

「その手があったか」を、次々と。 ～ユニークなアイデアで工場現場の諸課題に向き合う技術機械商社～

サマリー

- 概要：**①機械・工具類の商社機能を軸に、②建設・配管資材の製造・販売、③建設機械の販売・レンタル、④監視・防犯システム等の導入・保守を手掛ける。共に機械商社として展開していたフルサト工業とマルカが2021年10月に経営統合し設立、21年度の売上高1,431.8億円(期間集計し直した年度修正値)のうち7割弱を機械・工具類の販売が、2.5割を建設・配管資材の製造・販売が占めている。
- 優位性：**商社機能だけでなく、エンジニアリング・メーカー・工場管理といった顧客工場の改善に資する多機能を内包しており、提案深度が一つの優位性である。統合前2グループ共に、成長意欲をもって積極的なM&A・アライアンスで関連機能を強化してきた。卸商社大手ジーネットや海外に強いマルカを軸に、トヨタ系Tier1に食い込む直販商社の岐阜商事、ソノルカエンジニアリングやIndustrial Toolといった内外エンジニアリング、管製作所・ミヤザワなど機械メーカー、工場・ライン管理システム等を提供するセキュリティデザイン等をグループ化している。また、工作機械等のメーカーコミュニティであるMM会を20年強に渡り運営、近年ではNCプログラミングの完全自動化を実現したAIソフトウェア開発のアルムとも協業関係にある。2グループ共に限られた人的資源・資金制約の中で進めてきた技術商社施策だが、統合を経てリソースや手札が豊富となったことで、中長期的な業績拡大施策として花開く素地が整ったと見て注目できよう。
- 業績動向：**中期経営計画では26/12期に①売上高2,000億円、②営業利益100億円、③調整後EBITDA115億円、④ROE8.5%の目標を掲げる。統合直前の営業利益42.4億円(FY20、単純合算値)に対し、1)コロナ禍からの回復や各グループ施策の進捗で+28億円、2)海外をはじめとした統合シナジーの具体化などで+20億円、3)M&A・アライアンスの推進やグループ機能の組み合わせによる新付加価値の創出で+10億円の計58億円を積み上げる計画である。
- バリュエーション・リスク：**軸は機械工具商社だが多事業を抱え、山善やユアサ商事といった大手機械工具商社とはPL・BS構造がやや異なるため、工作機械・建設資材製造や建機レンタルなど関連する複数セクターを俯瞰してバリュエーション水準を確認した。中長期的な利益成長期待から総じてマルチプルは高評価を受けており、中計で掲げる営業利益100億円の超過・未達見通しやROE水準の見定めが重要と見る。事業ポートフォリオ分散は進んでいるが自動車・工作機械・鉄骨建築など高構成比産業の業況や為替リスクには留意が必要だろう。

決算期	売上高 (百万円)	YoY (%)	営業利益 (百万円)	YoY (%)	親会社株主利益 (百万円)	YoY (%)	EPS (円)	DPS (円)
FY19	175,395	-	6,892	-	5,620	-	-	-
FY20	145,028	-17.3	4,539	-34.1	2,996	-	-	-
FY21	143,180	-1.3	3,178	-30.0	3,065	-	-	-
2022/12CE	158,000	10.4	5,500	73.1	4,100	33.8	161.9	107.0

出所：同社IR資料より SIR作成

注釈：FY21以前は2グループの収益を期間集計し直した修正値である。なお、2022/12CEのDPSには、記念配当50円が含まれている点に留意されたい。

INITIATION



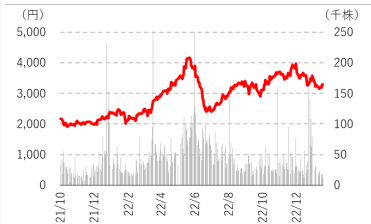
注目点：

機械・工具商社2社の経営統合により発足。エンジニアリング・メーカー・工場管理など深度ある提案を実現するための多機能を活かした技術商社施策の進捗及びシナジー創出に注目。

主要指標

株価 (1/20)	3,300
年初来高値 (1/4)	3,335
年初来安値 (1/12)	3,155
10年間高値 (22/5/23)	4,165
10年間安値 (21/10/14)	1,906
発行済株式数(百万株)	25.564
時価総額(十億円)	84.4
EV(十億円)	61.4
自己資本比率(9/30)	59.5%
22/12 PER(会予)	20.39x
21/12 PBR(実績)	1.25x
22/12 DY(会予)	3.24%

上場来株価・出来高



出所：SPEEDA

長谷川 翔平

research@sessapartners.co.jp



本レポートは当該企業からの委託を受けてSESSAパートナーズが作成しました。詳しくは巻末のディスクレイマーをご覧ください。

目次

サマリー

会社概要 p.3

- 概要：機械・工具商社を軸に事業展開する上場2社が経営統合し発足
- 歴史：時代と共に移り変わる事業環境・顧客ニーズに向き合ってきた
- 過年度業績：2グループ共に過去約20年で一桁中盤の年率成長を実現
- 直近業況：コロナ影響で一時的に収益低迷している

セグメント別詳細 p.8

<機械・工具、セキュリティ> p.8

- 概況：工作機械・工具中心だが徐々に業容拡大してきた
- 競争優位性：エンジニアリング・メーカー・工場管理機能を内包
- 成長可能性：マルカの海外基盤でフルサトグループの海外展開を加速
- マクロ環境：工作機械販売と連動、足元受注は反転リスクも受注残は多い

<建設資材> p.17

- 概況：外部環境は横ばい推移だが着実に増収を遂げてきた
- 特徴：製造・物流面の付加価値をもって相対的に高い収益性を確保

<建設機械> p.19

- 概況：シェアは高くないが国内向け建設機械出荷と概ね連動する傾向

成長戦略・業績動向 p.20

- 概要：26/12期に売上高2,000億円、営業利益100億円の達成を計画する
- 既存事業：コロナ影響からの回復はまだ途上
- 統合シナジー：「協働4本柱」と「戦略5分野」推進で20億円積み上げ
- 戦略積上げ：M&A等を通じた機能強化、新ソリューション創出を注視

バリュエーション・リスク p.26

- 概論：機械工具商社だけでなく工作機械・建設資材製造等もコンプス
- マルチプル：P/E、PBR共にコンプス比で高水準の評価を受けている
- P/E：中計で掲げる営業利益100億円が現行株価の目線感の可能性
- PBR：中長期的なROE水準の見定めが肝要
- リスク：自動車・工作機械・鉄骨建築などの業況や為替リスク等に留意

ガバナンス p.31

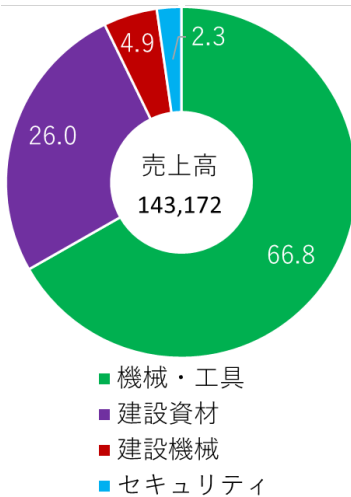
株主の状況 p.33

財務モデル（新会社、旧2グループ） p.34

会社概要



売上構成比(FY21)



出所：同社IR資料よりSIR作成
 注釈：統合前業績を訴求合算処理した修正値である。

概要：機械・工具商社を軸に事業展開する上場2社が経営統合し発足

2021年10月1日、フルサト工業(旧8087)とマルカ(旧7594)が経営統合し設立された。①工作機械や射出成形機、鍛圧機械、切削工具など機械・工具類の商社機能を軸に、②建設・配管資材の製造・販売、③建設機械の販売・レンタル、④製造工場等を含む監視・防犯システム等の導入・保守を手掛ける企業グループである。過年度、M&Aを含め周辺領域に業容拡大してきた2グループが統合したため、21年12月末時点で連結子会社20社、非連結子会社6社及び持分法非適用の関連会社2社と関連会社が多い。

全社売上高の7割弱を占める機械・工具セグメントでは、機械工具卸商社大手の **ジーネット**(旧8033、フルサト工業による完全子会社化に伴い02年8月上場廃止)、トヨタ系Tier1向け中心に切削工具・工作機械を直販する **岐阜商事**、海外販路に強く自動車・部品メーカー等向けに工作機械・射出成形機等を直販する **マルカ** が主に事業展開している。また、マルカが16年以降に買収した **管製作所**、**ミヤザワ** では特定分野ではあるものの機械装置の製造を手掛ける他、**北九金物工具** は切削工具関連の消耗品販売を、**ソノルカエンジニアリング** ではFAシステムの提供を営んでいる。2グループに跨り同一・類似事業を手掛けるため、統合シナジーを期待しやすい事業と言える。

その他のセグメントは、統合段階では2グループ間の関係は強くはない。全社売上高の2~3割を占める建設資材セグメントは、鉄骨建築業者向けの鋸螺類・ブレース等の製造販売を **フルサト工業** が、住設機器の卸売をジーネットが手掛ける。建設機械セグメントはクレーンを中心とした建機・資材の販売及びレンタルをマルカ及び **ジャパンレンタル** が、セキュリティセグメントでは施設管理・防犯システム等の提供を **セキュリティデザイン** が提供している。

主なグループ会社の事業・機能一覧

企業	①機械・工具			②建設資材	③建設機械	④セキュリティ	機能
	機械	工具	エンジニアリング				
フルサトグループ							
ジーネット (2000年8月子会社化)	工作・産業機械、FA機器等	機械工具、空圧機器等	エンジニアリング・サービス	住設システム	-	-	卸売・直販
岐阜商事 (2007年10月子会社化)	FA機器	自動車向け工具	-	-	-	-	直販・卸売
フルサト工業	-	-	-	建築・配管資材、建設資材レンタル	-	-	製造・販売
セキュリティデザイン (2016年10月子会社化)	-	-	-	-	-	工場監視・防犯システム	その他
マルカグループ							
マルカ	工作・産業機械	機械工具	エンジニアリング・サービス	-	建設機械(クレーン他)	-	直販・卸売
管製作所 (2016年4月子会社化)	洗浄機	-	-	-	-	-	製造・販売
ミヤザワ (2019年7月子会社化)	食品機械 セキュリティ等	-	-	-	-	-	製造・販売
北九金物工具 (2017年12月子会社化)	-	機械工具	-	-	-	-	販売
ソノルカエンジニアリング (1974年2月設立)	-	-	エンジニアリング・サービス	-	-	-	その他
ジャパンレンタル (2003年9月子会社化)	-	-	-	-	建設機械・資材レンタル	-	レンタル・販売

出所：同社IR資料よりSIR作成

注釈：表記以外の関係会社はマルカの在外子会社（アメリカ、マレーシア、タイ、インドネシア、中国、メキシコ、ベトナム）及びGMなど大手自動車メーカーのTier1及び2向けに機械設備の自動化等を行う米エンジニアリング会社Industrial Tools（2012年10月買収）等である。

歴史：時代と共に移り変わる事業環境・顧客ニーズに向き合ってきた

機械・工具の商社機能が事業の軸ではあるものの、機能軸では製造・2次商社・1次商社・エンジニアリング・レンタル・工場管理、業界軸では自動車・建機・農機から電機・住設・食品機械・精密医療機器に至るまで手掛け、面展開が可能な事業ポートフォリオとなっている。背景には、2グループそれぞれが時代と共に移り変わる事業環境・顧客ニーズに向き合い、成長意欲をもって付加価値あるサービスを追い求めてきた歴史的積み重ねや組織風土があると見た。フルサト工業は実質的に1946年10月に事業開始、マルカは1946年12月に会社設立しており、共に第二次世界大戦後の日本経済復興の一翼を担ってきた歴史がある。

フルサト工業：建築用資材製造で創業、M&Aで機械・工具商社を本格化

1946年10月にターンバックルの製造を目的に大阪で発足、63年9月にはブレース、アンカーボルト、ボルト・ナットといった鋸螺類全般の取り扱いを開始した。創業後しばらくは商社ではなく建築用部材メーカーとして事業展開していたのが一つの特徴である。64年4月にはユーザーの声を受けブレースを規格化・標準化した上で量産、全国展開の足掛かりとした。当時、ブレースを規格化し全国に販売していたのは同社のみと見られ通産省との規格協議に参画、86年には第一号としてブレースのJIS認可を取得した。全国に自社製品を拡販していく過程で、顧客より他社他製品の物流も合わせて手掛けて欲しいとのニーズがあり事業開始したのが商社機能の起源である。80年には大阪に配送センターを設置、体制を強化した。

60年代の高度経済成長期から90年代初頭のバブル崩壊まで建築用資材の需要は力強かったが、その後市場は縮小期を迎える。鉄骨建築物の建築重量はピークの1000万トン強から2000年代には600万トンまで低下、第2の業界軸を模索し始める。その過程で巡り合ったのがジーネットの救済案件であった。建築用資材と比較して機械・工具商社の市場規模は大きく、また山善やユアサ商事といった大手機械工具商社でも市場占有率が高くない事実を目を付け、本業との直接的なシナジーは強くなかったものの出資及び最終的な完全子会社化に至った。

ジーネットは機械・工具の卸商社としては大手の一角だった一方で直販は主業でなくユーザーニーズを汲み取る力は強くなかったが、07年10月の岐阜商事買収を機にプロダクトアウトからマーケットイン型の取組を強化し始めた。同社はトヨタ系Tier1企業群に食い込んでおり、メーカーと協働した提案力に優れる。

フルサト工業の主な沿革

年	月	内容
1946	10	「古里鉄工所」の名称で発足、ターンバックルの製造を開始。
1959		5株式会社古里鉄工所を設立。
1963	9	滋賀県水口町に滋賀工場を建設、鉄骨建築用部材のブレースの製造を開始。利用者直販体制によるブレース、アンカーボルト、ボルト・ナットの販売を開始。
1964	4	ブレースを規格化、標準化し量産化。
1977	4	錆止塗料・切削砥石・溶接棒その他建築金物類の販売を開始。
1980	3	大阪市港区福崎に配送センターを設置。
1986	10	大阪証券取引所市場第二部(特別指定銘柄)へ株式上場
2000	8	ジーネットの第三者割当増資を引受け子会社化
2002	8	ジーネットを完全子会社化
2007	10	岐阜商事の株式を取得し子会社化
2016	10	セキュリティデザインの株式を取得し子会社化

出所：同社IR資料よりSIR作成

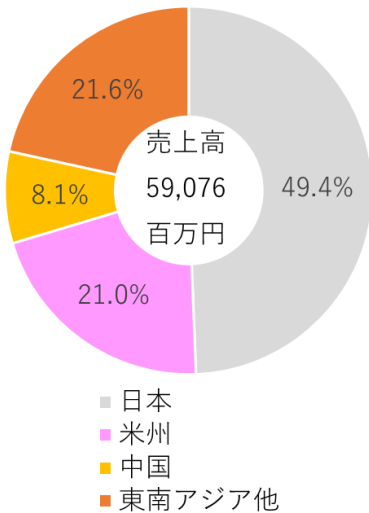
注釈：有価証券報告書記載の沿革を一部抜粋して掲載している。

フルブレース



出所：同社製品資料より転載

国別売上構成比



出所：同社IR資料よりSIR作成
 注釈：マルカの旧産業機械セグメントの19/11期売上高が母集団である。その他の事業は国内のみである。

マルカ：50年代より海外展開、メーカー協業とエンジニアリングに注力

1946年12月、紙、毛織物、自転車、軸受・工具等の販売・輸出入を目的に大阪で設立された。当初は多品種を取り扱っていたが、60年代の高度経済成長期にベアリングや工具といった機械・工具類の需要が高まったことを機に事業の主軸に据えた。

早くから本格的に海外展開していたのが同社の一つの特徴だろう。59年11月にバンコク駐在事務所を設置したのを皮切りに、60年代にはジャカルタ・マニラ・ニューヨークに駐在事務所を設置、後に現地法人化している。創業者が戦時に東南アジアに赴いており、現地に明るかったことが早期展開のきっかけだった模様である。当初は現地企業との取引が一定割合を占めたが、日系企業が相次ぎ海外に工場を設立し始めたことから国内事業会社の海外展開を支援する取引が増えた。その後も台湾・マレーシア・中国・ベトナム・インド・メキシコと展開先を拡大している。コロナ影響前の19/11期ベースでは、グループ売上高の85%を占める旧産業機械セグメントの約5割は海外売上高で占められていた。

87年1月には建設機械等のレンタル・リースを目的にマルカレンタルサービスを設立(最終的には06年3月に本体に吸収合併)している。当時、建機は4~5年の割賦販売が主だったが、販売先企業の資金繰り悪化・倒産等で現物が手元に残るケースが出てきたため、在庫利用目的でバランスシートを使うレンタル・リース機能を提供開始した。環境変化を踏まえ柔軟に業容拡大した一例と言えよう。03年9月には関東で同業を営んでいたジャパンレンタルを買収、同事業の規模拡大を図った。

97年のマルカ・メーカー会(MM会)発足以降はユーザーニーズを汲み取った提案を実現するためメーカーとの協業を本格化、10年代には洗浄機メーカーの管製作所や食品機械メーカーのミヤザワを買収している。また、エンジニアリング機能強化のため米自動車Tier1向けにFAシステムを提供する米Industrial Toolを子会社化した。

マルカの主な沿革

年	月	内容
1946	12	紙、毛織物、自転車、軸受・工具などの国内販売・各種商品の輸出入を目的に株式会社丸嘉商会を設立。
1959	11	バンコク駐在事務所を設置(88年1月にタイ現地法人を設立)
1962	3	ジャカルタ駐在事務所を設置(80年11月にインドネシア現地法人を設立)
1965	3	マニラ駐在事務所を設置(79年3月にフィリピン現地法人を設立)
1966	2	ニューヨーク駐在事務所を設置(68年5月にアメリカ現地法人を設立)
1971	1	台北支店を設置。
1974	2	ソノルカエンジニアリングを設立。
1987	1	建設機械等のレンタル・リースを目的にマルカレンタルサービスを設立
1993	1	マレーシア現地法人を設立。
1998	9	大阪証券取引所市場第二部へ株式上場。
2001	10	中国広州市に広州駐在事務所を設置(03年9月に中国現地法人を設立)
2002	12	ホーチミン駐在事務所を設置(13年9月にベトナム現地法人を設立)
2003	9	ジャパンレンタルの全株式を取得、子会社化。
2007	9	上海、及びインドに現地法人を設立。
2012	10	Industrial Toolの全株式を取得、子会社化。
2012	11	メキシコ現地法人を設立。
2016	4	管製作所の全株式を取得、子会社化。
2017	12	北九金物工具の全株式を取得、子会社化。
2019	7	ミヤザワの発行済み株式の一部を取得、子会社化。

出所：同社IR資料よりSIR作成
 注釈：有価証券報告書記載の沿革を一部抜粋して掲載している。

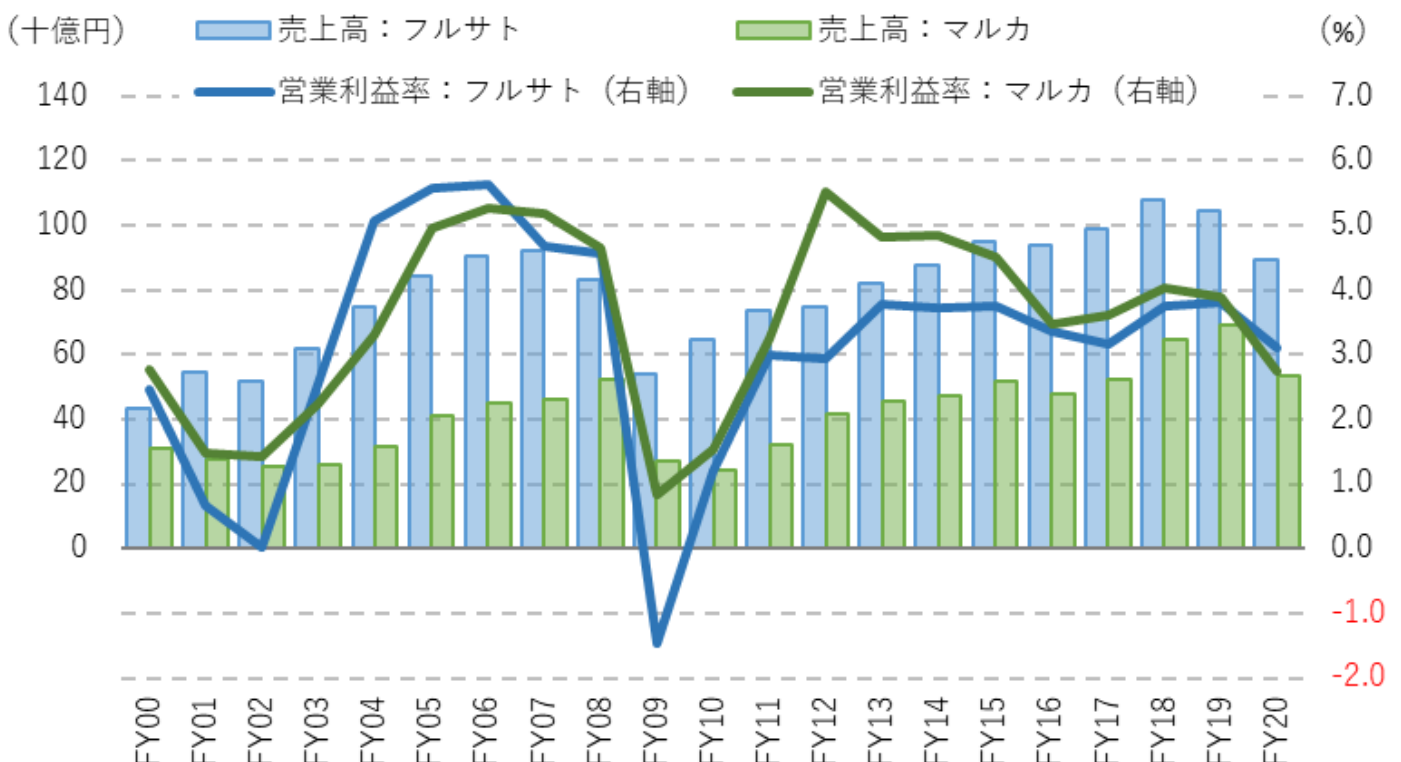
過年度業績：2グループ共に過去約20年で一桁中盤の年率成長を実現

2グループ共に、08年金融危機時に一度業績低迷したが超長期目線では着実な増収増益を遂げてきた。コロナ影響前のFY19までの19ヵ年で、フルサトグループは売上高が年率4.8%増の1,046.2億円、営業利益が同7.2%増の39.7億円、マルカグループは売上高が同4.3%増の692.0億円、営業利益が同6.1%増の26.9億円だった。

一定の業績回復を実現したFY12からFY19までの業績動向を子細に見ると、フルサトグループの売上高は295.4億円増だったが、内訳は工作機械やFAシステムの提供が65.1億円増、各種工具等の販売が115.9億円増、建築・配管資材の製造販売が114.3億円増といずれの事業も業績拡大を実現している。機械・工具に関しては外部環境が拡大傾向だったことが一定程度寄与してはいるが、グループ内でノウハウを相互共有しプロダクトアウトからマーケットイン型の提案にシフト、既存顧客との関係を深め取扱拡大してきたことが背景と見られる。一方、営業利益率は3~4%程度で概ね横ばい推移となっている。08年金融危機以前のピーク時と比較すると1~2%pt低下しているが、これはマージンの高い製造品の販売構成比が低下したことや、従業員待遇を改善し人件費率がやや上昇したこと等が背景である。

同期間、マルカグループの売上高は272.3億円増だったが、うち203.6億円は自動車及び二輪産業向けが占めた。サプライチェーンが長く、また一定のモデルサイクルに従って設備投資需要が高まるため、建機やその他の産機と比較して事業の安定性が高い点に目を付け顧客獲得に注力したこと等が背景である。また、その他の増収分はM&A効果や2020東京オリンピック等を見据えた建機レンタル需要の拡大が一定程度寄与した。一方、営業利益率はFY12をピークに低下傾向にあるが、これは一部顧客向けでロットは大きいものの収益性が相対的に低い取引が拡大していたことが主因である。FY19に同取引は解消されているが、時同じくしてコロナ影響を受け始めたため、収益性が低下の一途にあるように見えている。

2グループの売上高と営業利益率の長期推移



出所：同社IR資料よりSIR作成

注釈：フルサトグループは3月期決算、マルカグループは11月期決算のため、表記は4ヵ月ズレしている点に留意されたい。

直近業況：コロナ影響で一時的に収益低迷している

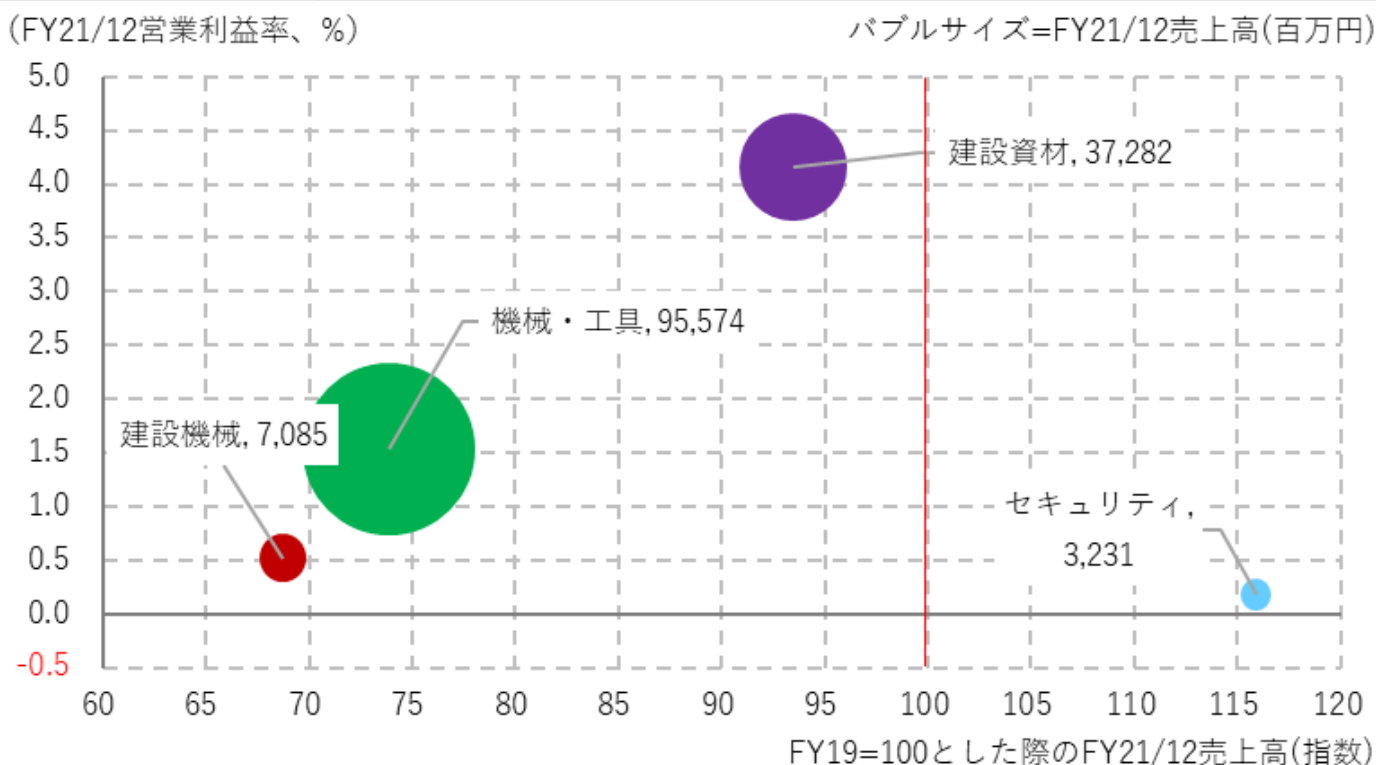
FY21は、売上高が1,431.8億円、営業利益が31.8億円だった(統合前業績を期間集計し直し単純合算した修正値)。フルサトグループの20/3期とマルカグループの19/11期を単純合算したFY19売上高は1,738.2億円、同営業利益は66.6億円であり、それぞれ82.4%/47.7%水準に留まっているが、これは主にコロナ影響に伴う一時的な需要減退が背景である。

セグメント別には、機械・工具及び建設機械で影響が大きかった。機械・工具の売上高はFY19比で73.8%水準の955.7億円、建設機械は同68.8%の70.8億円となり、固定費負担がマージンを圧迫したため、営業利益(営業利益率)はそれぞれ14.7億円(1.5%)/0.4億円(0.5%)と低位だった。FY19ではそれぞれ40.3億円(3.1%)/2.5億円(2.4%)を確保しており、トップラインが回復すれば限界利益増から短期的に全社業績を引き上げる要素となるだろう。

一方、建設資材への影響は小さくなく、売上高はFY19比で93.5%の372.8億円を確保、営業利益(営業利益率)は15.5億円(5.3%)だった。売上高の一定割合は製造段階から手掛けるため相対的に収益性が高く、売上規模は機械・工具に及ばないものの利益ベースでは全社業績への貢献が小さい事業である。

セキュリティはコロナ禍でサーマルカメラ需要が急拡大したため、売上高はFY19比で115.9%の32.3億円だった。足元では既に特需は一巡し従来の収益水準に回帰している。全社収益と比較すると現時点での事業規模は小さくなく、機械・工具とのシナジー創出や、収益のストック化を進めるための軸として、中長期目線でモニタリングする息の長い事業と考える。

セグメント別の売上高及び営業利益率とコロナ影響からの回復状況

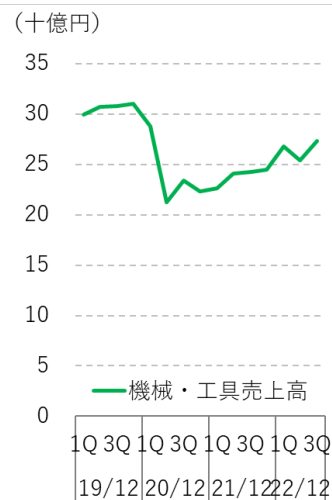


出所：同社IR資料よりSIR作成

注釈：フルサトグループの20/3期売上高とマルカグループの19/11期売上高の単純合算値をFY19売上高として参照している。セグメント別売上高も同様である。FY21の営業利益は全社費用も各セグメントに配賦されており調整額は無い。

機械・工具
：セグメント概況

機械・工具セグメント
売上高の四半期推移



出所：同社IR資料よりSIR作成

概況：工作機械・工具中心だが徐々に業容拡大してきた

四半期250~300億円、通期1,000~1,200億円程度の売上規模を確保する主力事業である。フルサトグループの「旧機械・設備セグメント」及び「旧機器・工具セグメント」の一部、マルカグループの「旧産業機械セグメント」を包含している。機械分野では、工作機械・射出成形機・鍛圧機械のボリュームが大きいものの、食品機械をはじめとしたその他機械も取り扱う他、FAシステム・エンジニアリング機能の提供も営んでいる。一方工具分野では、製造業で使用される部品や消耗品、機器や機具・工具、中小型の機械まで幅広く取り扱っているが、トヨタ系Tier1企業向け中心に事業展開するグループ会社(岐阜商事)があるため、自動車産業向けの切削刃物や関連工具、検査機器等の取り扱いが一定割合を占めている。

2グループ共に着実なトップライン拡大を実現してきたが、自動車関連やロボット物流機械、環境設備、食品機械といった工作機械以外の拡大が一定業績貢献してきたと見て取れる。徐々にではあるものの、外部環境に左右されやすい工作機械分野から、事業の安定性や継続的成長を求め業容拡大してきたと言える。

モメンタムは徐々に回復してきている。22年7~9月期の売上高は+12.7%の273.6億円だった。中小企業向けの工作機械中心に積み上がった受注残高を徐々に消化している模様である。業界別では、半導体・食品業界向けが堅調だった一方、自動車産業は半導体部品不足の影響もあり軟調に推移した。また、海外向けが売上高の3割弱を占めるため、昨今の円安に伴い円貨換算で業績がより良く見えている。なお、海外業績は3ヵ月遅行(7~9月期は4~6月業績)でPL取込している。

機械・工具セグメントの売上推移と構成比

項目	実額			構成比			成長率	
	FY12	FY19	FY20	FY12	FY19	FY20	FY12→19	FY19→20
	百万円			%			CAGR,%	y-y,%
機械・工具売上高	83,677	121,036	94,382	100.0	100.0	100.0	5.4	-22.0
機械	50,035	79,782	58,706	59.8	65.9	62.2	6.9	-26.4
フルサトグループ	14,193	20,706	14,319	17.0	17.1	15.2	5.5	-30.8
工作機械	11,188	18,611	11,847	13.4	15.4	12.6	7.5	-36.3
FAシステム	3,005	2,095	2,472	3.6	1.7	2.6	-5.0	18.0
マルカグループ	35,842	59,076	44,387	42.8	48.8	47.0	7.4	-24.9
工作機械	17,950	20,501	16,604	21.5	16.9	17.6	1.9	-19.0
射出成形機	3,557	5,676	6,373	4.3	4.7	6.8	6.9	12.3
鍛圧機械	5,495	5,907	5,374	6.6	4.9	5.7	1.0	-9.0
産業機械	2,172	5,542	4,081	2.6	4.6	4.3	14.3	-26.4
工具軸受油圧	1,750	2,773	2,719	2.1	2.3	2.9	6.8	-1.9
環境設備	1,389	4,109	2,686	1.7	3.4	2.8	16.8	-34.6
ロボット物流機械	916	3,098	1,681	1.1	2.6	1.8	19.0	-45.7
食品機械	-	547	1,651	-	0.5	1.7	-	201.8
産機部品	-	5,894	448	-	4.9	0.5	-	-92.4
その他機械	2,613	5,029	2,770	3.1	4.2	2.9	9.8	-44.9
工具	33,642	41,252	35,676	40.2	34.1	37.8	3.0	-13.5
フルサトグループ	33,642	41,251	35,675	40.2	34.1	37.8	3.0	-13.5
工業機器	27,994	34,031	30,452	33.5	28.1	32.3	2.8	-10.5
自動車向け機械工具	4,740	6,825	4,993	5.7	5.6	5.3	5.3	-26.8
機器・工具その他	908	395	230	1.1	0.3	0.2	-11.2	-41.8

出所：同社IR資料よりSIR作成

注釈：フルサトグループは3月期決算、マルカグループは11月期決算だったため、上記表は4ヵ月ズレ単純合算している点に留意されたい。表記は2グループの旧開示区分を元に可能な範囲で現セグメント区分に読み直して再整理したものであり、一部不一致がある。

機械・工具
：競争優位性

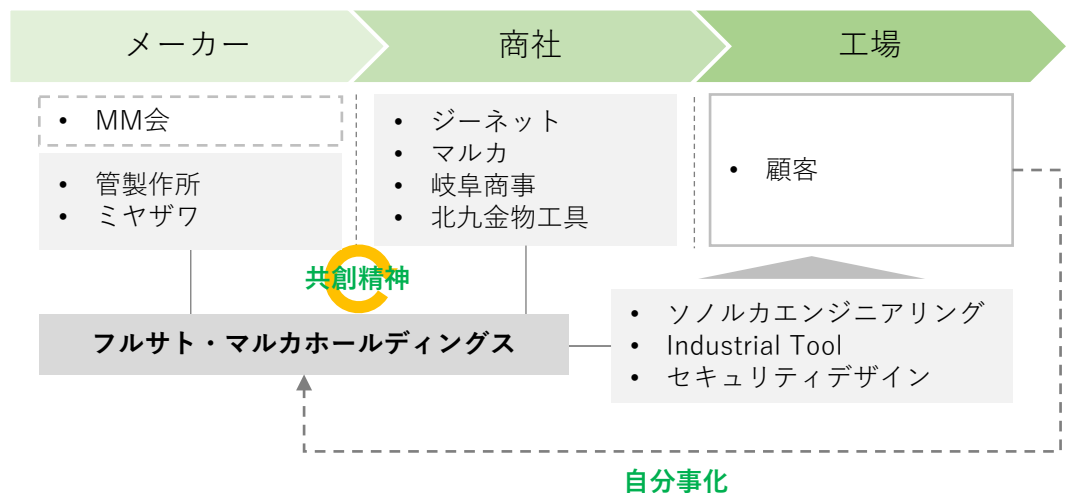
多機能性：エンジニアリング・メーカー・工場管理機能を内包

商社機能を軸としながらも、時代と共に移り変わる事業環境・顧客ニーズに向き合い成長意欲をもって多機能強化してきたが故に、エンジニアリング・メーカー・工場管理のための各機能を内包した技術商社グループを構成していることは一つの優位性である。今までは2グループがそれぞれ限られた人的資源・資金制約の中で徐々に種まきを進めてきた経営施策だが、統合を経てリソースや手札が豊富となったことで、中長期的な業績拡大施策として花開く素地が整ったと言えよう。

製造工場の課題は多岐に渡る。例えば自動車・油圧系部品の加工工場では鋳造・鍛造等で原型が形作られた製品を仕入れ、旋盤→マシニング→洗浄といった一次又は二次を含む複数の加工工程を経るが、利用する機械1つをとっても、どのメーカーの機械が自社製品の加工に適しているかだけでなく、工程全体を見渡した際にサイクルタイムを最適化できる機械の組み合わせは何か、耐用年数や取扱製品の将来的な需要動向及びモデルサイクルを踏まえコストパフォーマンスに優れた選択肢は何か、といった点を既に導入している既存設備の状況を含め検討する必要がある。仮に製造能力の高い旋盤機械を導入しても、洗浄がネック工程の製造ラインであればサイクルタイムは改善しないため導入機械はオーバースペックだったとの評価になるだろう。

各メーカーの販売する機械・工具の特徴を把握し、顧客の製造ラインや予算に合わせたメーカー横断的な提案ができるのが商社の立場としての付加価値の一つだが、そのためには深い顧客理解を前提に自分事化した上で、マーケットイン型の提案やメーカー側との共創が欠かせない。同社グループには、①トヨタ系Tier1に食い込む直販商社(1次商社)の**岐阜商事**、②FAシステムなどエンジニアリングを手掛ける**ソノルカエンジニアリング**及び米**Industrial Tool**、③**管製作所**や**ミヤザワ**といった機械メーカーがある。また、専門分野で優秀な技術を有するメーカー群とマルカが協力し製品開発・販売する**MM会**を97年に設立・運用しており現場感を持った提案が可能である。加えて、セキュリティカメラの販売や入退出管理クラウドの提供・保守等を手掛ける**セキュリティデザイン**もグループ内にあり、工場・ライン管理の観点を含め総合的に付加価値を創出できる体制となっている(セキュリティデザインはセキュリティセグメントとして独立しているが、関連性が深いため本論で合わせて紹介する)。

各グループ会社の立ち位置と付加価値創出イメージ



出所：SIR作成

直販商社：切削工具や工作機械販売でトヨタ系Tier1多数に食い込む

フルサト工業が07年10月に買収した岐阜商事は、切削工具や工作機械の販売を主に、デンソー(6902)やアイシン精機(7259)といったトヨタ系Tier1をはじめ自動車産業の大手企業を主要販売先として抱えている。これら企業群はコンペに際して、メーカーと直販商社で構成されるチームに、「製品の紹介」ではなく「当該製品を用いることで実現できる製造ライン・工程自体のプレゼン」を実施してもらい導入を検討する。ジーネットのような2次商社(卸商社)では入り込めない事業領域であり、自動車業界トップの企業群に提案し続け蓄積したノウハウは、マルカグループ側への横展開で中長期的に深度ある提案の実現に一定寄与すると見て注目できる。

岐阜商事の業績と主要取引先

売上高(21/3期) : **4,999百万円**

従業員数(21/12末) : **65名**

貸借対照表(21/12末)

		(百万円)
資産合計		5,171
流動資産		3,285
固定資産		1,885
負債合計		1,558
流動負債		1,245
固定負債		313
純資産合計		3,613
株主資本		3,103
資本金		10
利益剰余金		3,093
評価換算差額等		510

主要販売先

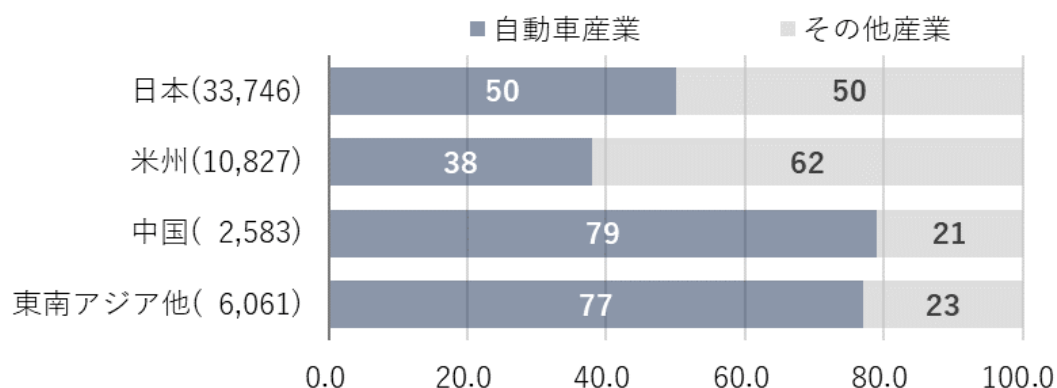
コード	企業名
6201	豊田自動織機
6448	ブラザー工業
6473	ジェイテクト
7012	川崎重工業
7242	KYB
7245	大同メタル工業
7250	太平洋工業
7259	アイシン精機
7269	スズキ
4183	三井化学
5938	LIXIL
5947	リンナイ

出所：同社公開資料等よりSIR作成

注釈：主要販売先は同社HP開示資料内の企業の内、主な上場企業を抜粋掲載している。

マルカグループは自動車産業向け売上高の構成比が約5割と高く、ノウハウ共有によるシナジー効果の潜在力があると見られることもポイントだろう。同グループは従来、工作機械分野の売上構成比が一定割合を占めていたが、2010年代以降、徐々に自動車産業向け収益を拡大していた。

マルカグループの地域×産業別売上高の構成比(20/11期)



出所：同社IR資料よりSIR作成

注釈：地域名後ろのカッコ内数値は20/11期の売上高実額（百万円）である。

FAラインのイメージ



出所：同社資料より転載

エンジニアリング：国内外に専門会社を抱える

エンジニアリングはジーネット及びマルカ内に関連機能を抱える他、専門会社として、国内では74年2月に設立されたソノルカエンジニアリング、海外では同じく74年に設立され12年10月にマルカが買収した米Industrial Toolが事業展開している。

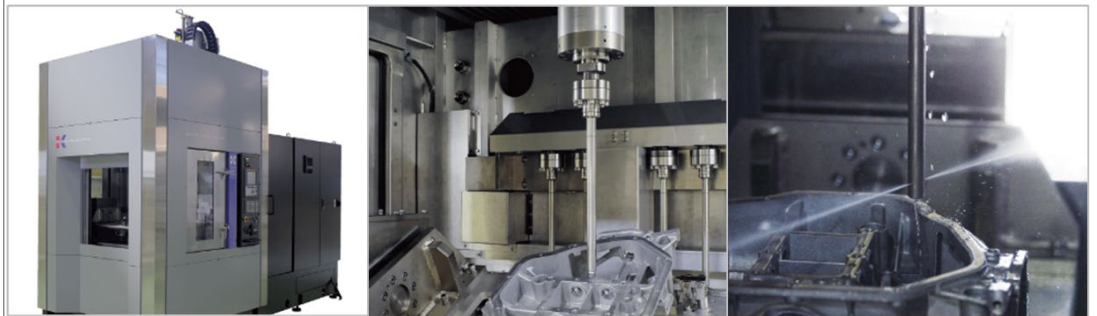
ソノルカエンジニアリングは、トヨタグループ系企業等に対し主に自動車外板用コイルライン・シャーライン・プレス周辺自動化装置等のFAシステムを提供している。手掛けている領域は一定限定されているものの、国内外50ライン以上の支援実績がある。一方、米Industrial Toolは、自動車産業であればGM・Ford・TESLA等に、航空宇宙及び防衛産業ではHoneywell・3Mといった企業に対しロボティクスオートメーションを提供している。共に一定の実績があり、エンジニアリング分野のノウハウの相互共有による収益機会の拡大可能性があるだろう。

メーカー：多くの機械メーカーとの共創環境を整えている

ユーザーニーズを満たす提案のためには、時に機械・工具のカスタムを含めメーカー側との共創が必要なケースもある。①複数のメーカーを自グループ内に抱える上、②MM会で共創するメーカー網も広く、メーカー視点を踏まえた改善提案やその実現が可能な体制を持つ点は特筆できよう。

管製作所は、クランクシャフトやバルブボディ等の自動車部品の洗浄等に利用するCNC高圧洗浄機、及び加工・組立・計測機メーカーである。買収以前よりMM会に加入し親交のあった企業だが、主要顧客産業に密接する機械を製造していること等から16年4月の買収に至った。今後はフルサトグループ側を含めノウハウの共有による付加価値創出が期待できよう。

管製作所の主要製品イメージ(CNC高圧洗浄機)



出所：同社公開資料等よりSIR作成

立型丸刃スライサー

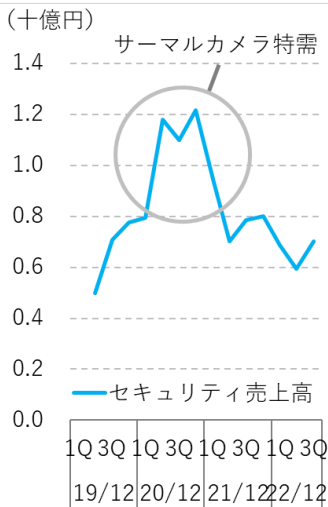


出所：同社IR資料より転載

19年7月に買収したミヤザワも機械メーカーである。1979年に精密板金加工で創業したが間もなく食品加工機械分野に進出、足元では立型丸刃スライサー・超音波ハーフカット機・ボウル反転機といった食品機械が主力となっている。自動車や産機といった主力産業とは異なるが、事業ポートフォリオの拡大及び収益の安定化を目論みマルカでは買収以前より食品機械を取り扱う部門を立ち上げ注力していた。

この他、MM会にはショットブラストや面取り・バリ取り機、NC旋盤、マシニングセンタをはじめ加工・組立・検査機等を製造及び販売する企業が20~30社加入しており、幅広い機械メーカー網を抱えていると言える。管製作所及びミヤザワはいずれも売上高10~20億円前後であり各社単体では全社業績への貢献度は限られる。また、MM会加入企業の規模も中堅中小規模だろう。ただし、技術商社としてメーカー視点をもって改善提案する上では一定の体制が構築できていると考える。

セキュリティセグメント
売上高の四半期推移



出所：同社IR資料よりSIR作成

工場管理：工場・ライン管理でセキュリティデザインのサービスを活用

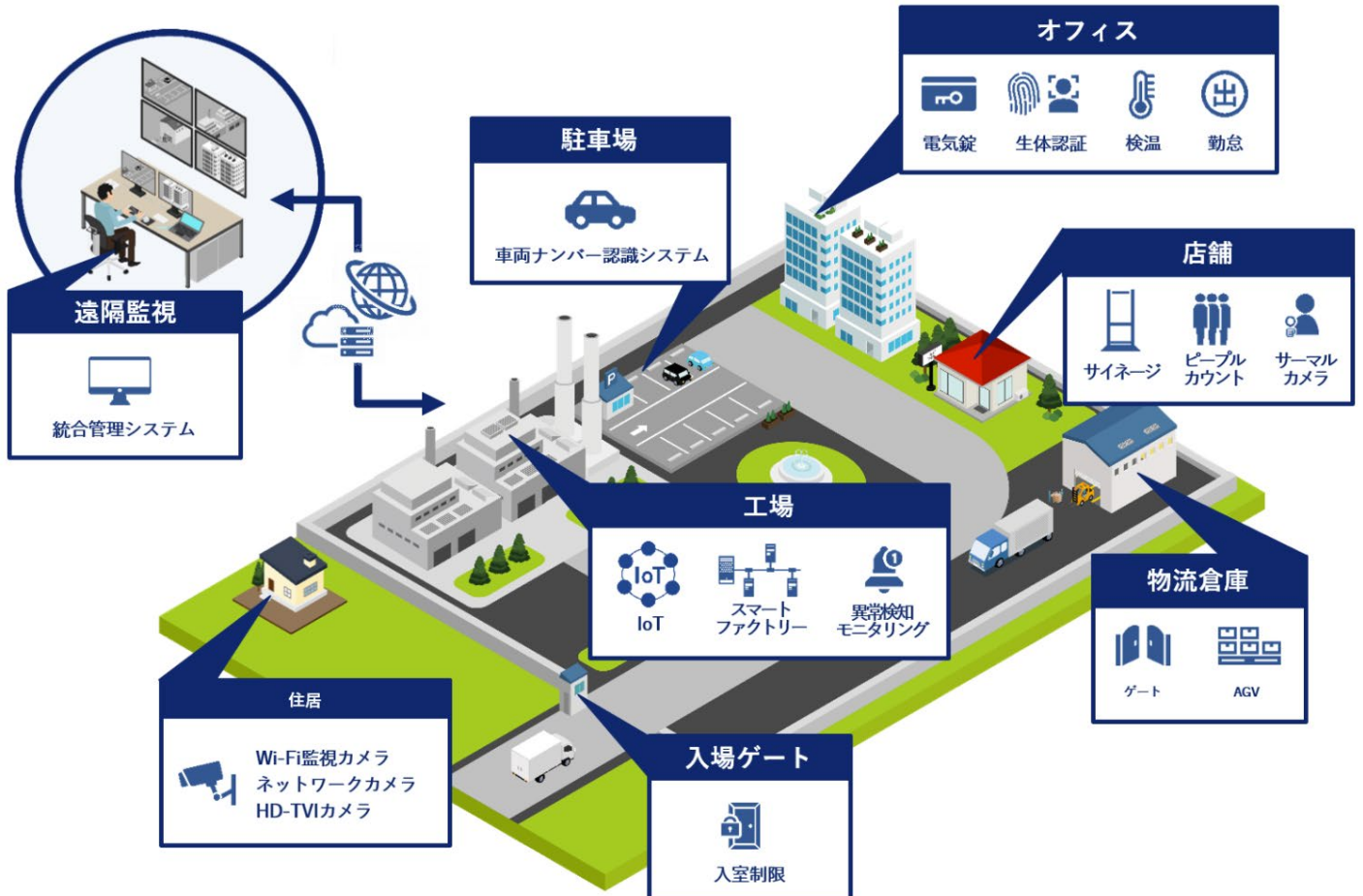
機械等の販売に際して、エンジニアリングやメーカー視点を持った提案をするだけでなく、工場・ライン管理システムの提供に注力している点にも注目したい。フルサトグループでは、機械以外も取り扱いを拡大しようとの意識から従来よりセキュリティ部門を立ち上げ、韓国LG電子等にセキュリティカメラを卸・直販していたが、16年10月のセキュリティデザイン買収に伴い同方針を本格化させている。

同社は監視カメラメーカーとして世界No.1のマーケットシェアを誇るHIKVISION製品の日本国内販売代理店として展開する他、オリジナルの監視カメラソリューションを多数提供している。また、入退出管理クラウドや自動ナンバープレート認識をはじめとした各種セキュリティシステムの提供及び保守等を手掛ける。このような技術・サービスを工場やライン管理の軸で深化しグループ企業や顧客工場等の生産性改善を図るのが一つの狙いである。

例えばミヤザワ製のパンスライサーはセキュリティデザインの技術を活かしセンサー内蔵型としたことで、生産設備のトラブル時に担当者が導入先工場に出向くことなく設備の状況を確認・改善できるケースが増え、生産性が向上した。自グループ内の工場で導入テスト・効果測定した上で仕組みを外販するフローを実現できる点もグループ企業としての特徴だろう。

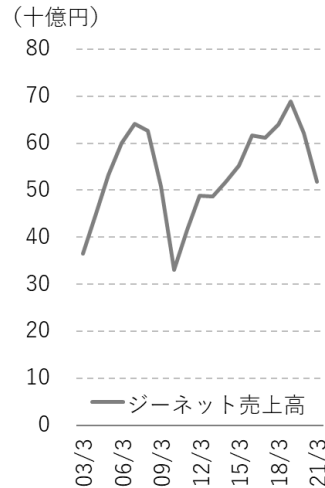
このように、エンジニアリング・メーカー・工場管理の各観点を自グループに抱え各機能を自分事化できる機械・工具商社は独自性が強く、中長期的な収益拡大を果たす上での一つの競争優位性になると期待できる。

セキュリティデザインのサービスイメージ



出所：同社開示資料よりSIR作成

**機械・工具
：成長可能性
ジーネットの売上推移**



出所：同社決算公告よりSIR作成

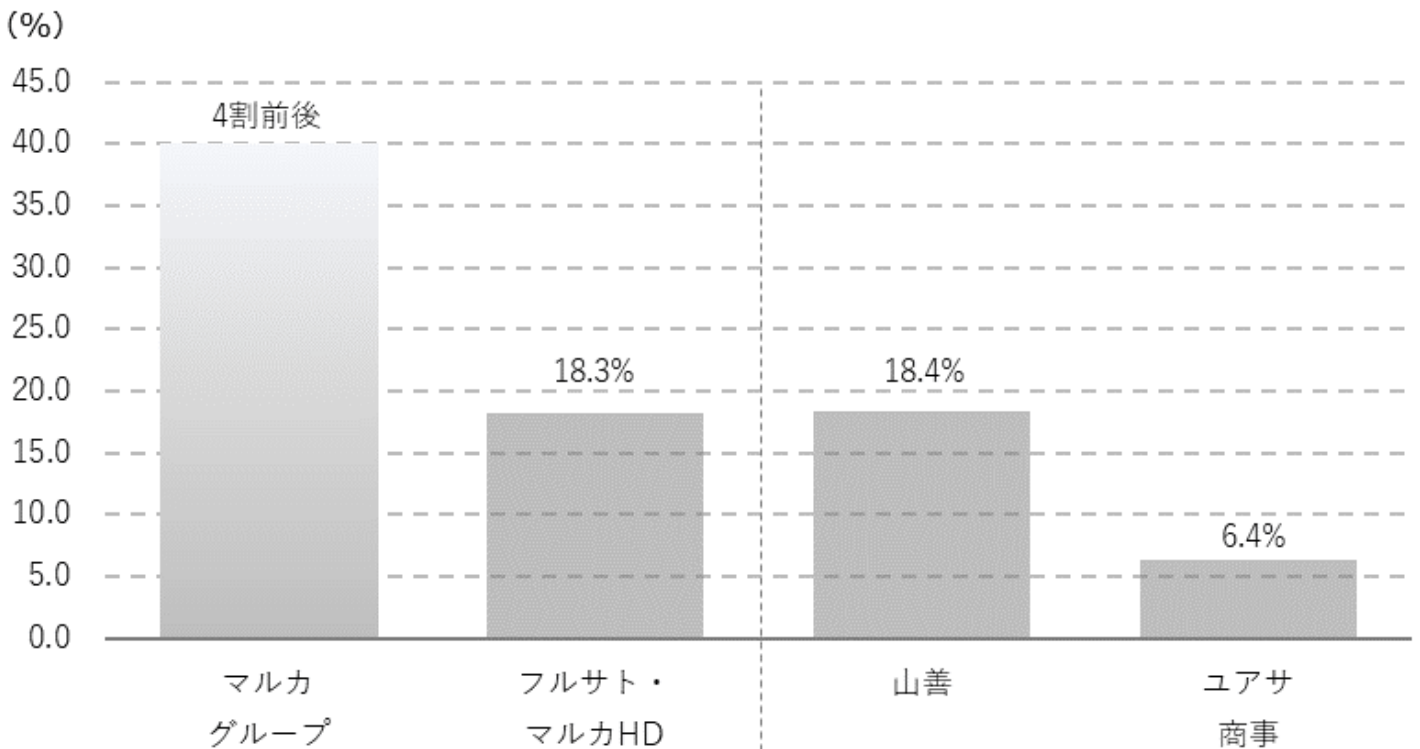
海外：マルカの海外基盤でフルサトグループの海外展開を加速

マルカグループの海外事業・拠点を活かしたフルサトグループの海外展開は短中期的に期待しやすいアップサイドポテンシャルである。マルカグループは海外売上高が全社の約4割を占める一方、フルサトグループはほぼ海外売上高がなく、クロスセルによる収益拡大を見込みやすい。例えば、ジーネットの主力商品である工具類はマルカでほぼ取り扱いが無いが、どのような製造工場でも必須な製品で、顧客の既存取引先からの置き換えを期待しやすい分野と考える。

機械商社大手の山善・ユアサ商事は共に全社売上高が約5,000億円、機械・工具分野に限定しても2,000～3,000億円程度あり、国内を含む規模面では一定の差があるが、海外売上高は山善が600～900億円、ユアサ商事が300億円前後で、同300億円前後のマルカグループは見劣りしておらず、シナジー次第では更に競争力を高められる分野と見られる。

特に東南アジア地域での展開動向を注視したい。従来、日系企業は当該地域の低い人件費に目を付け、製造コスト削減のために海外に工場を設けていた。しかし、経済成長に伴い人件費は上昇しており、工程・ラインの見直しによる生産性改善策へのニーズが高まっている可能性がある。求められる性能を備える機械を提案するような部分最適解でなく、エンジニアリング・メーカー・工場管理機能を備えるからこそ可能な全体最適解の優位性が増し、需要が増す可能性がある。

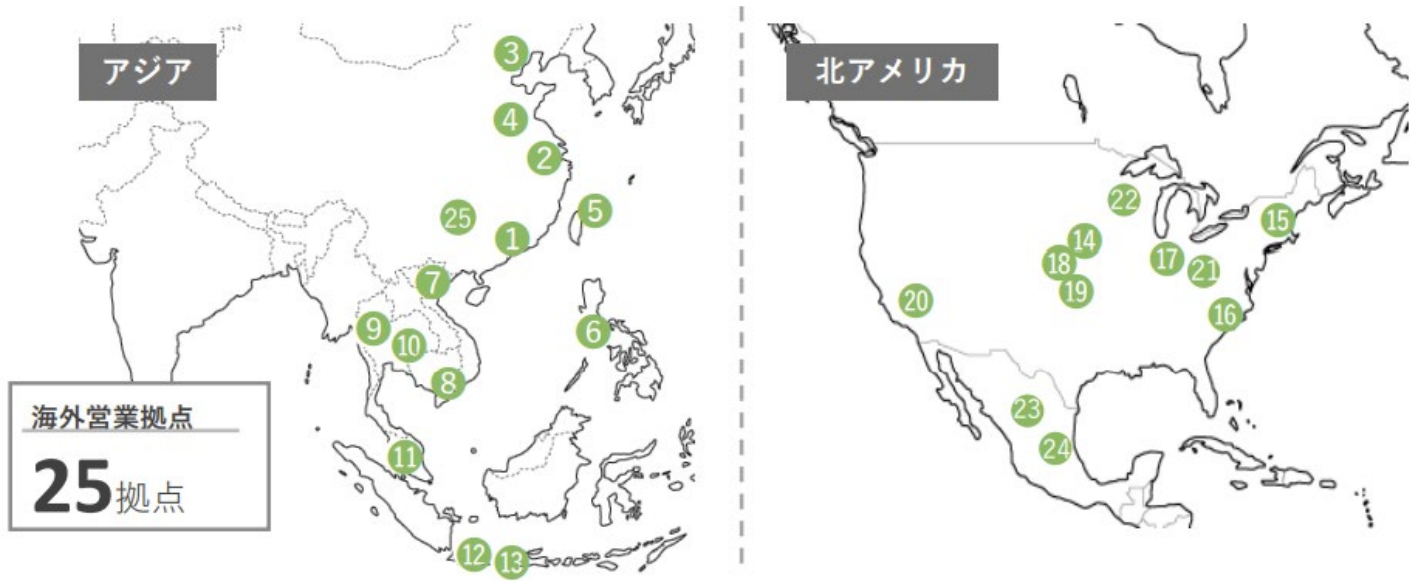
機械商社各社の海外売上高比率



出所：各社IR資料よりSIR作成

注釈：マルカグループの海外売上高比率は19/11期が43.2%、20/11期が36.6%である。山善、ユアサ商事はFY21実績を参照したが、フルサト・マルカホールディングスは22年1～9月累計実績を参照した。

海外営業拠点と地域別売上高の長期推移



統合前	マルカグループ															
	05/11	06/11	07/11	08/11	09/11	10/11	11/11	12/11	13/11	14/11	15/11	16/11	17/11	18/11	19/11	20/11
海外売上高計	19,422	20,386	20,683	22,783	10,001	10,914	17,133	24,677	27,396	26,167	27,892	23,240	25,808	28,634	29,914	19,478
前期比	-	5.0	1.5	10.2	-56.1	9.1	57.0	44.0	11.0	-4.5	6.6	-16.7	11.0	11.0	4.5	-34.9
米州	7,993	10,314	11,570	9,693	5,330	4,292	6,993	9,056	12,548	10,612	11,527	11,279	10,916	11,978	12,396	10,827
前期比	-	29.0	12.2	-16.2	-45.0	-19.5	62.9	29.5	38.6	-15.4	8.6	-2.2	-3.2	9.7	3.5	-12.7
中国	2,105	2,810	2,849	3,909	1,454	2,372	3,998	3,601	4,023	4,191	3,805	2,679	2,829	3,909	4,766	2,583
前期比	-	33.5	1.4	37.2	-62.8	63.1	68.5	-9.9	11.7	4.2	-9.2	-29.6	5.6	38.2	21.9	-45.8
インドネシア	2,221	1,669	1,181	865	491	1,102	2,229	2,291	2,684	5,204	1,846	1,225	1,900	1,368	1,629	992
前期比	-	-24.9	-29.2	-26.8	-43.2	124.4	102.3	2.8	17.2	93.9	-64.5	-33.6	55.1	-28.0	19.1	-39.1
マレーシア	1,420	653	389	617	539	383	387	325	1,184	1,328	5,463	4,725	5,403	6,538	6,531	1,545
前期比	-	-54.0	-40.4	58.6	-12.6	-28.9	1.0	-16.0	264.3	12.2	311.4	-13.5	14.3	21.0	-0.1	-76.3
タイ	3,900	3,151	2,569	3,889	1,380	1,396	2,288	7,645	5,270	3,630	3,523	1,995	2,770	2,093	2,300	2,379
前期比	-	-19.2	-18.5	51.4	-64.5	1.2	63.9	234.1	-31.1	-31.1	-2.9	-43.4	38.8	-24.4	9.9	3.4
ベトナム	-	-	-	-	-	-	-	-	698	499	497	630	833	1,142	593	406
前期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-28.5	-0.4	26.8	32.2	37.1	-48.1	-31.5	-
フィリピン	177	445	157	383	129	331	284	421	428	264	554	372	406	1,034	1,287	656
前期比	-	151.4	-64.7	143.9	-66.3	156.6	-14.2	48.2	1.7	-38.3	109.8	-32.9	9.1	154.7	24.5	-49.0
インド	-	-	16	1,152	203	89	162	470	171	179	394	326	730	442	305	82
前期比	-	-	-	7,100.0	-82.4	-56.2	82.0	190.1	-63.6	4.7	120.1	-17.3	123.9	-39.5	-31.0	-73.1
その他(又は端数)	1,606	1,344	1,952	2,275	475	949	792	868	385	253	276	3	17	128	102	1
前期比	-	-16.3	45.2	16.5	-79.1	99.8	-16.5	9.6	-55.6	-34.3	9.1	-98.9	466.7	652.9	-20.3	-99.0

統合後	21/12				22/12									
	1Q	2Q	3Q	4Q	2Q累	3Q累	4Q累	1Q	2Q	3Q	4Q	2Q累	3Q累	4Q累
海外売上高計	-	-	5,759	-	11,199	16,958	-	-	-	9,023	-	12,640	21,663	-
前期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	56.7	-	12.9	27.7	-
米州	-	-	2,884	-	5,925	8,809	-	-	-	6,289	-	7,011	13,300	-
前期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	118.1	-	18.3	51.0	-
北アメリカ	-	-	2,702	-	5,280	7,982	-	-	-	5,882	-	5,894	11,776	-
前期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	117.7	-	11.6	47.5	-
メキシコ	-	-	182	-	645	827	-	-	-	407	-	1,117	1,524	-
前期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	123.6	-	73.2	84.3	-
中国	-	-	799	-	2,215	3,014	-	-	-	901	-	1,555	2,456	-
前期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12.8	-	-29.8	-18.5	-
インドネシア	-	-	1,178	-	738	1,916	-	-	-	601	-	1,512	2,113	-
前期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-49.0	-	104.9	10.3	-
マレーシア	-	-	353	-	1,101	1,454	-	-	-	400	-	1,047	1,447	-
前期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13.3	-	-4.9	-0.5	-
タイ	-	-	351	-	834	1,185	-	-	-	377	-	1,011	1,388	-
前期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7.4	-	21.2	17.1	-
ベトナム	-	-	136	-	209	345	-	-	-	367	-	377	744	-
前期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	169.9	-	80.4	115.7	-
フィリピン	-	-	59	-	156	215	-	-	-	83	-	80	163	-
前期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40.7	-	-48.7	-24.2	-
インド	-	-	2	-	14	16	-	-	-	5	-	43	48	-
前期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	150.0	-	207.1	200.0	-
その他(又は端数)	-	-	-3	-	7	4	-	-	-	0	-	4	4	-
前期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-100.0	-	-42.9	0.0	-

出所：同社IR資料

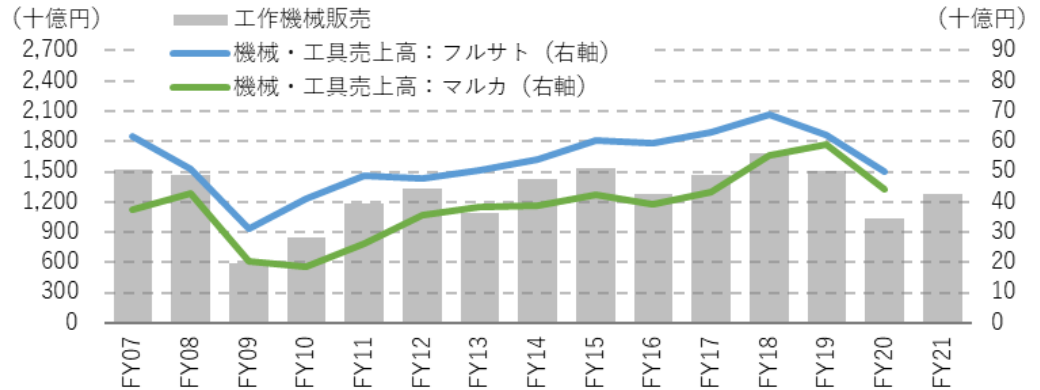
機械・工具
：マクロ環境

注釈：工作機械受注は1～12月の暦年統計を参照している一方、フルサトグループは3月期決算の通期売上高、マルカグループは11月期決算の通期売上高を参照しており月ズレしている点に留意されたい。なお、現機械・工具セグメントに属する旧サブセグメント売上高を再集計し表記しており、一部内部取引消去前数値が含まれている。

事業環境：工作機械販売と連動、足元受注は反転リスクも受注残は多い

過去、機械・工具売上高は2グループ共に概ね工作機械販売と連動してきた。産業・内外ミックスや自助努力によるシェアアップなどマクロ環境変化と差異が発生する要素は多々あるが、短中期業績を見通す上では一つの参考指標となるだろう。

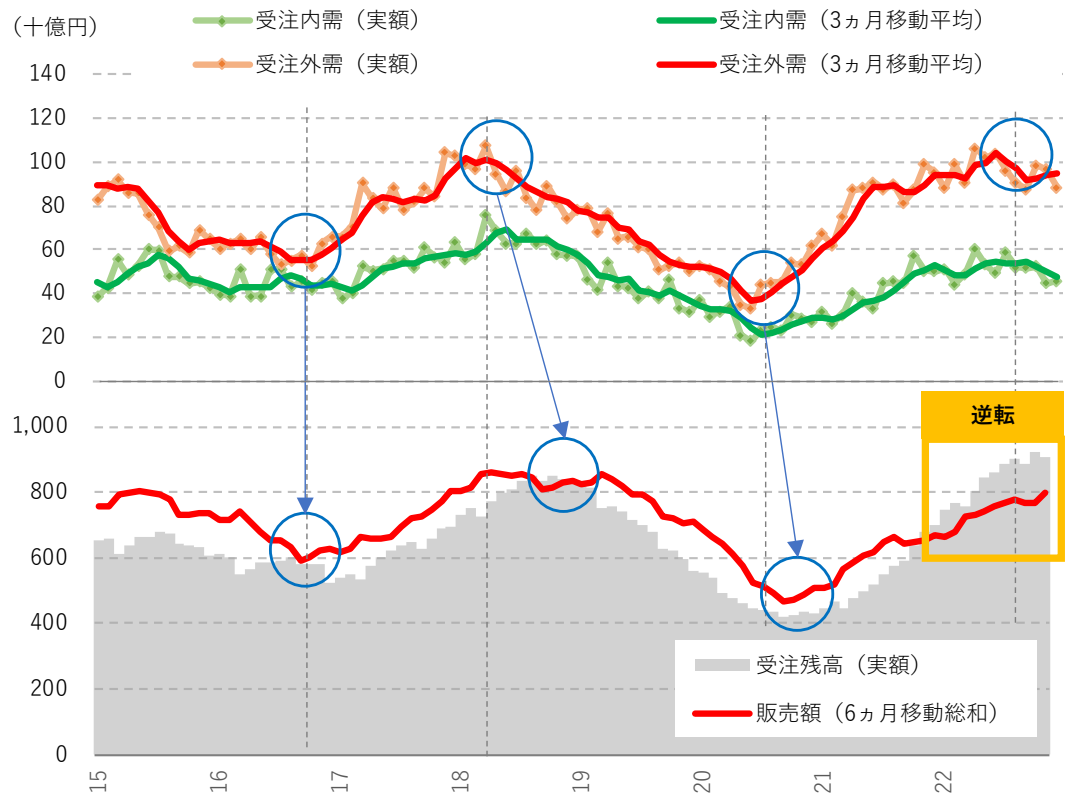
工作機械販売及び各グループの機械・工具売上高の年次推移



出所：日本工作機械工業会「工作機械主要統計」及び同社IR資料よりSIR作成

モメンタムとしては販売の先行指標である受注が外需中心に反転の兆しを見せていることに留意が必要である。ただし、過去のダウントレンド時と異なり、設備投資需要が強かった一方で半導体不足等により供給が追いつかず、受注残高が積み上がっている点には注目したい。通常、受注残は概ね5か月分が積み上がっているが足元は7か月分に相当し、新規受注が多少落ち込んでも販売は落ち込みにくい状況となっている。同社受注残高も同様に積み上がっている可能性があるだろう。

工作機械の内外需受注高及び販売・受注残の月次推移



出所：日本工作機械工業会「工作機械主要統計」資料よりSIR作成

建設資材
：セグメント概況

売上高の四半期推移



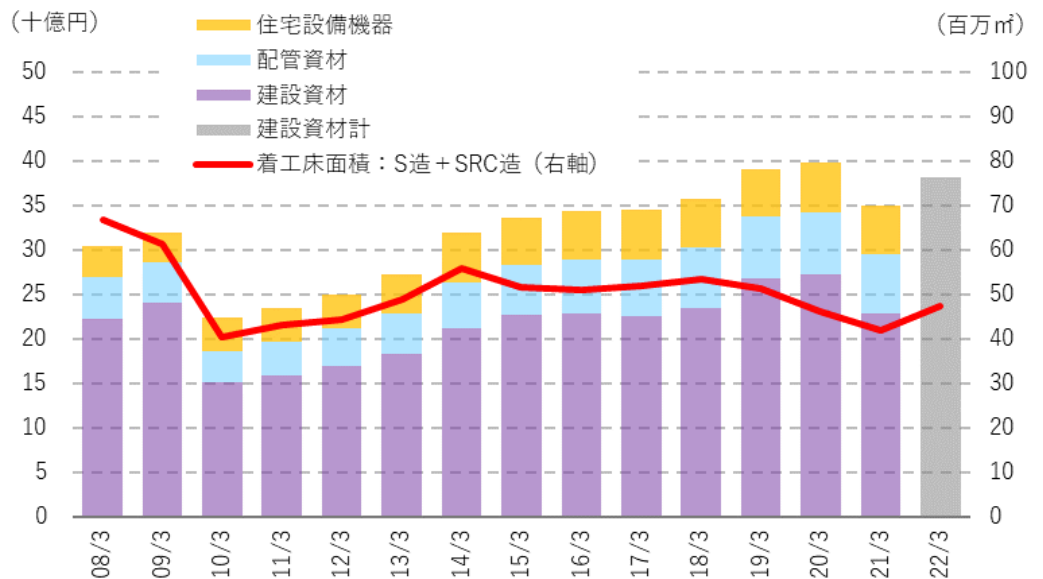
出所：同社IR資料よりSIR作成

概況：外部環境は横ばい推移だが着実に増収を遂げてきた

四半期100億円、通期400億円前後の売上規模を確保する事業である。フルサト工業の「旧建設・配管資材売上高」及びジーネットの「住宅設備機器売上高」を包含している。建設資材としてはハイテンションボルトやブレース、ボルト・ナット、溶接用品の取り扱いが多いが、メーカーとして製造販売するのは通期50億円程度で、その他は他社製品の販売で占められている。住宅設備機器では、LIXIL、リンナイ、ノーリツといった大手住設企業をはじめ幅広いメーカーの製品を取り扱っている。

同社製品・商品の利用が多い鉄骨造(S造)及び鉄骨鉄筋コンクリート造(SRC造)の着工床面積は、08年金融危機で下落して以降横ばい傾向となっているのに対し、年率5%程度の着実な増収を遂げている。鋼材価格が同期間に年率2~3%程度上昇しており、連れた値上げの効果は一定あるが、加えて同一顧客に対する機械・工具販売も進め収益拡大を図ってきたことが寄与している。なお、四半期ベースで売上水準が上昇傾向にあるが、これは主に鋼材価格高騰分の価格転嫁が浸透してきたことが背景である。

建築着工床面積(S+SRC造)と建設資材売上高の年次推移



出所：国土交通省「建築着工統計」及び同社IR資料よりSIR作成
注釈：一部内部取引消去前数値が含まれている点に留意されたい。

建設資材セグメントの売上推移と構成比

項目	実額			構成比			成長率	
	FY12	FY19	FY20	FY12	FY19	FY20	FY12→19	FY19→20
建設資材売上高	27,247	39,879	35,038	100.0	100.0	100.0	5.6	-12.1
フルサトグループ	27,247	39,879	35,038	100.0	100.0	100.0	5.6	-12.1
建設資材	18,340	27,255	22,917	67.3	68.3	65.4	5.8	-15.9
うち、製品	-	5,783	4,988	-	14.5	14.2	-	-13.7
うち、商品	-	21,472	17,929	-	53.8	51.2	-	-16.5
配管資材	4,510	7,024	6,706	16.6	17.6	19.1	6.5	-4.5
住宅設備機器	4,397	5,600	5,415	16.1	14.0	15.5	3.5	-3.3
マルカグループ	0	0	0	0.0	0.0	0.0	-	-

出所：同社IR資料よりSIR作成

注釈：フルサトグループは3月期決算、マルカグループは11月期決算だったため、上記表は4ヵ月ズレ単純合算している点に留意されたい。表記は2グループの旧開示区分を元に可能な範囲で現セグメント区分に読み直して再整理したものであり、一部不一致がある。

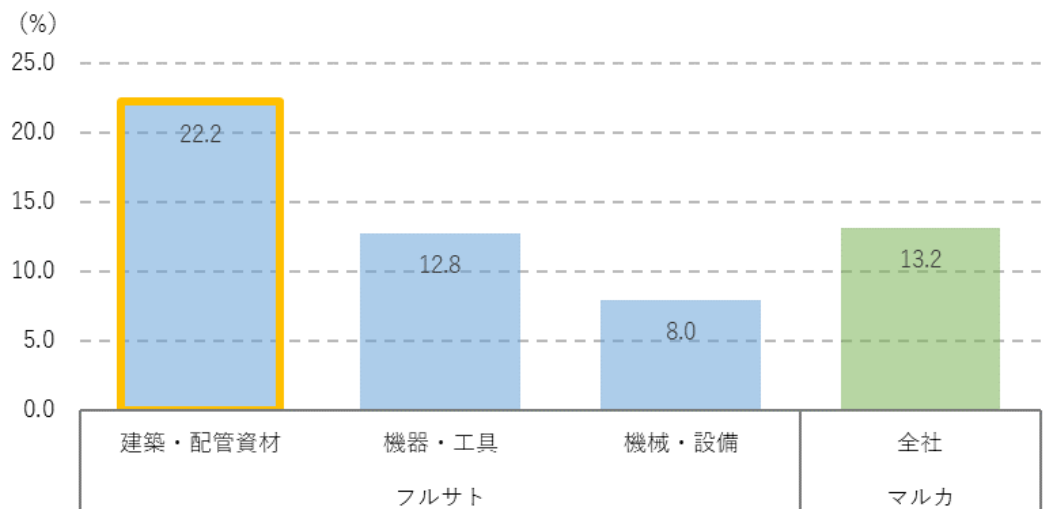
**建設資材
：特徴**

特徴：製造・物流面の付加価値をもって相対的に高い収益性を確保

同社事業ポートフォリオの中では最も粗利率が高い事業である。FY19のセグメント別粗利率を見ると、フルサトグループの建築・配管資材は22.2%であり、同機器・工具の12.8%やマルカグループ全社より10%pt弱高い水準だった。新建設資材セグメントは旧機器・工具セグメントに計上されていた住宅設備機器を含むため水準はやや低下するだろうが、統合後も高い収益性を確保していると思われる。

背景としては、製造から手掛ける高付加価値品の売上構成比が一定割合を占める上に、全国の製造・物流拠点*を活かした物流面での付加価値が寄与していると思われる。鉄製で重く嵩張る製品を取り扱っているため、建設現場等により近い立地で製造し、他社製のその他必要資材と合わせて配送することの価値が高まりやすい。フルサト工業単体では、滋賀工場を中心に北は北海道(千歳)、南は福岡(久留米)まで計9工場を抱える他、埼玉・大阪に配送センターを自社保有しており、一定の優位性を確保している。

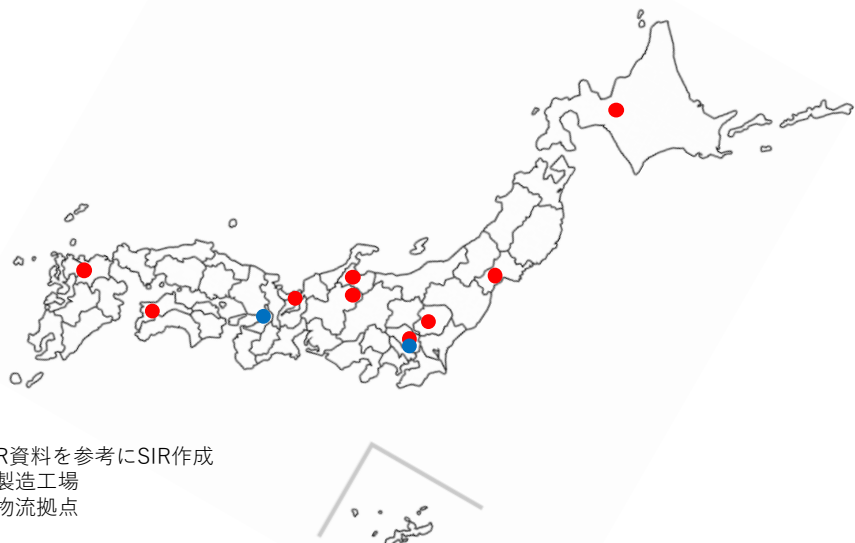
セグメント別粗利率(FY19)



出所：同社IR資料よりSIR作成

注釈：フルサトグループは20/3期数値、マルカグループは19/11期数値を参照した。マルカグループはセグメント別売上総利益の開示が無いいため全社数値のみ表記している。

フルサト工業単体の拠点立地（工場・物流拠点、営業拠点は除く）



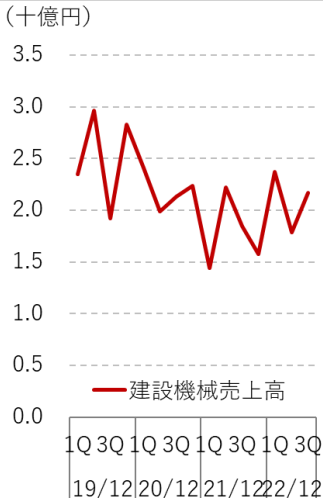
出所：同社IR資料を参考にSIR作成

注釈：● = 製造工場
● = 物流拠点

注釈：グループ全体では国内に12工場を抱える。フルサト工業に係る9工場の他、管製作所、ミヤザワ、ソノルカエンジニアリングで各1工場である。また、物流拠点としてはフルサト工業2拠点の他、ジーネットが3拠点を抱える。なお、白地図にはフルサト工業に係る拠点のみ表記している。

建設機械
：セグメント概況

売上高の四半期推移



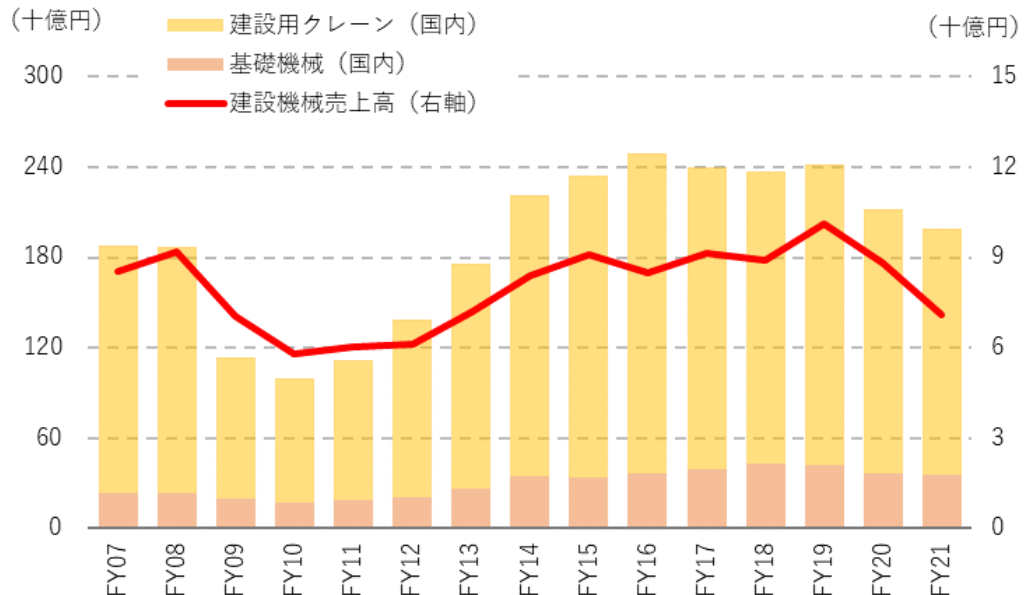
注釈：建設用クレーンには同社が主力とするクローラクレーンの他、ラフテレーン・ジブクレーン・トラッククレーンを含む。国内・輸出別の個別開示が無いためより包含した建設用クレーン統計を参照した。建設機械売上高は12～11月累計である一方、統計データは1～12月集計を参照している点に留意されたい。

概況：シェアは高くないが国内向け建設機械出荷と概ね連動する傾向

四半期20億円、通期で80億円程度の売上規模を確保する。マルカグループの「旧建設機械売上高」と対応しており、建設用クレーンの販売が3割強、建設系基礎機械の販売が2～3割、中古機械の販売が2割弱、建機レンタルが2割弱を占める。

建設用クレーン及び基礎機械の国内向け出荷金額のトレンドと売上高が概ね連動する傾向にある。需要の波の大きな建設用クレーン(クローラクレーン等)の売上構成比が国内出荷構成比と比較して低いため、マクロ統計と比較するとマイルドな売上変化に留まっているが、2013年以降の財政出動やオフィス大量供給、2020東京オリンピックを見据えた建設需要増に連れた出荷増からの反動減局面にある。四半期ベースでよりモメンタムを確認すると、コロナ影響を受けた経済停滞影響を含め既に下げ止まりを見せており、以降は反転を期待する局面と言えよう。なお、建機レンタルサービスはカナモト(9678)や西尾レントオール(9699)が展開する”機械貸し”ではなく、”機械+人貸し”のビジネスモデルで展開することで、事業規模は大手2社に劣るものの、一定の需要を収益享受できている。

建設機械の国内出荷金額とセグメント売上高の年次推移



建設資材セグメントの売上推移と構成比

項目	実額			構成比			成長率	
	FY12	FY19	FY20	FY12	FY19	FY20	FY12→19	FY19→20
	百万円			%			CAGR,%	y-y,%
建設機械売上高	6,126	10,121	8,830	100.0	100.0	100.0	7.4	-12.8
フルサトグループ	0	0	0	0.0	0.0	0.0	-	-
マルカグループ	6,126	10,121	8,830	100.0	100.0	100.0	7.4	-12.8
建設用クレーン	1,745	3,137	3,079	28.5	31.0	34.9	8.7	-1.8
基礎機械	1,343	2,825	1,903	21.9	27.9	21.6	11.2	-32.6
建機レンタル	1,123	1,756	1,575	18.3	17.3	17.8	6.6	-10.3
中古機械	1,556	1,780	1,551	25.4	17.6	17.6	1.9	-12.9
油圧ショベル	32	40	111	0.5	0.4	1.3	3.2	177.5
トラクター	-	0	77	-	0.0	0.9	-	-
その他建機	-	515	467	-	5.1	5.3	-	-9.3
その他	48	66	64	0.8	0.7	0.7	4.6	-2.8

出所：同社IR資料よりSIR作成

注釈：フルサトグループは3月期決算、マルカグループは11月期決算だったため、上記表は4ヵ月ズレ単純合算している点に留意されたい。

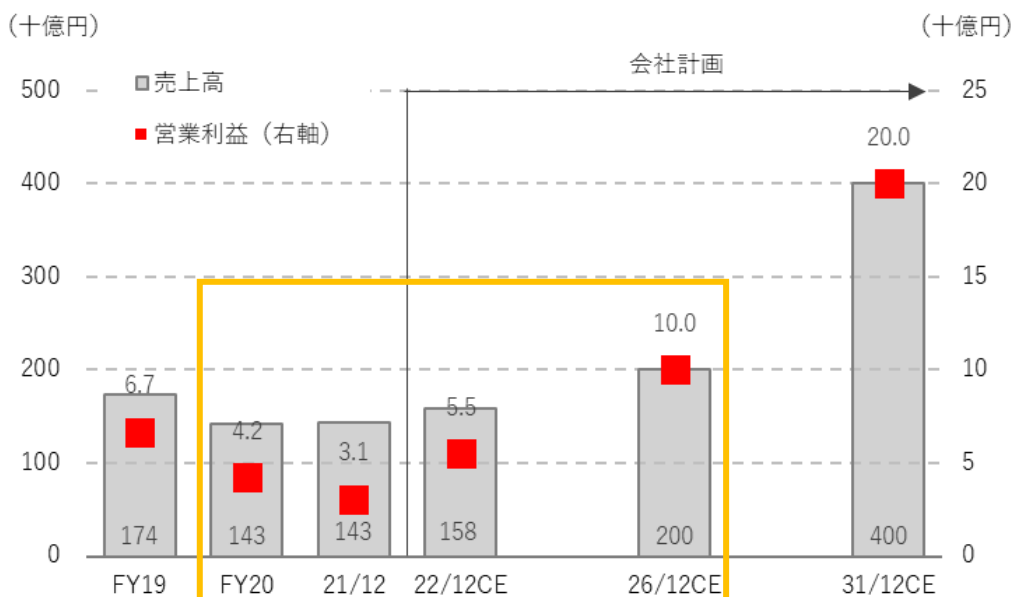
成長戦略

概要：26/12期に売上高2,000億円、営業利益100億円の達成を計画する

『「その手があったか」を、次々と。』をスローガンに、多様な機能を内包する技術商社として、ユニークなアイデアで現場が抱える様々な課題に自ら向き合い、一番に選ばれる『ソリューション・パートナー』を10年後のありたい姿に据えている。定量的には、売上高4,000億円規模／営業利益200億円以上／時価総額1,500億円を長期的な目標とするが、その実現のための中期経営計画では、26/12期に①売上高2,000億円、②営業利益100億円(営業利益率5.0%)、③調整後EBITDA115億円、④ROE8.5%の達成を目指している。

統合直前の営業利益42.4億円(FY20、単純合算値)に対し、①コロナ禍からの回復や各グループ施策の進捗で+28億円、②海外をはじめとした統合シナジーの具体化などで+20億円、③プラットフォーム戦略の推進やグループ機能の組み合わせによる新付加価値の創出で+10億円の計58億円を積み上げる計画である。また、健全な財務体質や豊富なNet Cashを活かしたM&Aによる成長事業への参入も模索する。

中長期業績目標と成長戦略



年度	営業利益		成長施策	
	(百万円)	大項目	概要	
FY20	4,237 -	-	-	
	+	2,800 既存事業	<ul style="list-style-type: none"> ■ コロナ禍からのマーケット回復 ■ 既存施策の実行 	
	+	2,000 統合シナジー	<ul style="list-style-type: none"> ■ 統合シナジー具現化 ■ 知見融合による戦略分野への取組強化 	
	+	1,000 戦略積上げ	<ul style="list-style-type: none"> ■ 新付加価値の創出 ■ 事業領域の拡大 	
	+	α 成長分野	<ul style="list-style-type: none"> ■ 積極的なM&Aによる成長事業への参入 	
26/12CE	10,000 -	-	-	

出所：同社IR資料よりSIR作成
注釈：FY19及びFY20は2グループの単純合算値である。

成長戦略

：①既存事業

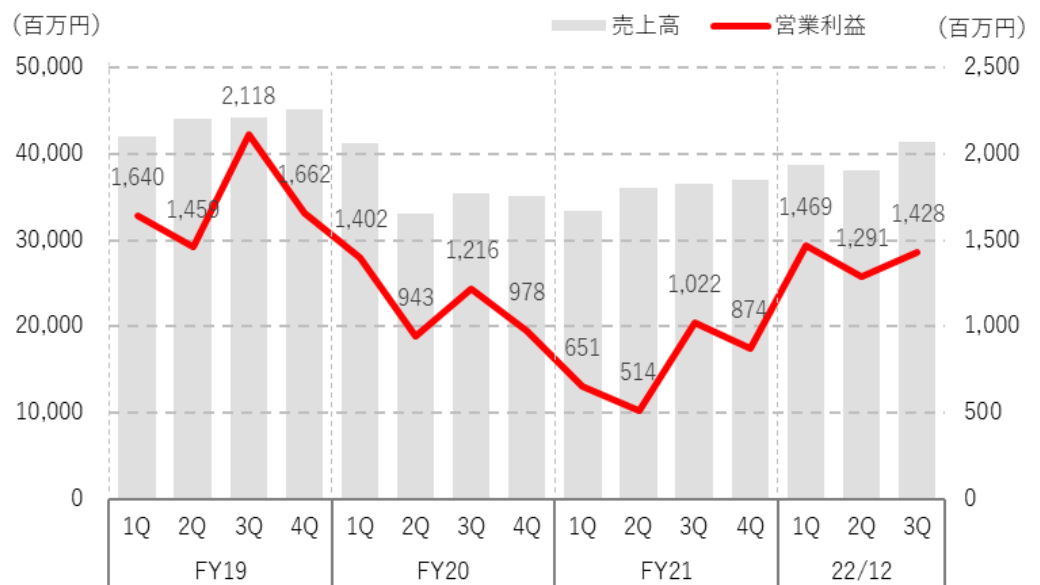
コロナ影響からの回復はまだ途上

コロナ影響を受けた収益水準の低迷に関しては、21年上期に底を打ったものの依然回復途上にある。22年7～9月の四半期売上高は413.5億円であり、FY19の平均値と比較すると94%水準まで回復しているように見えるが、円安効果に伴う円貨換算業績の押し上げや、アイアンショック等の価格転嫁を踏まえると、数量ベースで言えば9割をやや下回ると見られる。ビジネスモデル上の限界利益率は高くは無いが、コロナ禍前と比較すると固定費負担は重く、収益性を押し下げている。

主力の機械・工具に関しては、今後もマイルドな回復となる公算が高いだろう。前出した日本工作機械工業会の統計を参照する限り、需要は一定ある一方で部品・半導体不足等から供給が追いつかず、マクロ的な受注残高は21年初の4,500億円前後から、足元9,000億円程度まで積み上がっている。同社は受注データを開示していないが、似通った水準の受注が積み上がり短中期的な収益材料の観点でリスクは低いものの、マクロ的な生産能力改善が進まない限り収益水準の急改善は想定しにくいと考えられる。ただし、22年4～5月の中国ロックダウン影響は7～9月PLに取り込んでおり今後は反転増が期待できる点や、円安に伴う円貨換算業績の押し上げ効果が10～12月期以降に本格寄与する点は、短期業績のアップサイドである。

また、各事業の価格転嫁及び収益性改善も短中期的に注目しておきたい。機械・工具だけでなく建築・配管資材や住設、建機など幅広い商材でコストプッシュインフレ由来の仕入値高騰が起きているが、一定のマージン率を上乘せし販売する商社としては、価格転嫁によって限界利益額が改善し、固定費負担軽減分が収益性改善に一定寄与する状況である。一方、業績インパクトは小さいものの、米中貿易摩擦の動きを受けたHIKVISION製商品の販売動向には留意が必要だろう。

売上高と営業利益の四半期推移



出所：同社IR資料よりSIR作成

注釈：統合前数値は2グループの単純合算値である。マルカグループの1ヵ月ズレは未調整である。

フルサト・マルカHD	単位	FY21				22/12		
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
売上高	百万円	33,452	36,014	36,631	37,081	38,819	38,092	41,347
前年同期比	%	-18.9	8.8	3.3	5.3	16.0	5.8	12.9
機械・工具	百万円	22,662	24,113	24,277	24,522	26,406	24,974	26,935
前年同期比	%	-21.4	13.3	3.7	9.6	16.5	3.6	10.9
建設資材	百万円	8,403	8,977	9,724	10,178	9,359	10,745	11,551
前年同期比	%	-6.7	4.5	11.6	9.1	11.4	19.7	18.8
建設機械	百万円	1,441	2,221	1,845	1,578	2,373	1,785	2,164
前年同期比	%	-40.2	11.7	-13.5	-29.4	64.7	-19.6	17.3
セキュリティ	百万円	945	701	784	801	679	586	695
前年同期比	%	19.0	-40.6	-28.7	-34.2	-28.1	-16.4	-11.4
売上原価	百万円	-	-	-	-	32,629	31,876	34,814
売上比	%	-	-	-	-	84.1	83.7	84.2
売上総利益	百万円	-	-	-	-	6,189	6,216	6,534
売上比	%	-	-	-	-	15.9	16.3	15.8
販管費	百万円	-	-	-	-	4,720	4,924	5,107
売上比	%	-	-	-	-	12.2	12.9	12.4
営業利益	百万円	666	549	1,080	883	1,469	1,291	1,428
売上比	%	2.0	1.5	2.9	2.4	3.8	3.4	3.5
機械・工具	百万円	471	364	445	188	771	795	533
セグメント売上比	%	2.1	1.5	1.8	0.8	2.9	3.2	2.0
建設資材	百万円	190	134	499	726	449	628	815
セグメント売上比	%	2.3	1.5	5.1	7.1	4.8	5.8	7.1
建設機械	百万円	-2	29	32	-22	43	4	63
セグメント売上比	%	-0.1	1.3	1.7	-1.4	1.8	0.2	2.9
セキュリティ	百万円	-8	-13	44	-17	-26	-13	-41
セグメント売上比	%	-0.8	-1.9	5.6	-2.1	-3.8	-2.2	-5.9
調整額	百万円	15	34	57	9	231	-123	56
営業外収入	百万円	-	-	-	-	343	261	354
営業外費用	百万円	-	-	-	-	26	26	31
経常利益	百万円	-	-	-	-	1,785	1,526	1,752
売上比	%	-	-	-	-	5	4	4
特別利益	百万円	-	-	-	-	35	3	1
特別損失	百万円	-	-	-	-	10	0	0
税引前利益	百万円	-	-	-	-	1,810	1,529	1,752
法人税等	百万円	-	-	-	-	636	488	545
実効税率	%	-	-	-	-	35	32	31
当期純利益	百万円	-	-	-	-	1,174	1,041	1,206
非支配株主利益	百万円	-	-	-	-	14	17	13
親会社株主利益	百万円	-	-	-	-	1,159	1,024	1,193
資産合計	百万円	-	-	-	108,594	111,970	114,208	117,902
現預金	百万円	-	-	-	24,172	26,247	28,295	27,499
売上債権	百万円	-	-	-	38,554	39,315	37,587	39,487
棚卸資産	百万円	-	-	-	10,211	11,822	12,850	15,259
その他流動資産	百万円	-	-	-	5,441	4,531	5,666	5,660
有形固定資産	百万円	-	-	-	20,484	20,614	20,484	20,755
無形固定資産	百万円	-	-	-	2,541	2,459	2,390	2,339
投資その他資産	百万円	-	-	-	7,189	6,980	6,935	6,901
負債合計	百万円	-	-	-	41,233	43,768	44,711	46,983
仕入債務	百万円	-	-	-	31,818	33,971	33,716	34,979
有利子負債	百万円	-	-	-	1,221	1,354	1,480	1,065
その他負債	百万円	-	-	-	8,194	8,443	9,515	10,939
純資産合計	百万円	-	-	-	67,361	68,202	69,497	70,918
自己資本	百万円	-	-	-	66,679	67,483	68,717	70,121
その他純資産	百万円	-	-	-	682	719	780	797

成長戦略 ：②統合シナジー

「協働4本柱」と「戦略5分野」推進で20億円を積み上げ

統合シナジーは、短期的な効果具現化を狙う「協働4本柱」で9億円、中長期的に注力し収益拡大を図る「戦略5分野」で11億円の計20億円の営業利益創出を図る。

協働4本柱の1つは、2グループ共に主力としてきた「産業機械シェアアップ」である。取扱製品の拡大による多様なユーザーニーズへの対応及び販売機会の拡大、一部商品のグループ内仕入化に伴う中間マージンの削減、同一メーカーからの仕入量拡大を背景としたバーゲニングパワーの向上等が期待できる。既に、一部商材の仕入ルートを一網打尽に寄せるなど最適化を進められている施策である。

「機器工具拡大」も効果を期待しやすい。マルカグループは機器工具の取り扱いがほぼ無い一方でコアな顧客・取引先を多数抱えるため、ジーネットのラインナップを活かした機器工具拡販が想定できる。MM会をはじめとした仕入先(機械メーカー)への拡販や機械とのセット販売、組込部品の販売を強化する計画である。

これらは国内だけでなく「海外売上増強」施策としても大いに可能性がある。フルサトグループはほぼ海外売上がないため、マルカグループの顧客ネットワークや海外拠点・販売ルートを活かし、機器工具中心に海外拡販を進める戦略である。現状、顧客の多くは日系メーカーの海外工場だが、今後は従来得意としていた非日系・現地企業への販売にも再度注力し販売機会の拡大を図る。また、機会次第で特定メーカーの特定地域における独占販売権の獲得も狙う。

より顧客ニーズに深くコミットするためには「エンジニアリング事業強化」も欠かせない。2グループ双方でエンジニアリング機能を有するため、その融合によりノウハウの共有や機能効率化、対応力強化を図る。中堅・中小製造業で自動生産ラインの導入が期待されるため、MM会やロボットSierとの連携を強化し技術商社としてのユニークなソリューション提供力の向上を図る。

上記の「協働4本柱」を進めることでグループ企業としての基盤構築を進めると共に、成長が見込まれる「戦略5分野」の事業展開を本格化させる。産業軸では①EV関連や、②食品機械といった成長分野に、社会構造やサステナビリティの観点では③自動化・省人化、④環境・省エネといった軸を強化した上で、国内と比較して潜在力の大きな⑤グローバルでの展開を積極化する計画である。目下「協働4本柱」のシナジー創出を図るために社内的な検討を進めており「戦略5分野」に関しては大きな動きは現状見受けられないが、中長期的な成長要素として注視したい。

統合シナジーの項目一覧

協働 4 本 柱	産業機械シェアアップ	戦 略 5 分 野	EV関連
	機器工具拡大		食品機械
	海外売上増強		自動化・省人化
	エンジニアリング事業強化		環境・省エネ
			グローバル

出所：同社IR資料よりSIR作成

成長戦略 ：③戦略積上げ

M&A等を通じた機能強化、新ソリューション創出を注視

更なる収益積み増しとしては、①プラットフォーム戦略の深化（M&Aやアライアンスによる技術商社としての機能拡大・強化）、②グループ機能融合による新ソリューション創出、③スマートファクトリーへの取組強化が掲げられている。

プラットフォーム戦略の深化は、2グループ双方が推し進めてきた技術商社としての優位性強化のためのM&A・アライアンス施策の継続である。過去約20年に渡り計10件を超えるM&Aやアライアンス等を実施し機能強化してきており、統合により生まれた人的・資金的余裕を活かすと見られる。

22年9月末時点でNet Cash260億円強、自己資本比率60%を誇り、戦略方向性が合致する対象があればM&Aによる不連続な収益拡大やシナジー創出を図りやすい状況にあると言えよう。また、従前は限られた陣容の中で複数のM&Aを実施したためPMIに一定の時間を要したが、足元従業員数は2,000名規模に拡大しており、重複部門の最適化を進めることで、よりスピーディな施策実行のための人的リソース確保が可能と考えられる。

過去約20年間のM&Aや事業提携実績、統合前後のBS・従業員状況

No.	時期 (年)	M&A・提携先及び内容	実施母体
1	1997	MM会を発足	マルカグループ
2	2000	機械工具商社のジーネットを子会社化	フルサトグループ
3	2007	機械工具商社の岐阜商事を子会社化	フルサトグループ
4	2016	洗浄機メーカーの管製作所を子会社化	マルカグループ
5	2016	セキュリティシステム開発・販売のセキュリティデザインを子会社化	フルサトグループ
6	2016	ロボットSierの高丸工業と業務提携しロボットテクニカルセンターをJV設立	フルサトグループ
7	2017	機械工具商社の北九金物工具を子会社化	マルカグループ
8	2019	食品機械メーカーのミヤザワを子会社化	マルカグループ
9	2019	F-MM会（Food-MM会）を発足	マルカグループ
10	2020	日本電産シンボから①変速機・減速機販売、②エンジニアリング事業を取得	フルサトグループ
11	2021	AIソフトウェア開発のアルムと総代理店契約を締結	フルサト・マルカHD

項目	フルサトグループ	マルカグループ	フルサト・マルカHD	
	21/3 (百万円)	20/11 (百万円)	22/9 (百万円)	(構成比,%)
資産合計	66,512	42,631	117,902	100.0
現預金	14,093	9,851	27,499	23.3
売上債権	22,742	16,408	39,487	33.5
棚卸資産	5,139	3,984	15,259	12.9
その他流動資産	1,204	3,470	5,662	4.8
有形固定資産	15,274	6,552	20,755	17.6
無形固定資産	2,827	508	2,339	2.0
投資その他資産	5,233	1,858	6,901	5.9
負債合計	22,250	19,471	46,983	39.8
仕入債務	18,348	13,809	34,979	29.7
有利子負債	0	2,499	1,065	0.9
その他負債	3,902	3,163	10,939	9.3
純資産	44,262	23,160	70,918	60.1
自己資本	44,013	22,450	70,121	59.5
その他純資産	249	709	797	0.7
Net Cash	14,093	7,352	26,434	22.4
自己資本比率 (%)	66.2	52.7	59.5	-
従業員数 (人)	1,098	698	1,972*	-

出所：同社IR資料よりSIR作成

注釈：フルサト・マルカHDの従業員数は22/9末開示がないため、代替的に21/12末時点を参照している。

NCプログラム自動化ソフトウェアをラインナップに加え顧客深耕を図る

直近の取組の一つで中期的な収益貢献が期待されるのは、NCプログラミングの完全自動化を実現したAIソフトウェア「ARUMCODE」の拡販であろう。21年12月に、製造業向けAIソフトウェアを開発する株式会社アルムが開発する「ARUMCODE」シリーズの日本国内における独占販売に関する総代理店契約を締結している。

金属加工工程の機械設備は、極めて低い不良率の実現のために人的・アナログな加工でなく数値制御（Numerical Control）を施すものが多い。NC旋盤やマシニングセンタが主に該当する。中小工場の多くでは現場に近い人員が実際に機械にプログラムを打ち込んでおり、担当者の知見・技能が求められる上に時間的制約から少量多品種への対応を難しくしている一因となっている。

「ARUMCODE」は製品図面(CADデータ)を読み込ませるだけで、工具選定から加工条件の設定を含め最適な製造方法を見出し加工プログラムを自動作成、対応した見積もりまで自動算定することが可能となっている。これにより、①プログラミングのための人的コストの削減または生産性改善、②少量多品種ニーズへの対応による機会損失の低減、③機械稼働率の改善による限界利益拡大、④見積もり精度の向上によるマージン適正化、といった効果が期待できるだろう。

競合商品としてミスミグループ本社(9962)の「meviy」があるが、「ARUMCODE」はアジア最大級のIT技術の国際展示会であるCEATEC AWARD2022にてデジタル大臣賞を受賞しており、一定の競争力を確保していると言える。今後は、技術商社としての顧客理解・深度を活かし、グループとして取引関係にある数多くのメーカー・製造工場等に拡販を図ると見られる。

グループ内の機能・商材を再検証し複合的な新ソリューションを模索

グループ内で抱える機能・商材を再検証し複数の新ソリューションを模索している。例えば、オペレーター人員付きの建機レンタルサービスを提供するマルカグループの子会社ジャパンレンタルでは、フルサト工業で取り扱いのあるレーザークリーナー「レーザーケレン装置」のオペレーター人員付きレンタルを検討中である。また、マルカグループ子会社の食品機械メーカーミヤザワでは、フルサトグループ子会社のセキュリティデザインと協業しセンサー内蔵型パンスライサーを製造・販売するなど、大掛かりなシステム開発なく遠隔モニタリングを可能とする食品機械の研究開発を進めている。

加えて、スマートファクトリーへの取組にも期待したい。ARUMCODEとの協業を活かした加工プログラムの自動生成やセキュリティデザインの事業知見・センサー・カメラを活かした工場内・設備情報の計測・運用、監視ソリューションへの応用といった中長期的展開を模索している。ビジネスモデルの構築次第でフロー型でなくストック型の収益構造を確立することも可能で、収益規模が拡大すれば全社業績の安定性にも一定寄与すると見て注目したい。

バリュエーション

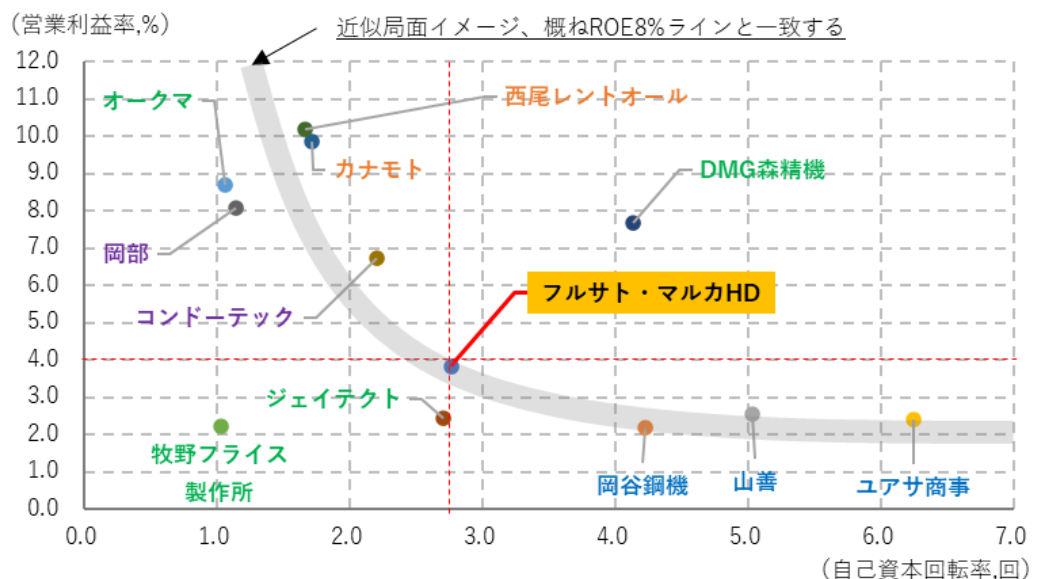
概論：機械工具商社だけでなく工作機械・建設資材製造等もコンプス

フルサト・マルカHDは大まかな業界括りでは「機械工具商社」に位置付けられるため、競合他社としてだけでなくバリュエーション上のコンプスとしても山善(8051)やユアサ商事(8074)をはじめとした機械工具商社と見比べられるケースが多いと考えられる。ただし、事業実態としては、自社工場を抱えメーカーとして製造収益をあげるフルサト工業・管製作所・ミヤザワ、販売だけでなく建機の保有・レンタルを展開するジャパンレンタルなど、商社以外の機能・収益が一定割合を占めるため、PL・BS構造に差異がある点は考慮すべきだろう。

資本効率を要素分解すると違いが分かりやすい。山善やユアサ商事、岡谷鋼機(7485)といった商社色の強い大手企業群は、FY19の営業利益率が2.5%前後、自己資本回転率が4.0回以上(下表参照)であり、相対的に薄利高回転のビジネス特徴を持つ。自社物流拠点など一部固定資産を抱えるものの、資産の多くは受注をもとに仕入れた棚卸資産やマージンを上乗せして販売した後の売掛金で占められており、理論上は高回転・高財務レバレッジを実現しやすい特性を持つ。

一方、フルサト・マルカHDは全国12工場や5つの物流拠点、レンタル設備等を抱えるため、資産回転や財務レバレッジは大手機械工具商社より低位に成らざるを得ず自己資本回転率は3回弱だが、多機能提供を含む高い付加価値を認められた結果として、平時*であれば4%程度の営業利益率を確保していると整理できる。工作機械製造大手のオークマ(6103)や建設資材製造のコンドーテック(7438)、岡部(5959)、建機レンタル大手のカナモト(9678)や西尾レントオール(9699)といった、部分的に類似事業を展開する製造・レンタル企業群ほど高収益低回転では無いが、事業ミックスからPL・BS構造上は丁度中間点に位置しており、成長性やリスクプレミアムを踏まえバリュエーションを考察するにあたっては、①機械工具商社、②工作機械製造、③建設資材製造、④建機レンタルの4業界を俯瞰して参照する必要があると考え、広義コンプスに据えた。なお、FY19当時の米中貿易摩擦に伴う収益悪化影響や高い財務レバレッジ等から下表の近似曲線から外れているものの、工作機械製造大手として、オークマの他に牧野フライス製作所(6135)、DMG森精機(6141)、ジェイテクト(6473)をコンプスに加えた。

FY19の広義コンプス各社の営業利益率と自己資本回転率



注釈：フルサト・マルカホールディングスの値は旧2グループの単純合算財務三表をもとに作成した。いずれの企業もコロナ影響を排除するため、FY19実績を参照している。

マルチプル：P/E、PBR共にコンプス比で高水準の評価を受けている

23年1月20日の株価をもとにすると、フルサト・マルカHDのバリュエーションは22/12期P/E：直近通期実績PBR=20.4倍：1.25倍であり、機械工具商社平均の7.3倍：0.70倍、工作機械製造平均の9.5倍：0.75倍、建設資材製造平均の9.6倍：0.71倍、建機レンタル平均の9.4倍：0.50倍と比較すると高評価が付されている。

この背景としては、コロナ影響からの回復やシナジー創出による中期的な利益水準の切り上がりが相応に期待されている可能性がある。他の機械工具商社や建設資材製造、建機レンタルのFY22の営業増益率は総じて力強さに欠けるが、同社はFY22に8割近い増益率を計画している上、前述の通り次年度以降も個社に起因する利益成長を期待しやすい。なお、工作機械製造は、米中貿易摩擦やコロナ影響及び固定費負担の重い収益構造からFY20に利益水準が大きく落ち込んだため、FY22にかけ利益成長が力強く見える。しかし、自助努力よりも機械サイクルに依る所が大きく、外需中心に工作機械受注モメンタムが反転傾向にある足元業況を踏まえると、個社要因で利益成長要素の多い同社の評価が高まりやすい局面にある。

広義コンプスのバリュエーションシート

コード	企業名	決算月	株価 (1/20) 円	時価総額 (1/20) 百万円	P/E			PBR 直近通期 倍	Net Cash 直近通期 百万円	営業利益 FY22E	営業増益率		
					FY21	FY22E	FY23E				FY21	FY22	FY23E
7128	フルサト・マルカホールディングス	12月	3,300	84,361	27.3	20.4	-	1.25	22,951	5,500	-30.0	73.1	-
-	機械工具商社	-	-	-	7.7	7.3	-	0.70	-	-	50.7	10.8	-
7485	岡谷鋼機	2月	9,830	95,548	4.9	4.6	-	0.35	-113,945	28,500	67.2	25.4	-
8051	山善	3月	1,064	101,405	8.0	8.6	-	0.84	55,722	16,000	52.5	-6.6	-
8074	ユアサ商事	3月	3,745	86,719	10.3	8.6	-	0.90	49,827	13,500	32.2	13.6	-
-	工作機械製造	-	-	-	14.2	9.5	-	0.75	-	-	160.8	60.0	-
6103	オークマ	3月	4,805	162,193	13.1	8.9	-	0.82	63,827	24,000	200.0	66.0	-
6135	牧野フライス製作所	3月	4,360	108,537	8.7	7.8	-	0.59	21,549	15,500	黒字転換	37.2	-
6141	DMG森精機	12月	1,847	232,636	20.1	8.8	-	1.08	-48,094	45,000	116.1	95.1	-
6473	ジェイテクト	3月	905	310,674	15.0	12.4	-	0.50	-137,507	60,000	166.1	41.7	-
-	建設資材製造	-	-	-	12.3	9.6	-	0.71	-	-	1.8	13.0	-
5959	岡部	12月	713	35,144	13.2	8.8	-	0.57	12,638	5,200	-3.6	20.0	-
7438	コンドーテック	3月	993	26,160	11.4	10.3	-	0.85	4,993	3,810	7.2	6.0	-
-	建機レンタル	-	-	-	9.5	9.4	9.1	0.50	-	-	11.6	0.4	-
9678	カナモト	10月	2,248	87,093	9.5	9.7	-	0.67	6,437	13,500	2.6	-7.7	-
9699	西尾レントオール	9月	3,025	85,884	9.5	9.2	9.1	0.34	-46,022	14,884	20.6	8.5	2.6

コード	企業名	決算月	ROE		営業利益率		資産回転率		自己資本比率		配当性向		配当利回り 進行期
			FY21	FY22E	FY21	FY22E	FY21	FY22E	FY21	FY22E	FY21	FY22E	
7128	フルサト・マルカホールディングス	12月	4.6	-	2.2	3.5	1.32	-	61.4	-	-	66.1	3.24
-	機械工具商社	-	9.2	-	2.8	2.9	1.84	-	39.9	-	23.9	25.4	3.33
7485	岡谷鋼機	2月	7.7	-	2.4	3.1	1.75	-	44.5	-	11.7	11.5	2.49
8051	山善	3月	10.9	-	3.4	3.0	1.90	-	39.9	-	26.2	32.3	3.76
8074	ユアサ商事	3月	8.9	-	2.6	2.8	1.86	-	35.5	-	33.7	32.3	3.74
-	工作機械製造	-	6.0	-	5.8	7.9	0.78	-	51.7	-	27.5	29.0	3.14
6103	オークマ	3月	6.5	-	8.4	11.4	0.72	-	71.5	-	24.5	25.9	2.91
6135	牧野フライス製作所	3月	7.1	-	6.1	7.0	0.62	-	54.6	-	12.0	26.8	3.44
6141	DMG森精機	12月	6.8	-	5.8	9.7	0.70	-	35.7	-	43.6	33.4	3.79
6473	ジェイテクト	3月	3.5	-	3.0	3.5	1.07	-	45.0	-	29.8	30.2	2.43
-	建設資材製造	-	6.1	-	6.1	6.1	0.98	-	59.7	-	36.8	32.5	3.40
5959	岡部	12月	4.4	-	6.7	6.9	0.71	-	65.6	-	36.9	29.5	3.37
7438	コンドーテック	3月	7.7	-	5.4	5.4	1.25	-	53.7	-	36.7	35.4	3.42
-	建機レンタル	-	7.9	5.1	8.1	8.0	0.65	0.67	42.4	95.1	28.2	31.4	3.32
9678	カナモト	10月	7.2	-	7.7	7.2	0.63	-	41.8	-	29.7	32.5	3.34
9699	西尾レントオール	9月	8.5	5.1	8.5	8.7	0.68	0.67	43.1	95.1	26.7	30.3	3.31

出所：各社IR資料よりSIR作成

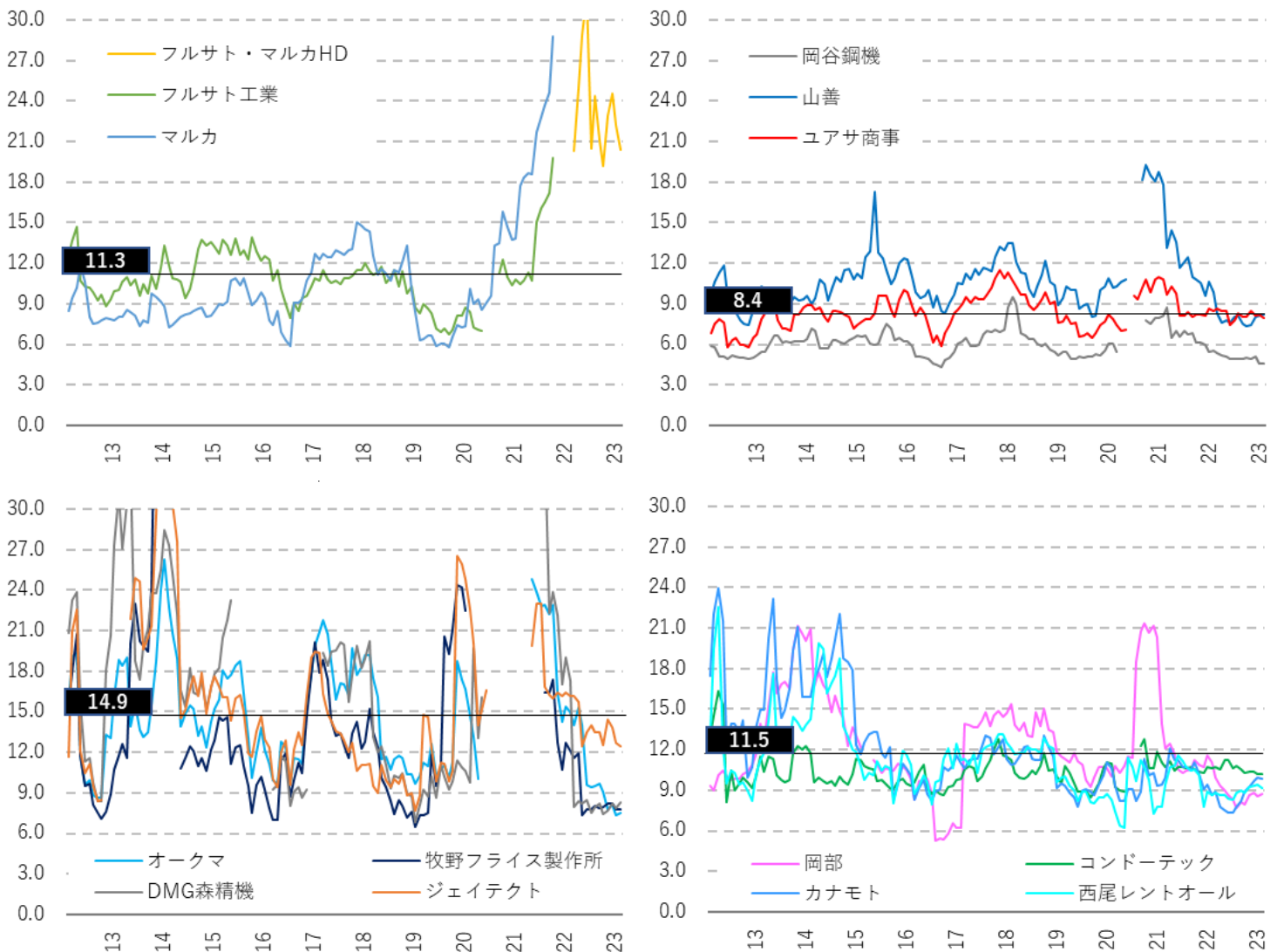
注釈：フルサト・マルカホールディングスの値は統合前2グループの単純合算値で補完・期間修正した修正値を参照している。また、22/12期の1株当たり通期配当金は107円だが、うち50円は記念配当である点に留意されたい。IFRS基準のジェイテクトの各営業利益関連数値は、事業利益で代替している。

P/E：中計で掲げる営業利益100億円が現行株価の目線感の可能性

過去10年のセクター別P/E水準は、機械工具商社が8.4倍、工作機械製造はマクロ環境次第で利益水準が大きく変わるためブレが大きいものの均すと14.9倍、建設資材製造及び建機レンタルが11.5倍である。統合前を含む同社の平均が11.3倍であることから、個社に起因する利益成長期待の要素を除けば、P/E水準は10～13倍程度が一つの目安と考えられる。

21年5月の2グループの経営統合が発表されて以降、フルサト／マルカ両グループ共に20～30倍水準までP/Eが上昇、統合後の足元まで20倍強のP/E水準を維持している。仮に中期経営計画で目標とする営業利益100億円をもとに22/12期会社計画と同様の割合でEPSに換算し直すと、現行株価はP/E11.2倍に相当する。営業利益100億円を一つの目線感に、超過・未達如何を中長期目線で見定めることが、同社株のポジションを持つ上での一つのポイントと言えるだろう。

同社及びコンプスの過去10年の会社計画1期P/Eの推移とセクター別平均値（倍）



出所：SPEEDAよりSIR作成

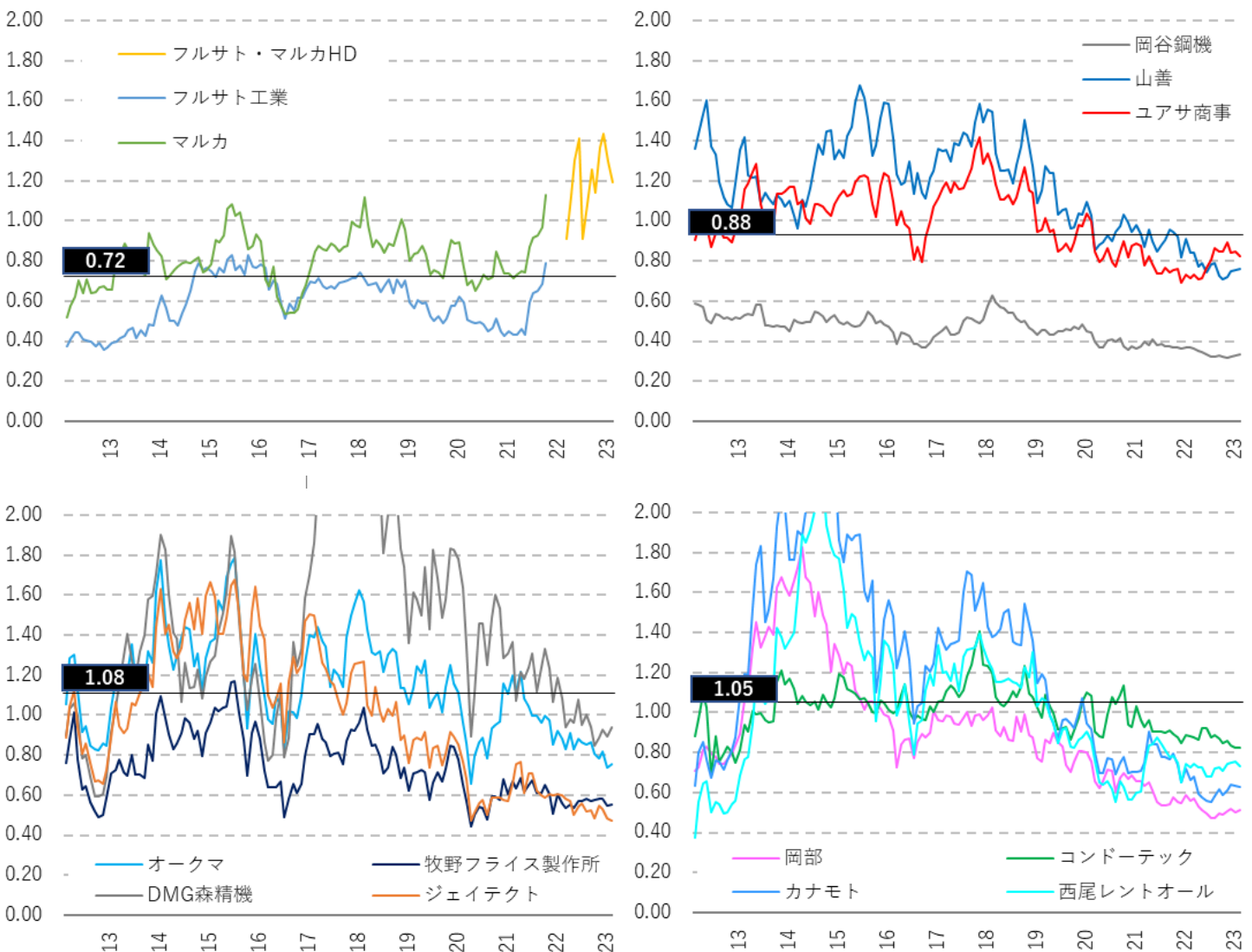
注釈：P/Eは会社1期計画を参照している。P/Eがマイナス又は50倍を超える場合は異常値として表記及び平均集計より除外している。

PBR：中長期的なROE水準の見定めが肝要

過去10ヵ年のセクター別PBR水準は、機械工具商社が0.88倍、工作機械製造が1.08倍、建設資材製造及び建機レンタルが1.05倍である。統合前を含む同社の平均は0.72倍で解散価値を大きく下回るバリュエーションに甘んじてきたが、足元は1.2倍前後で一定の評価を受けている。他のコンプスは足元で全社PBR1.0倍割れとなっており相対高位に見えるが、ヒストリカルに見れば多くの企業でPBR1.2倍前後の評価を受けていた時期も散見され、特段割高といった水準では無いだろう。

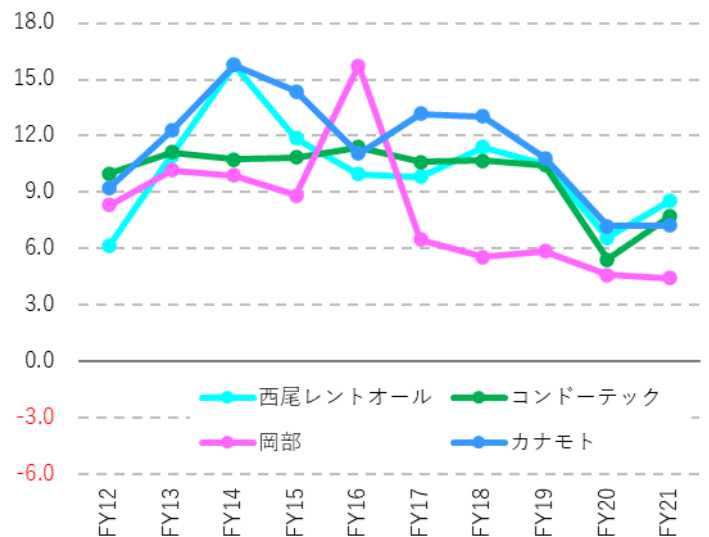
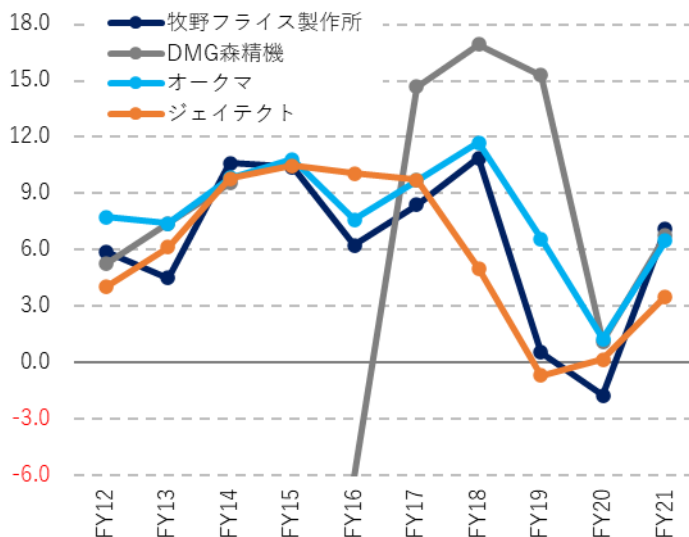
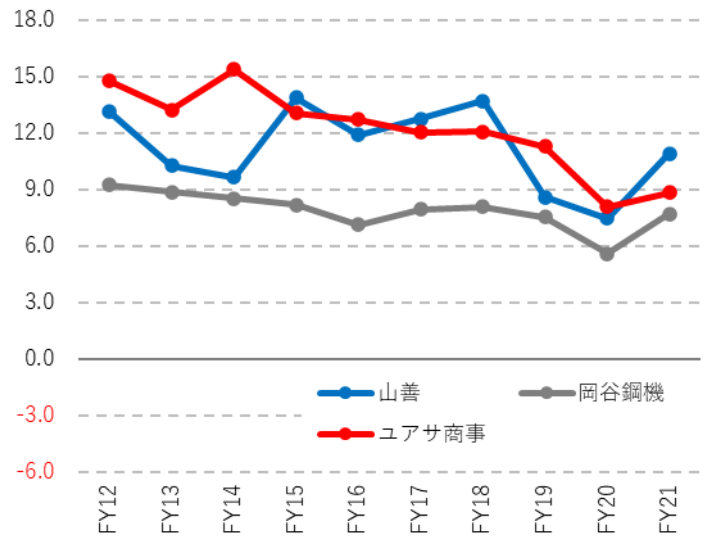
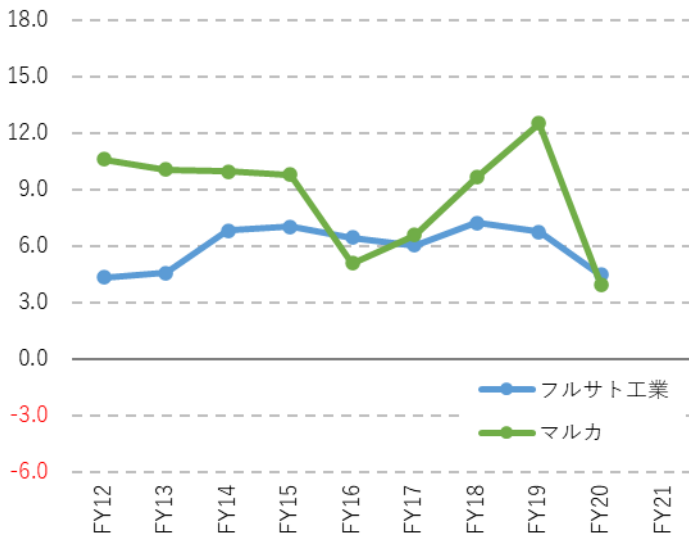
PBRの目線感を見定める上では、中長期的に実現可能なROE水準を検証したい。機械工具商社や建設資材・建機レンタルといった過去PBR水準を切り下げてきた企業群は、総じてROEが低下傾向にあったと分かる(次ページ図表参照)。逆に同社は、2グループ双方が人的・資金的制約がある中進めてきた技術商社施策が統合によりシナジーを生みやすくなっており、ROEの改善期待も高まっていると見られる。なお、同社は中期経営計画にてROE8.5%の達成を目標に据えている。

同社及びコンプスの過去10ヵ年の直近実績PBRの推移とセクター別平均値 (倍)



出所：SPEEDAよりSIR作成
 注釈：PBRは各時点の四半期ベース最近自己資本を元に算出した値である。

同社及びコンプスの過去10ヵ年のROE推移 (%)



出所：SPEEDAよりSIR作成

注釈：PBRは各時点の四半期ベース最近自己資本を元に算出した値である。

リスク

自動車・工作機械・鉄骨建築などの業況や為替リスク等に留意

業績面では、まず売上構成比の高い顧客業種・仕向先の外部環境悪化に留意が必要だろう。自動車関連を中心とした工作機械需要に一定収益が連動する他、同社内で収益性の高い鉄骨建築業界の動向にも気を配りたい。また、製造・物流拠点を抱えるため、災害等何かしらの要因で施設が機能不全を起こした場合は一定の供給難リスクが発生し得る。テクニカルには、売上高の約2割が海外売上高のため、為替変動に伴い円貨換算業績が変化する点にも留意したい。

バリュエーション面では、コンプス比プレミアム評価の剥落に留意が必要だろう。株価は、中長期的な利益成長期待を一定程度先行して織り込んでいる可能性があり、上記した業績面でのリスク顕在化や、シナジー効果創出の遅れなどが目立った場合はバリュエーションの調整が進む可能性がある。

ガバナンス

概要：社外取は5/11(45.5%)で一定のガバナンス体制を構築

同社は「監査役会設置会社」を採用している。監査役を含む取締役11名のうち5名(45.5%)は社外取締役であり、山善やユアサ商事といった同業他社より高く、けん制機能のあるガバナンス体制が敷かれていると言えよう。

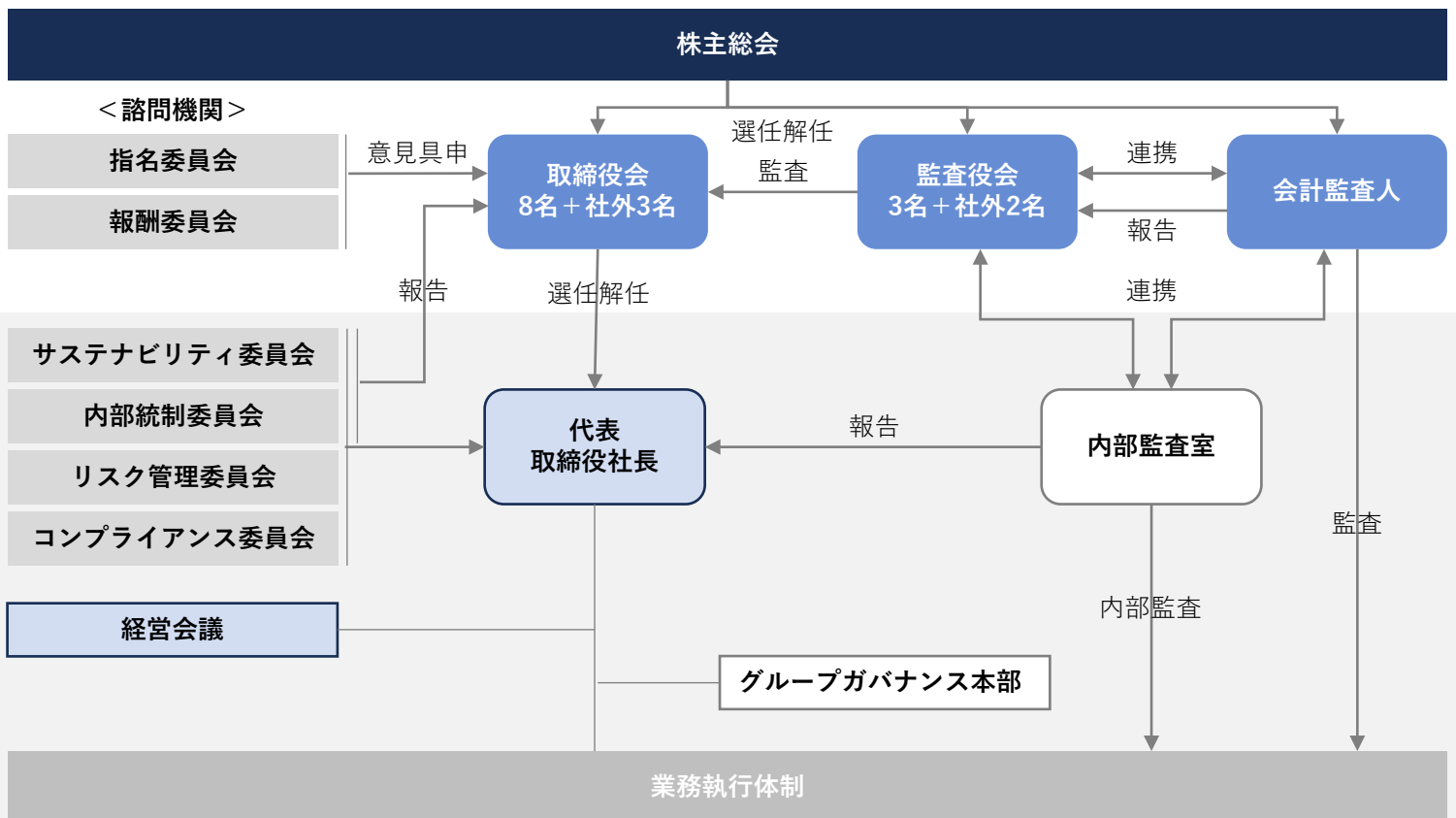
また、別途グループ全体でのガバナンス強化を図るべく「グループガバナンス本部」を設置しており、グループ会社全体としての内部統制向上のための施策立案及び実行、体制整備を担っている。

主なコンプス企業とのガバナンス体制比較

項目	単位	フルサト・マルカホールディングス	山善	ユアサ商事
取締役（監査含む）	人	11	11	11
内、社外取締役	人	5	4	4
社外取締役比率	%	45.5	36.4	36.4
取締役（監査除く）	人	8	8	8
内、社外取締役	人	3	2	3
社外取締役比率	%	37.5	25.0	37.5
監査役・監査等委員	人	3	3	3
内、社外取締役	人	2	2	1
社外取締役比率	%	66.7	66.7	33.3

出所：各社IR資料よりSIR作成

ガバナンス体制



出所：同社IR資料よりSIR作成

フルサト・マルカホールディングスの取締役一覧

No.	役職名	名前	主な経歴		
			年	月	内容
1	代表取締役会長	飯田 邦彦	1980	4	マルカ入社
			2013	2	同社取締役兼執行役員、管理本部長
			2018	4	同社最高財務責任者（CFO）
			2021	2	同社代表取締役社長
			2021	10	当社代表取締役会長
2	代表取締役社長	古里 龍平	1985	9	フルサト工業入社
			1995	6	同社取締役業務総括部長
			2000	4	同社代表取締役専務執行役員
			2004	6	同社代表取締役社長
3	取締役専務執行役員	竹下 敏章	2021	10	当社代表取締役社長
			1976	4	マルカ入社
			2001	12	同社執行役員
			2004	2	同社取締役
			2011	2	同社代表取締役社長
4	取締役専務執行役員	山下 勝弘	2021	2	同社代表取締役会長
			2021	10	当社取締役専務執行役員
			1991	4	現：三菱UFJ銀行入行
			2006	8	メリルリンチ日本証券入社
			2015	9	フルサト工業入社 顧問
5	取締役常務執行役員	難波 経久	2016	6	同社専務取締役
			2021	10	当社専務取締役執行役員
			1979	4	マルカ入社
			2006	12	同社執行役員、大阪産機本部長
6	社外取締役	小谷 和朗	2019	2	同社取締役兼常務執行役員、産業機械本部長
			2021	10	当社取締役常務執行役員
			2009	6	ナブテスコ執行役員
			2010	6	同社取締役企画本部長
			2011	6	同社代表取締役社長
7	社外取締役	中務 裕之	2017	6	同社取締役会長
			2019	2	マルカ取締役
			2021	10	当社取締役
			1981	10	現：有限責任監査法人トーマツ入所
			1989	11	中務公認会計士・税理士事務所設立、同事務所代表
			2012	2	フルサト工業監査役
8	社外取締役	武智 順子	2013	1	日本取引所グループ社外取締役
			2015	6	現：三菱ケミカル社外監査役
			2015	6	フルサト工業取締役
			2021	6	京都銀行社外監査役
			2021	10	当社取締役
9	常勤監査役	大西 聡	1999	4	大阪弁護士会登録、御堂筋法律事務所入所
			2014	6	フルサト工業取締役
			2021	10	当社取締役
			1979	4	現：三菱UFJ銀行入行
10	社外監査役	疋田 鏡子	2008	5	フルサト工業入社、管理本部長
			2008	6	同社取締役管理本部長
			2017	6	フルサト工業常勤監査役
			2021	10	当社常勤監査役
			1991	10	現EY新日本有限責任監査法人入所
11	社外監査役	佐々木 康夫	2019	7	疋田公認会計士事務所所長
			2021	2	マルカ監査役
			2021	4	関西学院大学専門職大学院経営戦略研究科教授
			2021	10	当社監査役
			1979	4	トヨタ自動車入社
			2008	1	トヨタ自動車グローバル監査室室長
			2009	1	フタバ産業執行役員
			2014	6	同社代表取締役専務執行役員
			2015	6	プライムアースEVエナジー代表取締役副社長
2021	10	当社監査役			

出所：同社IR資料よりSIR作成

株主の状況

大株主の状況

No.	氏名又は名称	所有株式数 (千株)	所有株式数 の割合(%)*
1	エフアールテイ (資産管理会社)	2,753	10.77
2	THE SFP VALUE REALIZATION MASTER FUND LIMITED	2,534	9.92
3	日本マスタートラスト信託銀行 (信託口)	1,965	7.69
4	三菱UFJ銀行	1,036	4.06
5	コベルコ建機	766	3.00
6	不二越	743	2.91
7	THE CHASE MANHATTAN BANK, N.A. LONDON SPECIAL OMNIBUS SECS LENDING ACCOUNT	694	2.72
8	りそな銀行	562	2.20
9	日本カストディ銀行 (信託口)	554	2.17
10	あいおいニッセイ同和損害保険	516	2.02
-	総計	12,127	47.45

出所：同社IR資料よりSIR作成

株式の所有者別状況

項目	株主数 (人)	所有株式数 (単元)	所有株式数 の割合 (%)
総数	9,869	253,894	100.00
政府及び地方公共団体	-	-	-
金融機関	19	54,590	21.50
金融商品取引業者	17	2,929	1.15
その他の法人	271	76,567	30.16
外国法人等	76	50,244	19.79
個人以外	68	50,228	19.78
個人	8	16	0.01
個人その他	9,486	69,564	27.40

出所：同社IR資料よりSIR作成

注釈：1単元=100株である。単元未満株式数は174,414株である。自己株式2,553株は「個人その他」に25単元、単元未満株式に53株含めて算出している。

ディスクレイマー／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や分析は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



SESSAパートナーズ株式会社

東京都港区麻布十番2-8-14 i-o Azabu 5a
info@sessapartners.co.jp