産合意により原油価格が上昇しているが、予算上ではナフサの価格で現値よりも約 2 割上までのアローワンスを取っている。一方、想定為替レートは 1 ドル当たり 100 円と堅め。現中期経営計画の最終年度に当たる 2018 年 10 月期の売上高は 27,000 百万円、経常利益が 2,800 百万円、売上高経常利益率 10.4% を目標値としている。

現在は先行投資時期に当たるため業績の変化率は小さいが、今後の収穫期入りが期待される。現値の PER は 10 倍未満、PBR は 1 倍割れ、配当利回りは 2% 超、配当性向は 20% と余裕含みだ。

■ Check Point

- ・ 現中期経営計画は、「果敢に挑戦、新たな躍動」をスローガンとする
- ・ 足元は、安定した業績の推移
- ・ 高収益、強い財務体質のバリューストック

売上高と経常利益の推移



■ 会社概要

「常なる革新 常なる創造」をモットーに、先取の精神にあふれる経営で成長

(1) 会社沿革及び事業概要

「常なる革新 常なる創造」をモットーとし、先取の精神にあふれる経営をしている。創業者の「おもしろえ直ぐやってみよう」というパイオニア精神は、現在の中期経営計画（2016 年 10 月期－2018 年 10 月期）のスローガン「Dynamic HAGIHARA 56 (DH56) 果敢に挑戦、新たな躍動」にも引き継がれている。

萩原工業株式会社は、1962 年に岡山県倉敷市水島で花ござタテ糸用ポリエチレン製モノフィラメントの製造・販売を目的に設立された。ポリエチレンやポリプロピレンのフィルムを短冊状にカット、延伸することにより強度を持たせた糸はフラットヤーンと呼ばれる。同社は、フラットヤーンを用いた合成樹脂加工製品とフラットヤーン製造で培ってきた「切」「巻」「伸」といった中核技術を応用した産業機械で事業を発展してきた。原料からシートの製造を行う国内唯一のメーカーであるが、同社の特長は機械製品事業を行うエンジニアリング部門を持っていることにある。

フラットヤーンを製織し、ラミネート加工を施して作られた代表的な製品としては、身近なものではレジャーシートやブルー（ターピー）シートがある。また、フラットヤーン自体がハンディモップの素材にもなる。モノフィラメントからはテニスコートなどに敷かれている人工芝も作られる。同社は、レジャーシートや人工芝の素材では、国内トップメーカーだ。ただし、同社がターゲットとしている主要な市場は、建築・土木、産業並びに農業用資材であるため、一般的な知名度は必ずしも高くない。しかし、製品は、同社のキャッチフレーズにあるように「あなたの近くにきっとある」。シートの役割の認識を高めることを企図して、お花見シーズンにシートが必ず使われることもあり、同社の発案で 4 月 10 日を「シートの日」と制定されている。

2000 年に大証 2 部に上場しており、上場会社として 16 年が経過している。2014 年 5 月に、東証 2 部から 1 部へ指定替えとなった。

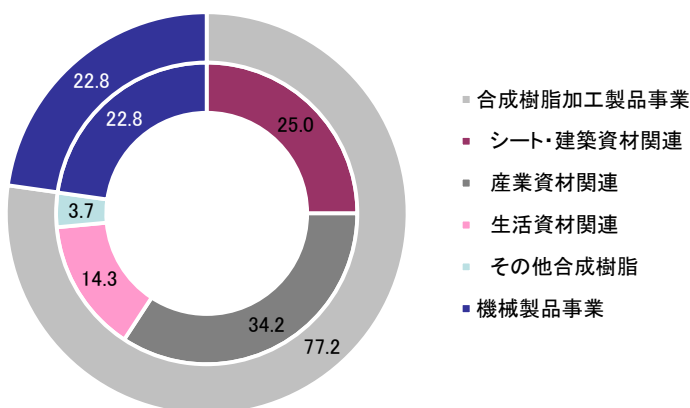
会社沿革

1962年	2 代目 萩原賦一花ござタテ系用 PE モノフィラメント製造で萩原工業創業
1964年	フラットヤーン開発
1965年	フラットヤーン生産大革新。熱板延伸方式の特許取得
1966年	フラットヤーン製造装置を台湾に初輸出
1970年	笠岡工場が完成。東京営業所開設
1974年	ブルーシート（ターピーシート）の糸・織・ラミネートの一貫生産工場を新設
1976年	インドネシア国営肥料会社に製袋一貫大型プラントを輸出
1980年	土のう袋の無人加工機が完成 ターピーシート省人化加工機の完成
1981年	高性能フラットヤーン製造関連機械の輸出拡大 本社敷地内にカーペット 2 次裏地（タフバック）製造工場を新設
1986年	ターピー工場ラミネートタンデム化を実施
1989年	カーペット基布一貫工場の竣工
1991年	岡山県倉敷市に物流センターを開設
1994年	紙スリッター上市
1995年	インドネシア子会社（現 P.T.HAGIHARA WESTJAVA INDUSTRIES）を設立 ラミクロスの加工先新星織布株式会社（現日本ファブウエルド株式会社）を子会社化
1996年	輸入品に対抗する賀陽工場の竣工 バルチップ F の上市
1999年	谷山化学工業株式会社よりフラットヤーン及びモノフィラメントに係かかる事業を譲受
2000年	大証 2 部に上場
2001年	東証 2 部に上場
2002年	合成樹脂加工製品の製造・販売を行う中国青島子会社の設立
2003年	ERP ソフトウェア「SAP R/3」の始動
2004年	「ISO9001：2000」認証を取得 「TPM 優秀賞 第 1 類」を受賞
2005年	上海子会社（萩華機械技術（上海）有限公司）の設立（機械の設計・部品調達・組立）
2009年	リーマンショック対応のため賀陽工場の再構築
2010年	「ISO9001：2008」認証を取得 第三者割当公募増資
2012年	インドネシア子会社が第 2 工場を竣工
2014年	東証 1 部に指定

出所：会社資料より作成

売上高は、フラットヤーンなど合成樹脂を用いた関連製品を製造・販売する合成樹脂加工製品事業とコア技術のフラットヤーン技術を応用した産業機械を製造・販売する機械製品（エンジニアリング）事業に分かれる。2016 年 10 月期の売上高（22,485 百万円）の事業別構成比は、合成樹脂加工製品事業が 77.2%（うち、シート・建築資材関連：25.0%、産業資材関連：34.2%、生活資材関連：14.3%、その他合成樹脂：3.7%）、機械製品事業が 22.8% であった。売上高営業利益率は、合成樹脂加工製品事業が 11.8%、機械製品事業は 9.9% といずれも高水準にある。

事業別売上高構成比（2016年10月期：22,485万円）



出所：会社資料より作成

萩原工業

7856 東証 1 部

<http://www.hagihara.co.jp/ir/>

2017 年 1 月 20 日（金）

(2) 事業内容

同社の合成樹脂加工製品事業の市場は、「生活・レジャー」「農水産」「梱包・物流」「産業資材」「建築・土木」をカバーしている。生活向け製品は、レジャーシート、人工芝、木目調マットなどがある。売上依存度は、BtoC よりも BtoB の方が大きい。

製品ラインアップ

生活・レジャー	農水産	梱包・物流
■ レジャーシート ■ ひびかん象 Lite ■ 人工芝 ■ 木目調マット	■ UV シート ■ スノーテックス（ハウス用） ■ スノーテックス（反射用） ■ 鶏舎用カーテックロス	■ 粘着テープクロス ■ コンテナバッグ ■ トラックシート
産業資材	建築・土木	機械
■ UV クリアシート ■ パルチップ M ■ フラットヤーン & モノフィラメント原糸	■ 防災シート ■ ソフトメッシュシート ■ 大型土のう ■ デザインシート	■ スリッター ■ 検品機 ■ ワインダー ■ 再生ペレット製造装置 ■ 押出機関連機器

出所：会社資料より作成

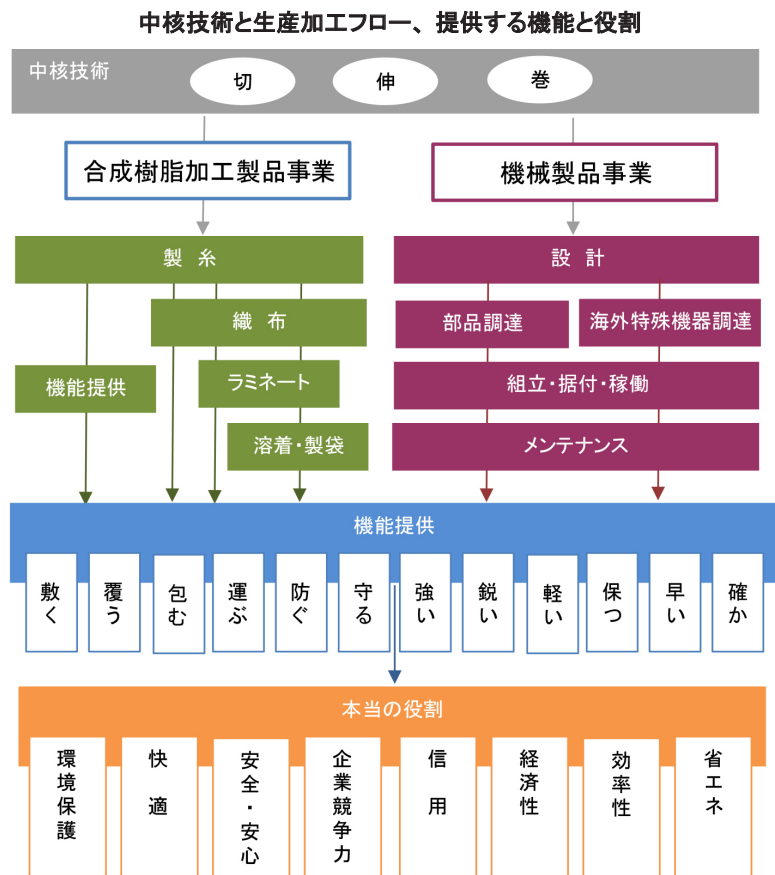
農水産向け製品は、UV シート、機能品、鶏舎用カーテックロスなどがある。機能品は、遮光性・採光性、防水性・浸水性、防風性・通気性、遮熱性などいくつかの機能を用途に合わせてデザインする。機能品の「スノーテックスシリーズ」の反射用シートは、作物の光合成、色付け促進、遮熱などの用途に使用される。マイクロボイド（微細孔）の乱反射特性を生かしたムラの少ない、直反射に比べ柔らかい光で、強光による日焼けが起こりにくくする。サクランボやリンゴなどの果樹園等で使用されている。

梱包・物流市場向けは、粘着テープクロス、コンテナバッグ、トラックシートなどになる。トップシエアを持つ粘着テープクロスでは、テープの手切れが良い上、タテにもヨコにも用途に合った大きさにカットできる。

産業資材は、UV クリアシートやフラットヤーン、モノフィラメント原糸などになる。

建築・土木向けは、防災シート、ソフトメッシュシート、大型土のう、デザインシートなどがある。PE（ポリエチレン）防災シート・クロスは、塩ビ品に比べて軽量で、強度及び光透過性に優れる。工事現場で使用されるため、軽量なことが作業効率を向上させ、工期の短縮化に貢献する。作業員の労力を低減し、運搬コストも削減する。防災物質であるとともに、焼却時には塩素化ダイオキシン類の発生がない。解体工事などに使われる防音シートには、塩ビ品に比べて物性強度が強く、寒冷地などの現場でも劣化や硬化が起こりにくいオレフィン系素材を使用している。塩ビシートに比べ軽量であることから、作業軽減効果がある。土のうは、国産最高峰の約 3 年の耐性を実現した製品をラインアップしている。また、紫外線劣化防止剤を添加した中期的な（約 2 年）耐候性機能を有した土のうには、白地に黒い横線を入れることで、誰でも均等量の土を充填できる工夫が施されている。

同社は常に、従来の製品ラインアップに機能性を高めた新製品を投入している。通気性、透水性を兼ね備えた土木クロス「グランドバリアクロス」は、雑草の育成・成長を抑制し、草刈作業を軽減する。新製法により強度と耐候性を高めた新製品のカタログには、地上に設置される太陽光発電システムへの施工例が掲載されている。



出所：会社資料より作成

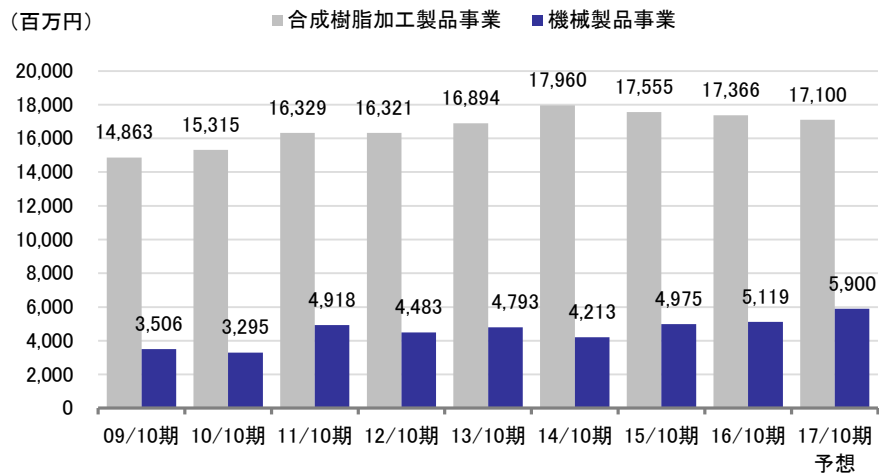
a) 収益性重視の経営

同社は、コモディティ化した製品の価格競争を避け、新規参入者がいないニッチ市場で、トップシェアを維持することで高収益を上げている。トップシェアを持つのは、人工芝用パイルヤーン、多機能化したブルーシート、土のう、カーペット基布などである。後述するセメントコンクリート用ポリプロピレン補強繊維では、世界的にもトップにある。競争の激しい大きな市場ではなく、残存者利得が得られる、同社が強みを発揮できるニッチ市場をターゲットとするブルーオーシャン戦略を取っている。

同社のビジネスのスタンスは、製品の機能を売るのではなく、本来の役割を提供することにある。例えば、運送会社にとって重要なのは、粘着テープのコストよりも作業者の人件費であり、梱包作業時間の短縮であることから作業者の効率の上がる製品の開発・提供をしている。顧客が本来的な役割として求めるものに適合させた製品は、汎用品に比べて2～3割高い値付けが可能となる。この製品機能の先にある顧客が求める本来の価値を志向することで、価格競争に終始しない、高収益のビジネスモデルを構築している。

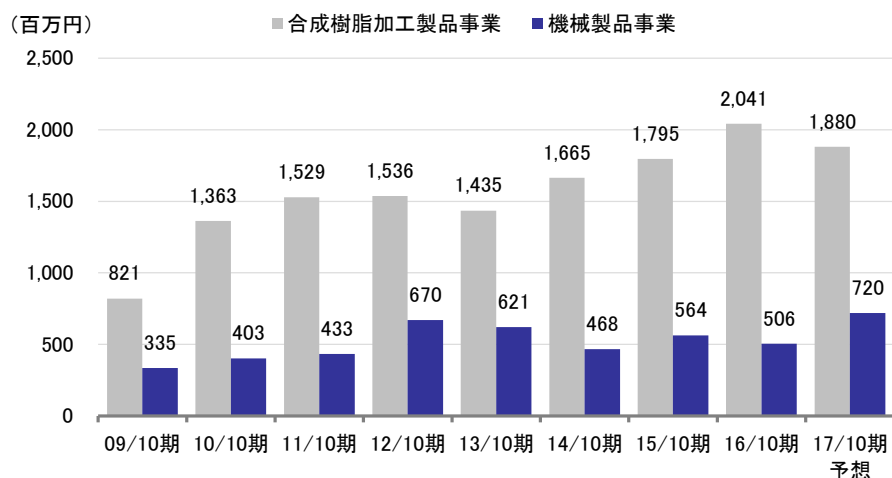
過去に大半の製造業が赤字に転落もしくは大幅に業績を悪化させた時期に、同社はいち早く立ち直り、持続的な業績を上げている。2008年9月に起こったリーマンショック後の2009年10月期は、前期比22.5%の減収、41.0%の営業減益となった。事業環境の変化に俊敏に対応することで、2010年10月期は1.3%の増収、52.6%の営業増益とV字回復を果たした。また、2011年3月の東日本大震災の発生とその後の「六重苦」（持続的な円高による輸出競争力の劣化、法人税の実効税率の高さ、自由貿易協定の遅れ、電力価格問題、労働規制の厳しさ、環境規制の厳しさ）でも小幅な落ち込みにとどまり、安定的な業績を保った。競争力が強く、収益性も高い製品を戦略製品群と位置付け、拡販することで、それらの売上高構成比を引き上げる施策をとっている。

事業別売上高の推移



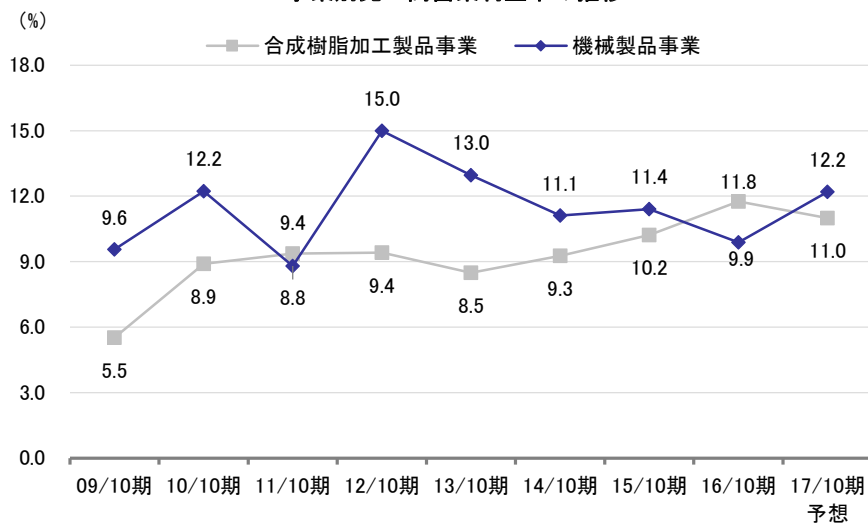
出所：会社資料より作成

事業別営業利益の推移



出所：会社資料より作成

事業別売上高営業利益率の推移



出所：会社資料より作成

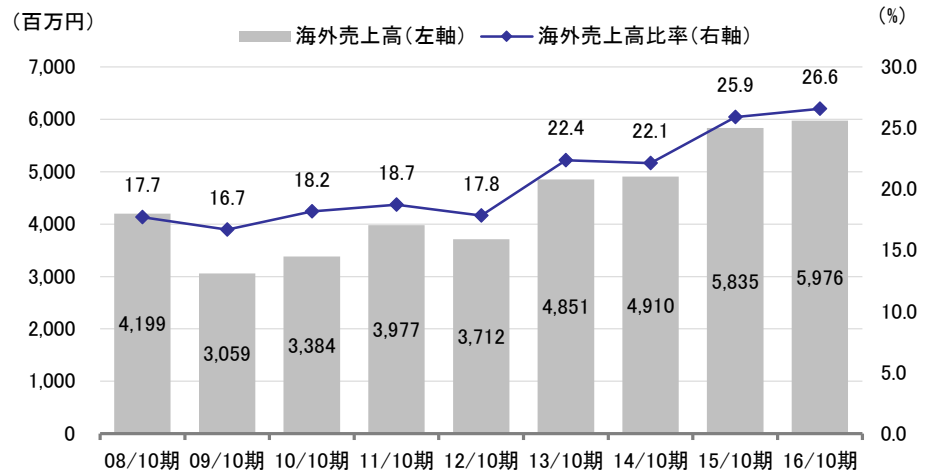
2017 年 1 月 20 日（金）

b) 海外展開

創業後 4 年目で、フラットヤーン製造装置を輸出した。1976 年にインドネシア国営肥料会社に製袋一貫大型プラントを供給した。1995 年に、現地子会社「P.T.HAGIHARA WIHARTA INDONESIA（現 P.T.HAGIHARA WESTJAVA INDUSTRIES）」を設立しており、合成樹脂加工製品事業に従事している。中国には、2002 年に青島に合成樹脂加工製品事業を行う「青島萩原工業有限公司」を設立した。さらに、2005 年に上海に機械の設計・部品調達・組立を行う子会社「萩華機械技術（上海）有限公司」を設けた。現在は、いずれも同社の実質 100% 子会社になっている。上海子会社に新たに営業部署を設置するなど営業強化し、中国国内だけでなくフィリピンや台湾へテリトリーを拡大し、フィリピンでの受注に成功した。

2016 年 10 月期の海外売上高は 5,976 百万円、構成比は 26.6% に上がった。

海外売上高と海外売上高比率の推移



出所：会社資料より作成

海外向けは、競争力の強い製品をピンポイントで販売する戦略を取っている。代表的な製品として、タンクライナーがある。同製品は、貯水タンクの内側に貼るインナーシートになる。オーストラリアやアメリカでは、雨水、農業用水、工業用水の貯水のため、干ばつ地帯を中心に大型タンクを使用している。長年使用すると、錆が発生し劣化が進む。同社のタンクライナーを鉄製タンクの内側に貼ることで、タンク本体の劣化を防ぐことができる。競合の塩化ビニール製に比べて、同社製品はポリオレフィン系素材を使用しているため、軽くて強いという特長がある。オーストラリアに加え、今後は塩化ビニール製品が多く使われている北米市場での展開を拡大する。また、同市場では広大な耕地面積と収穫量のため、農業用シートでも大きな期待を持っている。

タンクライナー



出所：会社資料より転載

c) 戦略製品群

トップシェア、高い収益性、成長性などの観点から、戦略製品を選定する。現在は、「バルチップ」「粘着テープ原反」「その他高機能化製品」「フィルムスリッター」が相当する。全社の売上総利益率は 28.0%（2016 年 10 月期）だが、戦略製品群は 30% 超となり、同社の「金の成る木」（cash cow）になる。2016 年 10 月期の戦略製品群の売上高構成比は、前期比 2.1 ポイント増の 48.3% であった。2017 年 10 月期の構成比は 48.9% を見込んでいる。

d) バルチップー海外は大型案件が終了、内需を伸ばす

「バルチップ」（BarChip）は、期待の戦略製品だ。同社が長年培ってきたプラスチック繊維延伸・製造技術から開発された、セメントコンクリート用ポリプロピレン補強繊維である。同社がバルチップを発売して 20 年近く経過したことから、参入者が出てきた。サプライヤーが増えることは、市場拡大を加速させるメリットがある。補強繊維（国内）市場では、同社が約 7 ～ 8 割の圧倒的なシェアを持つ。同社の強みは、コストアドバンテージ、太さの違うファイバーを持つ品揃えと用途開発などトータルメリットにある。

バルチップ



細い繊維タイプ



使用例



出所：会社資料より転載

当初はアスベストの代替品として誕生し、1995 年の発売以来、瓦、外壁材などの補強材として建築分野で実績を上げ、高い評価を得ている。製品の特徴は、少ない量で補強効果が得られる、はく離・はく落防止、曲げタフネスの向上、耐食性に優れるなどである。日本では、市場規模が建築と土木工事の割合が 7：3 であるが、バルチップの売上高では 3：7 と割合が逆転している。建築分野は、建築法や消防法が壁となり新工法の浸透を妨げている。特に、公共工事で、その傾向が著しい。しかし、繊維の JIS 化、工法としての採用を目指し、建築分野への取り組みを強化している。

バルチップの用途

【建築用途】

建築用バルチップ（土間床用コンクリート補強繊維）

【土木用途】

軌道用 - 枕木の高さ調整コンクリート補強繊維

道路用 - コンクリート道路用補強繊維

トンネル覆工用 - コンクリートはく落防止用・ひび割れ抑制用補強繊維

出所：会社資料より作成

土木用では、オーストラリアの鉱山や日本の関東地方の外環道路が知られている。オーストラリアの鉱山向けは、中国経済の成長率鈍化や資源価格の下落により、需要が減少傾向にある。一方、用途開発が進んでおり、民間建築や社会インフラ整備にも使用されるようになった。リオ五輪に関連した需要も取り込んでおり、今後は東京オリンピック関連のビジネスに期待している。鉄道の軌道用として枕木の高さ調整コンクリートの補強、コンクリート道路の補強、トンネル覆工用モルタル・コンクリートのはく落防止・ひび割れ抑制補強に使用されている。

2017 年 1 月 20 日（金）

トンネル覆工コンクリート工事



出所：会社資料より転載

2003 年に、NEXCO（旧日本道路公団）の「トンネル施工管理要領」においてトンネル覆工コンクリート用補強繊維「バルチップ JK」の使用が可能になった。コンクリートに添加した繊維の架橋効果により、コンクリート片の落下を防止し、第三者被害の予防に寄与することが確認された。

東京外環道路を始め首都圏を中心に交通プロジェクトが目白押しとなっており、バルチップの需要が旺盛だ。

日本では施工と施工後の開放時間が短い、排水性と静音性が良いなどの理由から、アスファルト舗装が圧倒的に多い。海外では、コンクリート舗装の長寿命を評価しており、中南米で普及しつつある。コンクリートのひび割れ抑制に、バルチップが使われる。

のり面補強工事では、従来工法としてラス金網による補強とスチールファイバー（鋼繊維）を使用する工法がある。金網は、のり面にある浮石の落下や吹付けたモルタルのダレを防ぐ。人手による金網の設置作業は、地山状態が悪いと危険作業になる。一方、スチールファイバーを用いる工法は、モルタルに補強用スチールファイバーを混入して吹き付ける。スチールファイバーは質量が重く、作業員への負担が大きい。また、経年劣化で錆が生じる。同社のバルチップを使用する工法は、スチールファイバーの代わりに有機繊維を混入したモルタルをのり面に吹き付ける。金網を省略でき、吹付け厚を軽減できる。モルタルのダレが抑えられ、作業性が改善する。金網を用いる従来工法と同等以上の曲げ強度を実現し、モルタルのひび割れ防止、ひび割れ進展の抑制、はく離・はく落が抑制され、耐久性が向上し、美観が保持され、第三者被害が防止される。

建築用途では、バルチップが土間床用コンクリートに使用されることで、わずらわしいワイヤーメッシュの設置が省略でき、コスト削減と工期短縮が図られる。工事現場の最優先事項は人手確保であり、バルチップを混入するメッシュレスコンクリートは省人化・省力化の点で評価が高い。

バルチップ使用の土間コンクリート打設



出所：会社資料より転載

従来工法のワイヤーメッシュ



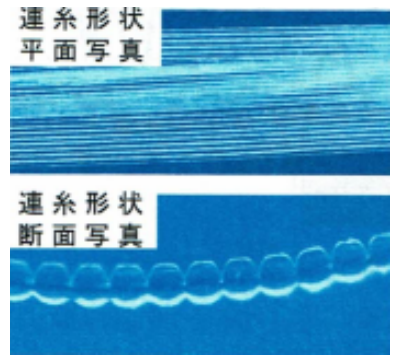
新製品「新（arata）」は、連糸形状の超繊維を使用する。コンクリートの爆裂を抑制する特性に優れ、航空機エンジンから噴射される高熱に対応するため、滑走路などの用途に適している。米国の基準をクリアした。

バルチップの新製品「新（arata）」



出所：会社資料より転載

「新」の超繊維の拡大写真



e) メルタッククロス - 全米最大のプロデュースバッグメーカーが採用

4 年前に海外市場で発売し、昨年、全米最大のプロデュースバッグメーカーとの長期契約締結に成功した。EU の大手食品用包装材会社とは、まだスポット注文にとどまっているが拡販予定である。

欧米では一般的に使用されているプロデュースバッグは、フィルムとネットのコンボバッグで、通気性があることから、野菜や果実の新鮮さを保つのに適している。同社が提供するネットは、加工性能に優れる上、糸が細く、軽く柔らかいものの、強度が強く、糸目がずれないという特長を有する。また、豊富な色を揃えているため、中身の野菜や果実に応じてネット部の色を選ぶことができる。従来品は、同社製品と比べ、糸が太く、硬く、重い。同社製品は、特にオレンジやアボカドなどの表面に傷が付くことを嫌う果実に適している。

メルタッククロスは、延伸強化された複合ヤーンをタテヨコに使っており、タテ糸とヨコ糸が熱融着されているためズレやほつれが起こりにくい。同社の独自製造技術を使用していることから、まったく同じものを他社がつくることは難しい。売価は、競合先と同等レベルを提示した。まだ、量産を開始したばかりだが、今後、用途拡大を図り、生産量の拡大によりコストダウンを進める。同製品は、日常生活で大量に消費されるものに使用されることから、大きなポテンシャルがある。

プロデュースバッグ（ジャガイモ用）



出所：会社資料より転載

（オレンジ用）

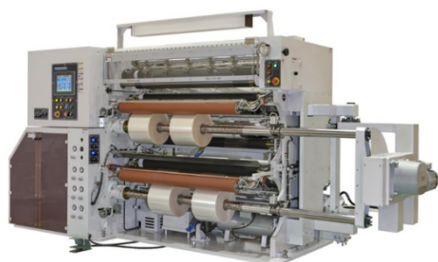


f) 機械製品事業

フラットヤーン製造技術を応用して、幅広い用途向けにスリッター（裁断機）を開発、製造・販売している。レジ用紙ロールのスリッター、偏光フィルムを裁断するスリッター、タッチパネル用フィルムのスリッターなどでトップシェアを持つ。リチウムイオン電池（LiB）のセパレータ用のスリッターも手掛ける。大気汚染に悩む中国は、プラグイン・ハイブリッドカー（PHV）や電気自動車（EV）などのエコカー普及のために補助金政策をとっており、同国内におけるリチウムイオン電池の生産増加、ひいてはセパレータ用スリッターの需要拡大が見込まれる。

上下 2 軸センタードライブスリッター

特殊スリッター（LiB セパレータ用）



出所：会社資料より転載

超音波を活用したスリッターは、切りくずがでないため食品事業者に向いている。不織布や織物製品は、裁断に刃物や高温熱を使うとほつれが出やすいが、超音波であれば対象物を 0.1 ミリメートルの精度で裁断できる。ティーバッグ用不織布の裁断に使用されている。

超音波スリッター

使用例（ティーバッグ）



出所：会社資料より転載

g) プラスチック再生機「HuSS 再生ペレット製造装置」

プラスチックの再生機とは、廃プラスチックを粉砕し、熱を加えて溶解した後、不純物を取り除いてペレット状にする機械になる。食品トレイなどは、水にぬれていても乾燥しながら再生する機能を備えている。同社は、台湾のプラスチック加工メーカーと業務提携をして海外生産を行うことでコストダウンを図っている。

■ 中期経営計画

現中期経営計画は、「果敢に挑戦、新たな躍動」をスローガンとする

現中期経営計画「DH56」は、2018 年 10 月期までの 3 ヶ年計画である。前中期経営計画「MI53」では、2015 年 10 月期を最終年度とし、最高益を達成したものの、目標値には及ばなかった。現中期経営計画では、同社グループが新たな成長を実現していくために、スローガンを「Dynamic HAGIHARA 56（DH56）果敢に挑戦、新たな躍動」としている。基本方針は、1) 戦略製品の販売強化と市場開拓、2) 海外売上への拡大、3) ものづくりプロセスの再構築、4) 新技術融合による顧客価値の創造、である。なお、最終年度の 2018 年 10 月期の数値目標として売上高 27,000 百万円、経常利益 2,800 百万円、売上高経常利益率 10.4% を掲げている。

中期経営計画「Dynamic HAGIHARA 56」の基本方針

基本方針
(1) 戦略製品の販売強化と市場開拓
・ マーケティング体制の再構築
・ 幅広い顧客層取り込みのための製品戦略
(2) 海外売上の拡大
・ 海外の新市場開拓
・ 海外営業体制の拡充
(3) ものづくりプロセスの再構築
・ 海外工場の機能特化と国内工場の省人化・無人化の推進
・ モジュールの標準化・ユニット化による品質向上とコスト削減
(4) 新技術融合による顧客価値の創造
・ 顧客ニーズを追求した製品開発
・ 新素材・新技術の導入

出所：会社資料より作成

2016 年 1 月の株主総会後の取締役会をもって社長が交代した。在位期間が 31 年に及んだ萩原邦章（はぎはらくにあき）氏は会長に、社長には 52 歳の浅野和志（あさのかずし）氏が就任し、10 歳の若返りとなった。会長は、経営を新社長に任せ、業界団体の会長職、重要顧客へのトップ外交、新製品開発に専念している。

2016 年 10 月期になって見本市の出展回数を 12 回に増加させるなど、積極策が見られる。展示会へ若手社員を参加させ、研究テーマを与え、自分で課題と解決策の創出と遂行させる、社員育成を兼ねた事業発展のための仕組みを整備しつつある。日本、ベトナム、中国、タイ、ドイツ、インドネシアで開催された展示会に参加。展示会では、同社の製品の展示・営業だけでなく、ライバル会社や顧客並びに生産設備に関する情報収集をしている。

従来製品でも、製造方法を刷新することで製造コストを劇的に引き下げ、中価格帯のシェア奪還を図る。

業績動向

足元は、安定した業績の推移

(1) 2016 年 10 月期業績

a) 損益計算書

2016 年 10 月期の業績は、売上高が前期比 0.2% 減の 22,485 百万円、営業利益が同 7.9% 増の 2,548 百万円、経常利益が同 5.5% 増の 2,523 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 27.6% 増の 1,856 百万円となった。期初予想と比較して、売上高は 6.3% 未達だったが、営業利益と経常利益がほぼ予想並み、親会社株主に帰属する当期純利益は 3.1% 上回った。県道の建設に関連して土地収用補償金 322 百万円が特別利益に計上されたが、事務所の移転・建替費用に補償金相当額が充当されている。

2016 年 4 月に熊本地震、10 月に鳥取中部地震が発生した。同社は、災害関連銘柄として大きな特需を享受したと思われるが、その金額は売上高で約 1 億円と推定されるにとどまる。鳥取の震災直後は、安価な輸入品のブルーシートが使用されたが、降雨などに対する防水性能に問題があり、同社製品に切り替えられた。同社は、用途に応じて最適なものを選ぶことができる「耐用年数シート」（1 年、3 年、5 年シート）を製品化している。鳥取県庁は、備蓄用に同社製品を採用した。他の都道府県にも、備蓄用に売り込んでいる。

事業別売上高は、合成樹脂加工製品事業が前期比 1.1% 減の 17,366 百万円、機械製品事業が同 2.9% 増の 5,119 百万円となった。営業利益では、合成樹脂加工製品事業が前期比 13.7% 増の 2,041 百万円、機械製品事業が同 10.3% 減の 506 百万円であった。売上高営業利益率は、合成樹脂加工製品事業が 11.8%、機械製品事業が 9.9% となった。

合成樹脂加工製品事業の増減収要因は、製品単価ダウンが 428 百万円のマイナス、販売数量増が 337 百万円のプラス、大幅な円高による為替変動の影響が 97 百万円のマイナスであった。原油・ナフサ市況の軟化による原材料価格の低下と競争激化が、単価ダウンを引き起こした。特にポリウレタンの大きい海外市場におけるバルチップの値下げの影響が大きかった。一方、バルチップは、内需が強く、販売数量を伸ばした。工事用シート、メッシュ、土のうを含むシート・建材資材関連（売上高構成比：25.0%）が 2.4% 増加した。バルチップやフレコン袋などの産業資材関連（同 34.3%）は 5.7% 減少した。粘着クロス及び人工芝用原糸の生活資材関連（同 14.3%）は 4.8% 増加、仕入れ商品などのその他合成樹脂は 0.6% 減少であった。

営業利益の段階では、売上高の減少が 53 百万円のマイナス、粗利益率の改善が 397 百万円のプラス、販売費増加が 99 百万円の減損要因となった。2016 年 9 月に東京で開催された国際物流総合展に、全事業部合同で出展した。機械製品事業は継続的に見本市に出展してきたが、合成樹脂加工製品事業にとって 21 年ぶりの展示会への参加であった。

機械製品事業の営業利益は、売上高増加が 36 百万円の増益要因となったものの、粗利益率の低下が 53 百万円のマイナス、販管費の増加が 41 百万円の減損要因となった。販売は、フィルムスリッターが好調であったものの、初めて手掛けた絶縁紙及び剥離紙用スリッターの利益率が低かった。ただし、同製品は開発投資的な要素が強く、リピートオーダーを受注していることから 2017 年 10 月期の利益率改善に寄与するだろう。販管費の増加は、見本市への出展回数を増やしたことによる。

	2015/10 期		2016/10 期		前期比		予想比
	金額	売上高比	期初予想	金額	売上高比	増減額	増減率
売上高	22,530	100.0%	24,000	22,485	100.0%	-45	-0.2%
合成樹脂加工製品事業	17,555	77.9%	18,400	17,366	77.2%	-189	-1.1%
シート・建築資材関連	5,484	24.3%	-	5,617	25.0%	133	2.4%
産業資材関連	8,173	36.3%	-	7,707	34.2%	-466	-5.7%
生活資材関連	3,065	13.6%	-	3,213	14.3%	148	4.8%
その他合成樹脂	832	3.7%	-	827	3.7%	-5	-0.6%
機械製品事業	4,975	22.1%	5,600	5,119	22.8%	143	2.9%
売上総利益	5,975	26.5%	-	6,303	28.0%	327	5.5%
販管費	3,614	16.0%	-	3,755	16.7%	140	3.9%
営業利益	2,360	10.5%	2,500	2,548	11.3%	187	7.9%
合成樹脂加工製品事業	1,795	10.2%	1,800	2,041	11.8%	245	13.7%
機械製品事業	564	11.4%	700	506	9.9%	-58	-10.3%
経常利益	2,392	10.6%	2,500	2,523	11.2%	130	5.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	1,454	6.5%	1,800	1,856	8.3%	401	27.6%

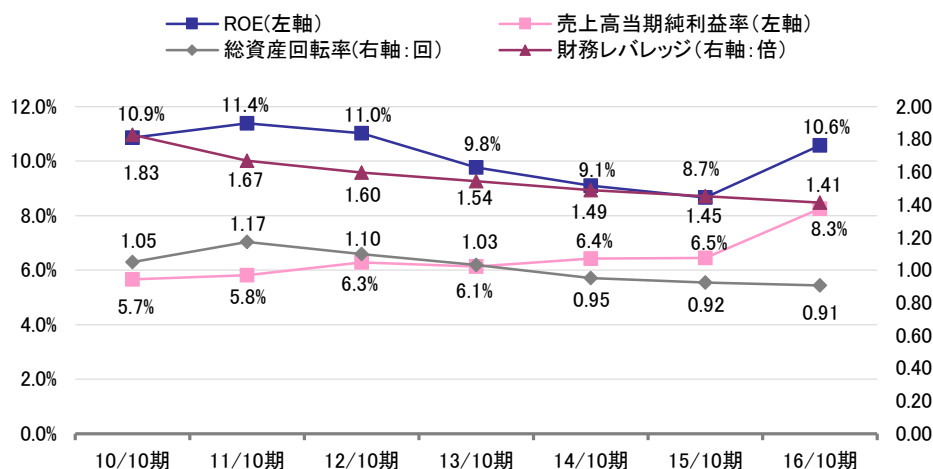
出所：会社資料より作成

地域別売上高は、日本が前期比 1.1% 減、海外が同 2.4% 増となり、海外売上高比率は前期比 0.7 ポイント増の 26.6% になった。インドネシアと中国の子会社は、日本向け輸出が減少するなか、低収益製品からの撤退や固定費低減により、収益の改善に努めた。機械製品事業は、主力のスリッター関連機器が順調であった。リチウムイオン電池のセパレータ用スリッターは、日本のメーカーを含め生産拠点が中国にシフトしていることから、仕向地先はアジアになる。

b) ROE

2016 年 10 月期は、ROA（総資産経常利益率）が 10.2%、ROE（自己資本当期純利益率）が 10.6% と両方とも 10% 超となる好成績を上げた。ROE を構成する指標の 1 つである財務レバレッジは、継続的な有利子負債の減少により 5 期前の 1.67 倍から 1.41 倍に低下した。同期間の売上高当期純利益率は、5.8% から 8.3% に上昇した。ただし、2016 年 10 月期は、特別利益に助けられた面があった。現在課題としているのは、総資産回転率の低下である。同指数は、5 期前の 1.17 回から 0.91 回に低下した。5 期における売上高の増加はわずか 5.8% にとどまり、総資産の 35.2% 増を大きく下回った。同社は、経営安定のため事業を分散しており、事業や用途に応じて好不調が混在する結果となった。また、売上高営業利益率を 10% 超とする高い利益率を確保するため、コモディティ化した製品の価格競争を回避する事業戦略を採ってきた。そのため、売上高利益率は高水準を保っているものの、トップラインの売上高の伸びが抑制された。

ROEと構成指標



出所：会社資料より作成

c) 貸借対照表

2016 年 10 月期末の総資産は 24,874 百万円と前期末比 143 百万円増加した。流動資産では、現金及び預金が 1,855 百万円増加した。受取手形及び売掛金が回収の早期化により 1,038 百万円減少し、たな卸資産は数量管理を厳格化し 325 百万円減少させた。一方、負債・総資産の部では、借入金の返済により有利子負債が 534 百万円減少し、純資産が増加した。流動比率が 289.6% へ、自己資本比率が 72.2% へと、前期より財務面での安全性が更に高まった。

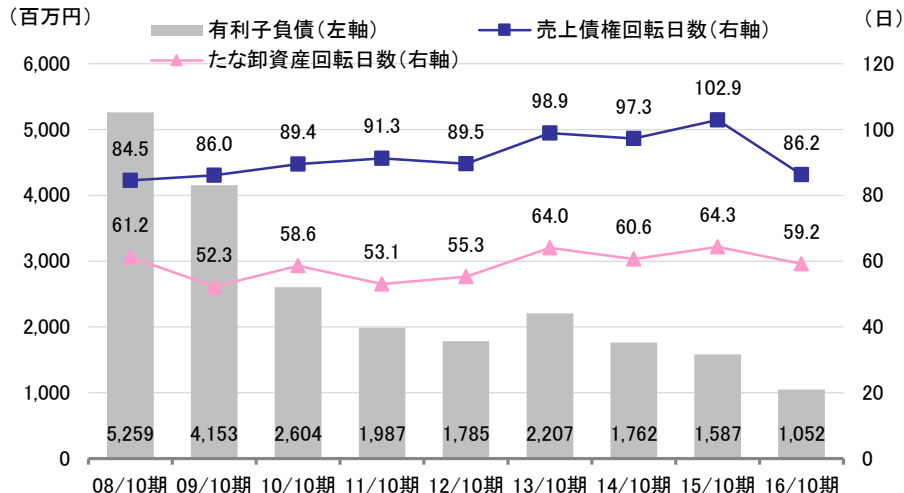
貸借対照表

(単位：百万円)

	15/10 期末	16/10 期末	増減額
流動資産	15,456	15,785	329
現金及び預金	4,379	6,235	1,855
受取手形及び売掛金	6,350	5,312	-1,038
たな卸資産	3,971	3,645	-325
有形固定資産	7,245	7,027	-217
無形固定資産	184	137	-46
投資等	1,845	1,923	78
総資産	24,731	24,874	143
流動負債	6,093	5,450	-643
固定負債	1,483	1,474	-8
(有利子負債)	1,587	1,052	-534
負債合計	7,577	6,924	-652
純資産	17,154	17,949	795
【安全性】			
流動比率（流動資産÷流動負債）	253.6%	289.6%	-
自己資本比率（自己資本÷総資産）	69.4%	72.2%	-
有利子負債比率	9.3%	5.9%	-

出所：会社資料より作成

有利子負債と売上債権・たな卸資産の回転日数



出所：会社資料より作成

d) キャッシュ・フローの状況

2016 年 10 月期末の現金及び現金同等物の残高は 4,923 百万円となり、前期比 1,788 百万円増加した。営業活動によるキャッシュ・フローのプラスは、前期比 2,141 百万円増の 3,904 百万円となった。増益に加え、売上債権とたな卸資産の圧縮が貢献した。投資活動によるキャッシュ・フローは 1,320 百万円のマイナスであったことから、フリーキャッシュ・フローは 2,584 百万円のプラスとなった。有形固定資産の取得による支出は、前期比 59.3% 増の 1,184 百万円となり、同期の減価償却 888 百万円を 25.0% 上回った。財務活動によるキャッシュ・フローは 739 百万円のマイナスとなった。主な要因は、長期借入金の返済による支出 341 百万円と配当金の支払額 397 百万円であった。

キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	15/10 期	16/10 期	増減額
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,762	3,904	2,141
投資活動によるキャッシュ・フロー	-815	-1,320	-504
財務活動によるキャッシュ・フロー	-1,117	-739	378
現金及び現金同等物の期末残高	3,134	4,923	1,788

出所：決算資料より作成

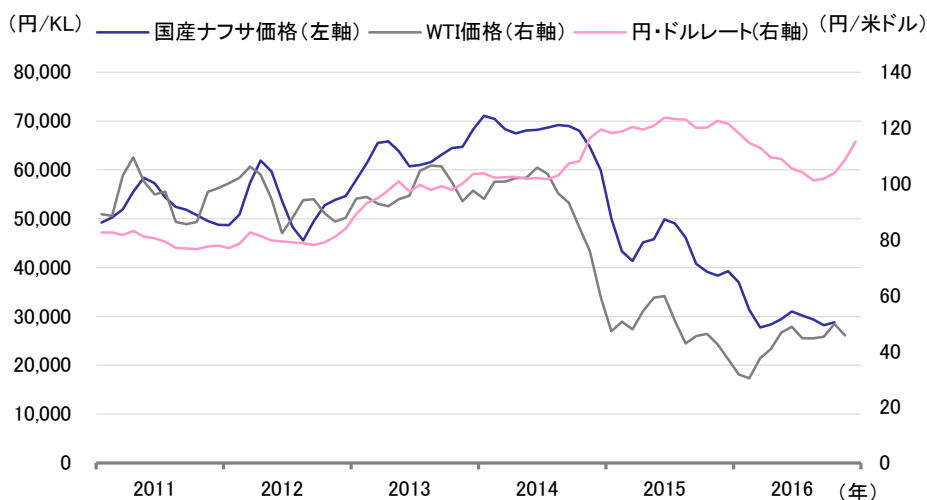
通期では、2.3% の増収、2.0% の営業増益を予想

(2) 2017 年 10 月期予想

2017 年 10 月期は、売上高を前期比 2.3% 増の 23,000 百万円、営業利益を同 2.0% 増の 2,600 百万円、経常利益を同 3.0% 増の 2,600 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 3.0% 減の 1,800 百万円と予想している。売上高予想は、投資活動に期ずれが発生しており、中期経営計画の 25,000 百万円より低めとした。その分減価償却費などの費用増加も抑制されることから、経常利益予想は計画値に据え置かれた。親会社株主に帰属する当期純利益の減益予想は、前期発生したような特別利益を見込んでいないためである。

2017 年 10 月期は、原材料価格の上昇が懸念される。2016 年 11 月末に、OPEC（石油輸出国機構）は 8 年ぶりに原油減産に合意した。また、11 月上旬の米国大統領選挙で共和党のドナルド・トランプ氏が勝利した後、急激なドル高・円安が進行した。国産ナフサの市況価格は、2015 年 10 月期が 1 キロリットル当たり約 47,900 円であったが、2016 年 10 月期は 31,600 円程度に下落した。2016 年 10 月の速報値は 28,791 円であった。現値は、3 万円程度に上昇している。同社は、2017 年 10 月期の予算を組むに当たり、国産ナフサ価格の前提を 1 キロリットル当たり 3.6 万円と現在の水準よりも約 2 割上までアローワンスを取っている。コストアップとして約 2 ～ 3 億円を勘案しているものの、仮に想定以上の値上がりになれば、販売価格へ転嫁して対応する意向だ。社内の為替レートを 1 ドル当たり 100 円としていることから、事業環境の変化に対するバッファを残している。

原油・ナフサ価格の推移



出所：市況データより作成

事業別売上高は、合成樹脂加工製品事業が前期比 1.5% 減の 17,100 百万円、機械製品事業は同 15.3% 増の 5,900 百万円を予想している。営業利益は、合成樹脂加工製品事業が前期比 7.9% 減の 1,880 百万円、機械製品事業が 42.1% 増の 720 百万円となる。売上高営業利益率は、全体では前期比横ばいの 11.3%、事業別は合成樹脂加工製品事業が同 0.8 ポイント減の 11.0%、機械製品事業が低採算の案件が一巡したことから 12.2% へ高まるとみている。豊富な受注残高を順調に消化すれば、売上高及び利益予想を達成する確度が高い。合成樹脂加工製品事業は、海外の鉱山や国内インフラ案件の終了によりコンクリート補強繊維の需要が減少するなど、市場全体が縮小すると予想している。縮小するパイの奪い合いによる価格競争の激化を避ける意向のため、売上高と利益の減少を見込んだ。戦略商品群の売上高構成比は、前期の 48.3% から 48.9% へ高める計画でいる。コンクリート補強繊維の新製品「新（arata）」など、他社にない機能を持つ製品の販売に注力する。

2017 年 10 月期 予想

（単位：百万円）

	16/10 期		17/10 期 予想		前期比	
	金額	売上高比	金額	売上高比	増減額	増減率
売上高	22,485	100.0%	23,000	100.0%	515	2.3%
合成樹脂加工製品事業	17,366	77.2%	17,100	74.3%	-266	-1.5%
シート・建築資材関連	5,617	25.0%	5,520	24.0%	-97	-1.7%
産業資材関連	7,707	34.2%	7,400	32.2%	-307	-4.0%
生活資材関連	3,213	14.3%	3,400	14.8%	187	5.8%
その他合成樹脂	827	3.7%	780	3.4%	-47	-5.7%
機械製品事業	5,119	22.8%	5,900	25.7%	781	15.3%
売上総利益	6,303	28.0%	6,860	29.8%	557	8.8%
販管費	3,755	16.7%	4,260	18.5%	505	13.4%
営業利益	2,548	11.3%	2,600	11.3%	52	2.0%
合成樹脂加工製品事業	2,041	11.8%	1,880	11.0%	-161	-7.9%
機械製品事業	506	9.9%	720	12.2%	214	42.1%
経常利益	2,523	11.2%	2,600	11.3%	77	3.0%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,856	8.3%	1,800	7.8%	-56	-3.0%

出所：会社資料より作成

■ 配当政策

高収益、強い財務体質のバリューストック

利益還元及び安定的な配当の維持を配当政策としている。配当性向の基準を 20% 程度としており、2016 年 10 月期は 1 株当たり配当金を前期比 10 円増配の年 60 円とした。当初は中間期 25 円、期末 25 円の年 50 円の 1 株当たり配当を計画していたが、期末配を 35 円として、配当性向を 23.4% に高めた。特別利益として土地収用補償金 322 百万円が計上され、親会社株主に帰属する当期純利益が予想以上に増加したため、増配による株主還元を行った。

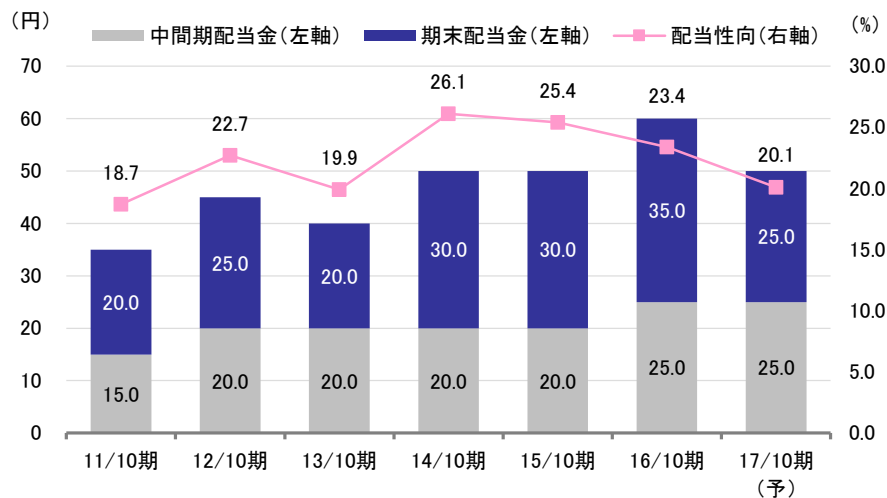
2017 年 10 月期は、前期に発生したような特別利益を見込んでおらず、前期比で経常利益が増加、親会社株主に帰属する当期純利益は減少の予想となる。1 株当たり配当金は年 50 円（中間期 25 円、期末 25 円）、配当性向 20.1% を計画している。

2018 年 10 月期までの 3 ケ年中期経営計画では、積極的な投資時期と位置付けており、その後の投資回収期に入れば、基準とする配当性向を 25% 程度に引き上げる可能性が出てくる。

■ 配当政策

現在は先行投資時期に当たるため業績の変化率は小さいが、今後の収穫期入りが期待される。現値の PER は 10 倍未満、PBR は 1 倍割れ、配当利回りは 2% 超、配当性向は 20% と余裕含みだ。

1株当たり配当金と配当性向



出所：会社資料より作成

ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ