

ホリスティック企業レポート

菊池製作所

3444 東証 JQS

アップデート・レポート
2016年2月12日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20160209

菊池製作所(3444 東証 JQS)

発行日:2016/2/12

**顧客の試作品や金型、量産品の製造を行う総合ものづくり支援企業
業績回復へ向かうが、営業損益の黒字化は17年4月期へずれ込む可能性あり**

> 要旨

◆ 試作品や金型、量産品製造で顧客を支えるものづくり支援企業

- ・菊池製作所(以下、同社)は、1970年創業の顧客の試作品や金型、量産品の製造を行う総合ものづくり支援企業である。
- ・装着型筋力補助具「マッスルスーツ」や完全自律制御型ヘリコプタ「ドローン」の開発と量産をスタートさせており注目される。

◆ 円安で既存事業が回復傾向、マッスルスーツは難しい局面へ

- ・16/4期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高2,786百万円(前年同期比4.4%増)、営業損失362百万円(赤字継続 同272百万円悪化)、純損失164百万円(赤字継続 153百万円悪化)であった。
- ・既存事業は顧客企業の国内生産回帰傾向や顧客の納期短縮に応えられる事業体制の再評価などもあり受注が回復している。
- ・マッスルスーツは、大口顧客によるまとまった数量での発注がひと段落し、現在は顧客層の拡大と共に小口顧客からの少数台数の受注という局面に移行している。また、15年度は介護ロボット導入促進のための補助金制度が停止されたことも受注の勢いが鈍化する要因となっている。

◆ 16年4月期は下期回復を見込むも営業赤字継続の可能性あり

- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、上期の業績進捗状況と同社の通期想定を考慮しても、同社予想の試作・金型事業4,700百万円(前期比15.2%増)の売上高は過大であると判断した。また、売上総利益率の予想を22.5%から20.2%に引き下げ、営業利益を100百万円の赤字に下方修正した。

◆ 投資に際しての留意点

- ・マッスルスーツやドローンは話題性があり、これら新規事業による同社業績の改善が中長期的には見込まれる。しかし、その改善が当センターの予想を下回り、成長性や収益性で高く評価するまでには至っていない。
- ・一般的なバリュエーション指標で現在の株価を評価することは難しい。当面は業績動向を注視しつつ、同社が総合ものづくり支援企業としての利点を活かし、さらに自社製品を成長事業として育成し、収益体質が本格的に改善する姿を見守るべきと当センターでは考えている。

【3444 菊池製作所 業種:金属製品】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2013/4	5,674	-9.6	-70	-	180	-64.0	122	-36.4	11.1	490.1	6.7
2014/4	5,508	-2.9	-184	-	-52	-	158	29.0	14.3	507.3	6.7
2015/4	5,849	6.2	-109	-	23	-	274	73.8	24.8	575.6	7.0
2016/4 CE	6,460	10.4	4	-	109	465.8	133	-48.4	10.9	—	7.0
2016/4 E	6,200	6.0	-100	-	-50	-	92	-66.4	7.5	651.8	7.0
2017/4 E	6,700	8.1	200	-	290	-	210	128.3	17.0	661.8	7.0
2018/4 E	7,300	9.0	300	50.0	390	34.5	275	31.0	22.3	677.1	7.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想。2014年11月1日に普通株式1株に対し3株の株式分割を実施。EPS、BPS、配当金は分割後の発行済株式数を基に遡って算出。

アナリスト:大竹 喜英
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

	2016/2/5
株価(円)	1,251
発行済株式数(株)	12,337,700
時価総額(百万円)	15,434

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	87.7	167.9	73.5
PBR(倍)	2.5	1.9	1.9
配当利回り(%)	0.5	0.6	0.6

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-7.1	-22.8	-30.5
対TOPIX(%)	-2.8	-10.1	-22.7

【株価チャート】



アップデート・レポート

2/12

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

> 事業内容**◆総合ものづくり支援企業**

菊池製作所(以下、同社)は、時計部品等の試作製品及び量産製品の製造、金型製作、精密板金加工を目的に、現在の代表取締役である菊池功氏が70年4月に個人事業として東京都八王子市に創業した会社である。その後、74年10月にプレス機の導入により腕時計の内装部品の量産を開始し、76年3月に資本金2百万円で株式会社菊池製作所を設立している。11年10月にJASDAQ(スタンダード)へ上場した。

同社グループが創業以来培ってきた金型の設計・製作、板金加工、機械加工、成形加工、プレス加工等の技術を駆使し、最終製品メーカーの試作製品及び量産製品の製造、金型製作、精密板金加工などを支援する同社事業は、日本の精密機器や事務機器産業の成長が追い風となり、これまで着実な成長を続けてきた。

通常は、大手の最終製品メーカーが各技術や工程ごとに協力企業へ作業を発注するが、同社グループではこれらの技術及び設備を総合的に保有しているため「一括一貫」しての受注が可能である。そのため、同社は顧客である最終製品メーカーに対し、様々な協力企業への複雑な外注にかかるオーダープロセスの回避を提案し、製品競争力の源である製品市場投入の迅速化を手助けしてきた。この点において同社は単なる下請け製造会社とは異なり、付加価値を生み出すことが可能な総合ものづくり支援企業として、その存在意義を明確にしていると考えられる。

◆新規事業への取り組み

現在、同社は自社製品の開発、及び新たな成長事業を模索している。注目事業としては、東京理科大学工学部小林宏教授が開発を進めてきた装着型筋力補助具マッスルスーツ(以下、マッスルスーツ)がある。13年12月に介護福祉機器及び産業用特殊機器の開発、製造、販売を目的に、同社は同教授と株式会社イノフィスを設立し、連結子会社化した。現在、マッスルスーツの販路拡大を図るべく販売代理店の全国展開を進めている。

また、千葉大学と共同開発を進めてきた完全自律制御型ヘリコプタは、福島県の災害対応ロボット産業集積支援事業として採択された。現在は千葉大学発ベンチャー企業である自律制御システム研究所がドローン^(注1)として製品化し、同社が量産と販売を担当している。利用範囲の法的規制などが遅れているものの、大型プラントでの監視や警備、警察や消防署などでの調査や監視及び警備、農地管理や農薬散布、災害対応での調査や分析、橋梁や鉄塔での保守検査など、用途拡大が期待されている。

(注1)ドローン

自律して命令を実行する無人機。命令を受けて自律飛行する飛行物体という意味から転じ、遠隔操縦または自律式のクワッドコプター、マルチコプターを表す言葉として、2010年代以降メディア等で多用されている。

◆事業分類は「試作・金型」、「量産」、「ガンマカメラ関連事業及びその他」の3つ

同社の事業は大きく分けて3つに分類される。

(1) 試作・金型事業

試作・金型事業は、主に精密電子機器、事務機器及び自動車部品等の最終製品メーカーを顧客とし、顧客の新製品開発における試作製品や顧客の新製品開発において使用される金型を、同社グループが受注し、設計・製造を行っている。具体的には、様々な業種の研究開発活動に使用される多種多様な試作品を、同社グループ独自の「一括一貫」のコンセプトで設計工程、金型製作工程、成形工程、加工工程の各製造工程によって製造している。急速な技術革新、ハイテク機器等の製品ライフサイクル短期化など産業全般の動向に対応するため、自社製造技術の向上を常に図り、顧客への納期短縮に資する工程間調整等に応えられる事業体制を整えている。

また、マッスルスーツに代表される介護用ならびに産業用ロボット、ドローンの製造・販売は、新規事業ながらここに分類されている。

(2) 量産事業

量産事業は、主に精密電子機器等の最終製品メーカーを顧客とし、試作・金型事業での実績をもとに量産製品の製造を行なっている。同社及び海外連結子会社の KIKUCHI (HONG KONG) LIMITED において、精密プレス加工をはじめとした様々な技術を用いた生産体制を駆使し、携帯電話や腕時計、デジタルカメラの機構部品などを製造している。

(3) ガンマカメラ関連事業及びその他

ガンマカメラ関連事業及びその他として、福島県内の各市町村を対象にガンマカメラを用いた放射線量の測定サービス並びに関係機器を販売している。また、医療関係機関及び一般消費者を顧客として、酸素濃縮機や血中酸素濃度測定器等のヘルスケア関連機器の販売も行っている。

◆総合ものづくり支援企業からの脱皮へ

同社グループは、金型設計・製作、板金加工、機械加工、成形加工、プレス加工等の各技術を駆使して、最終製品メーカーから総合ものづくり支援企業として信頼を得てきた。しかし近年、顧客企業は価格競争や円高の影響もあって、製品開発費抑制や生産拠点の海外移転が続いている。その影響もあって、同社の製品別売上高は、既存事業である携帯電話関連（携帯電話、スマートフォン等）、デジタルカメラ関連（コンパクトデジタルカメラ、一眼レフデジタルカメラ等）、事務機器関連（複写機、プリンタ、複合機等）、自動車関連（コネクタ、

バッテリー等)、精密機器関連(時計、LED照明、プロジェクター等)は総じて減少傾向にあり、マッスルスーツなど新規事業への取り組みが急務となっている。

> 強み・弱みの分析

◆ SWOT 分析

強み (Strength)

- ・ 急速な技術革新、ハイテク機器等の製品ライフサイクル短期化など産業全般の動向に対応でき、顧客への納期短縮に資する工程間調整等に応えられる事業体制を整えている。
- ・ 今後需要拡大が期待される介護支援ロボットやドローンなど、新規事業の取組を進めており、政府や地方自治体の政策とも合致して補助金などの支援も受けている。

弱み (Weakness)

- ・ 既存事業の主な顧客である精密電子機器、事務機器及び自動車部品等の最終製品メーカーは、収益改善を目的に研究開発費用の削減や生産拠点の海外移転を進めてきた。
- ・ 今後需要拡大が期待される介護支援ロボットは、その活用方法が認知の途上にあり、需要増加のピッチが不安定で、同社にとって量産効果がまだ出ていない。

機会 (Opportunity)

- ・ 円安を背景に、精密電子機器、事務機器及び自動車部品等の最終製品メーカーが、国内での試作や金型投資を復活させつつある。
- ・ マッスルスーツは、介護現場だけでなく肉体労働の作業現場でも活用が期待されている。

脅威 (Threat)

- ・ 精密電子機器、事務機器及び自動車部品等の最終製品メーカーで、競争力の低下に伴いものづくりや研究開発への投資を抑制し続ける可能性がある。
- ・ 介護用や医療用ロボットの分野は成長が期待されているだけに、大手機械メーカーなど新規参入組が増え競争が激化する可能性がある。

> 決算概要

◆ 16年4月上期業績は研究開発費増もあって損益面で苦戦

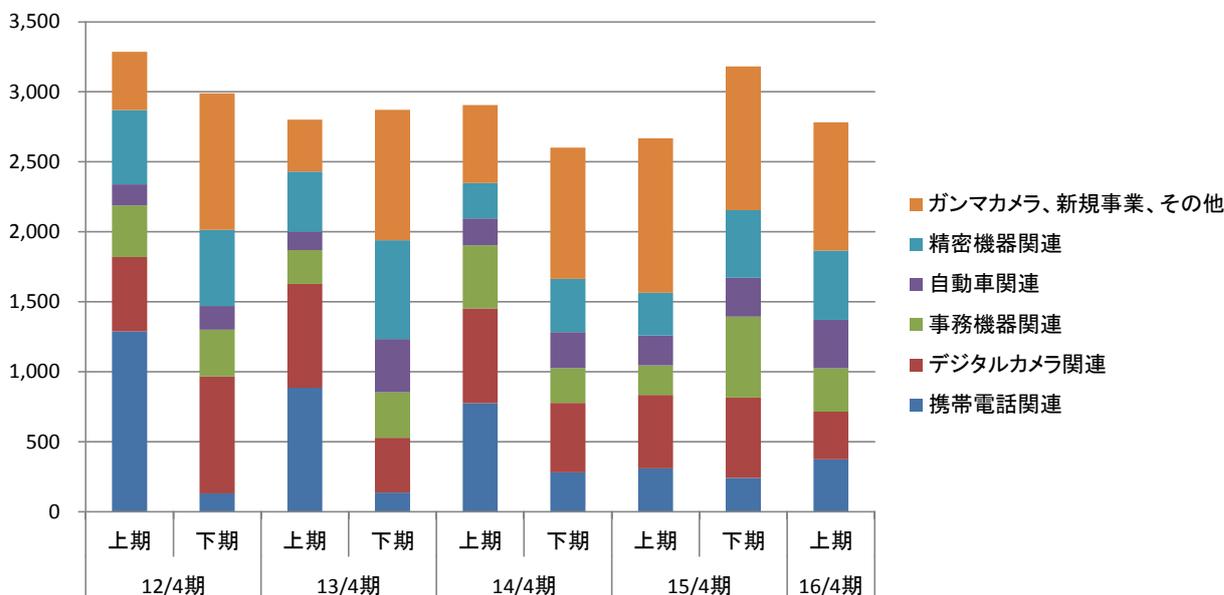
16/4期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高2,786百万円(前年同期比4.4%増)、営業損失362百万円(赤字継続 同272百万円悪化)、経常損失396百万円(赤字継続 同390百万円悪化)、純損失164百万円(赤字継続 153百万円悪化)であった。東京電力(9501 東証一部)から補償金の支払(15/4期上期は47百万円)がなかったため、経常利益の悪化幅が大きくなり、投資有価証券売却益など特別利益を計上したものの純損益も期初予想を大きく下回る結果となった。

同社期初予想に対しは、売上高が134百万円、営業利益は220百万円、経常利益は296百万円、純利益は104百万円、それぞれ下回った。

16/4期上期の状況を製品別で見れば、携帯電話関連(携帯電話、スマートフォン等)、事務機器関連(複写機、プリンタ、複合機等)、自動車関連(コネクタ、バッテリー等)、精密機器関連(時計、LED照明、プロジェクター等)の売上高が増加した。一方、デジタルカメラ関連(コンパクトデジタルカメラ、一眼レフデジタルカメラ等)は売上高が減少し、その他は増加したもののマッスルスーツやマイクロ流体デバイス等の新規事業関連は売上高がほぼ半減している(図表1)。

【図表1】製品別売上高の推移

(単位:百万円)



(注) マッスルスーツは補助金計上ではなく、全額を実質的な出荷売上高として算出し「ガンマカメラ、新規事業、その他」に含む
(出所) 菊池製作所決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

セグメント別売上高は、試作・金型事業が1,831百万円で前年同期比1.5%増収、量産事業は954百万円で10.7%増収、ガンマカメラ関連事業及びその他は479千円となり、同69.3%の減収となった。

試作・金型事業の低調な伸びはマッスルスーツの売上減が原因である。また、ガンマカメラ関連事業及びその他の大幅減収はガンマカメラの売上確定が下期へずれたこと、及びヘルスケア製品の販売がなかったためである。量産事業は顧客企業の国内生産回帰傾向や顧客の納期短縮に応えられる同社の事業体制が再評価されたことなどもあって、精密機器関連、特に時計の受注が活発化した。携帯電話関連のスマートフォンの生産も増加して大幅増収となった(図表2)。

新規事業として期待し販売増を見込んでいた試作・金型事業に含まれるマッスルスーツは、初期段階での大口顧客によるまとまった数量での発注がひと段落し、現在は顧客層の拡大と共に小口顧客から少数台数を受注するという局面に移行している。営業活動や展示会での反応は良好であり中長期的には需要増が予想されるものの、足もとでは当初予想を下回る販売結果となった。また、16/4期に入って経済産業省が導入した介護ロボット導入促進のための補助金制度が停止されたことも影響したと考えられる。

セグメント利益は3分類ともに赤字となった。量産事業は売上高が大幅に増加したものの、顧客からの価格引き下げ要請に応じたことで利益率が低下した。さらに、試作・金型事業に含まれている医療機器およびホットチャンバ式アルミダイカスト等は、新たに福島県の開発補助事業として採択されたが、研究開発費が増加し利益悪化要因となった。

【図表2】事業別売上高とセグメント利益の推移

(単位：千円)

	15/4期上期	15/4期通期	増減率	16/4期上期	増減率	16/4期(E)	増減率	17/4期(E)	18/4期(E)
売上高	2,667,940	5,849,975	6.2%	2,786,314	4.4%	6,200,000	6.0%	6,700,000	7,300,000
試作・金型事業	1,803,957	4,078,606	9.6%	1,831,344	1.5%	4,300,000	5.4%	4,600,000	5,000,000
量産事業	862,422	1,612,322	-3.9%	954,490	10.7%	1,750,000	8.5%	1,900,000	2,050,000
ガンマカメラ関連事業・その他	1,560	159,045	45.5%	479	-69.3%	150,000	-5.7%	200,000	250,000
セグメント利益	-90,865	-109,027	-	-362,074	-	-100,000	-	200,000	300,000
試作・金型事業	-112,861	-137,242	-	-275,879	-	-100,000	-	130,000	200,000
量産事業	30,629	-28,622	-	-80,949	-	-60,000	-	0	20,000
ガンマカメラ関連事業・その他	-8,633	56,816	383.6%	-5,245	-	60,000	5.6%	70,000	80,000
利益率	-3.4%	-1.9%	-	-13.0%	-	-1.6%	-	3.0%	4.1%
試作・金型事業	-6.3%	-3.4%	-	-15.1%	-	-2.3%	-	2.8%	4.0%
量産事業	3.6%	-1.8%	-	-8.5%	-	-3.4%	-	0.0%	1.0%
ガンマカメラ関連事業・その他	-553.4%	35.7%	-	-1095.0%	-	40.0%	-	35.0%	32.0%

(注) 16/4期(E)以降は証券リサーチセンター予想。セグメント利益は調整額控除前(出所) 有価証券報告書などより証券リサーチセンター作成

マッスルスーツの損益計算書への計上が特殊であることは前レポートでも説明した(15年7月3日発行)。出荷金額のうち助成金が利用された金額を除いた売上高が損益計算書の売上高として計上され、原価と販管費を減額して営業利益が計算される。

一方、助成金対象の金額は一般の売上高と同率の原価と販管費を減額処理し助成金収入として営業外収益に計上されていた。この助成金制度が停止されたことで、16/4期上期は販売全金額が売上高に計上され、前年同期に比べ売上高と営業利益にプラスに働いていたはずである。しかし、売上総利益率が前年同期の18.6%から11.8%へ低下し、販管費は前年同期比で17.4%も増加している。16/4期上期は、販路拡大の費用増も含め様々な状況変化に苦慮し、対策に奔走した局面だったと証券リサーチセンター(以下、当センター)では見ている。

> 業績予想

◆ 菊池製作所は下方修正ながら16年4月期の営業黒字転換を想定
同社は15年12月10日に、16/4期連結業績予想を売上高6,460百万円(前期比10.4%増)に据え置き、営業利益は114百万円から4百万円(黒字転換 同113百万円増)へ、経常利益は219百万円から109百万円(同465.8%増)へ下方修正し、当期純利益は131百万円から133百万円(同48.4%減)に上方修正すると発表した。

この見通しに関し、セグメント別では以下のように想定している。

試作・金型事業は、

- ① 円安継続を受けて、国内生産に回帰の傾向。スマホ、事務機器等が堅調に推移する
- ② 事務機器、自動車関連、時計等の新規取引先も増加傾向
- ③ デジカメ、医療機器は低迷。医療機器は下期に改善の見込み
- ④ マッスルスーツは、子会社イノフィスを中心となり、代理店網を構築して、全国・各分野に展開する。補助制度活用、製品ラインナップ拡充にも注力する

量産事業は、

- ① 国内量産事業は全般的に縮小傾向も、一定水準で推移の見込み
- ② 新規装置量産は受注を獲得、継続の見込み
- ③ 香港子会社のKIKUCHI(HONG KONG)はデジタルカメラ、時計、LED照明等の受注が好調

ガンマカメラ関連事業及びその他は、

- ① ガンマカメラ受託測定の受注が増加する

同社はセグメント売上高に関し、精密電子機器等の試作・金型事業ならびに量産事業において堅調に推移すると予想し、試作・金型事

業 4,700 百万円（前期比 15.2%増）、量産事業 1,560 百万円（同 3.2%減）ガンマカメラ関連事業及びその他 200 百万円（同 25.8%増）と期初の売上見通しを変えていない。また、マッスルスーツをはじめとしたロボット分野での受注増加の見通しも変更していない。

営業利益及び経常利益の下方修正要因は、医療機器およびホットチャンバ式アルミダイカスト等にかかる研究開発費の増加によるとしている。なお、持分変動利益ならびに投資有価証券売却益を計上したことにより、当期純利益は期初に発表した予想を上回る見通しとなっている。

なお、同社が東京電力に請求している補償金は、福島工場のある福島県相馬郡飯舘村が「居住制限区域」に指定されていることにより発生している追加的費用と損害賠償的意味合いの費用に対してである。前者は、従業員の避難先からの通勤に伴い増加した通勤交通費や福島工場の一部を移転したことに伴う家賃等であり、東京電力との交渉で費用分を請求している。16/4 期も前者は受取補償金として業績予想に含まれているものの、15/4 上期に 47 百万円（通期で 95 百万円）計上されたが 16/4 期はまだ支払われていない。また、15/4 期に 379 百万円計上された後者の特別利益の受取補償金を、同社は 16/4 期に想定していない。ともに交渉が絡んでくると損害賠償的意味合いの強い収入であり、現時点では不確定要素となっている。

◆ 証券リサーチセンターによる業績予想

当センターでは、同社の 15/4 期下期売上高が上期比 19.3%増、前年同期比 22.3%増であったため、期初時点では同社の予想する 16/4 期の 10.4%増収の達成は不可能でないと見ていた。また、試作・金型事業と量産事業の既存分野は大きな売上増が見込めないものの、マッスルスーツの利用が介護や医療の分野から物流や農業分野へ広がって行くと予想していた。

さらに、同社の主要顧客である情報通信機器や精密電子機器メーカー、並びに事務機器メーカーが厳しい経営環境にあり、新規開発試作品や金型、量産品の製造全般で抑制傾向が依然として続いていると認識していた。ただし、15/4 期下期以降は事務機器関連や精密機器関連など一部試作品において受注及び売上高が回復の兆しを見せ始めていたことも事実であり、同社の事業環境が好転すると見ていた。

しかし、上期の業績進捗状況と同社の通期想定を考慮しても、試作・金型事業 4,700 百万円（前期比 15.2%増）の売上高は過大で、量産事業 1,560 百万円（同 3.2%減）の売上高は過小と考えられる。特に、試作・金型事業に含まれるマッスルスーツは、介護ロボット導入促進のための補助金制度が停止されたことや、小口案件の増加を考えると

15/4 期の約 800 台の販売に対し、16/4 上期が 200 台、売上金額 100 百万円（ともに当センター推計）の実績で、16/4 期通期で従来予想である 1,500 台の販売、売上金額 700 百万円の達成は難しいと当センターでは見ている。

当センターでは、売上高の未達成とともに、売上総利益率の予想を 22.5%から 20.2%に引き下げ、営業利益を 100 百万円の赤字に下方修正した。また、同社が下期に見込んでいた営業外利益の受取補償金も現時点でゼロとした。営業外損益も慎重に見込み、経常利益も赤字継続と予想した。なお、特別利益の受取補償金は同社の想定と同じく発生しないという前提ながら、当期純利益は上期の投資有価証券売却益などの貢献で黒字転換を予想した（図表 3）。

なお、16/4 期上期末時点の純資産は、8,329 百万円となり、15/4 期末比 1,793 百万円の増加（同 27.4%増）となっている。これは、15 年 4 月に発行された新株予約権がすべてが行使されたことや、子会社であるイノフィスが、15 年 7 月 30 日の取締役会の決議に基づき第三者割当増資を 15 年 8 月 6 日に実施した結果、資本剰余金が 246 百万円増加したためである。

【 図表 3 】 財務諸表

決算期	13/4	14/4	15/4 上期	15/4	16/4 上期	16/4(E)	17/4(E)	18/4(E)
損益計算書(千円)								
売上高	5,674,656	5,508,709	2,667,940	5,849,975	2,786,314	6,200,000	6,700,000	7,300,000
売上原価	4,761,157	4,641,930	2,170,408	4,733,462	2,457,419	4,950,000	5,100,000	5,550,000
売上総利益	913,498	866,778	497,531	1,116,513	328,895	1,250,000	1,600,000	1,750,000
販売費及び一般管理費	983,502	1,050,955	588,395	1,225,540	690,969	1,350,000	1,400,000	1,450,000
営業利益	-70,003	-184,177	-90,863	-109,027	-362,074	-100,000	200,000	300,000
営業外収益	330,124	203,639	123,311	235,475	30,126	160,000	170,000	170,000
(受取利息・受取配当金)	9,749	11,498	6,667	14,841	8,545	17,000	17,000	17,000
(助成金収入)	112,122	32,408	35,031	69,673	0	60,000	70,000	70,000
(受取補償金)	152,218	102,934	47,810	95,180	0	0	0	0
(持分法投資利益)	0	0	0	0	0	0	0	0
営業外費用	79,162	72,173	38,979	103,048	64,578	110,000	80,000	80,000
(支払利息)	9,718	12,298	3,630	9,367	3,086	8,000	10,000	10,000
経常利益	180,959	-52,710	-6,531	23,399	-396,526	-50,000	290,000	390,000
特別利益	38,299	1,545,150	0	419,419	112,365	112,000	30,000	30,000
特別損失	1,092	1,266,244	1,088	32,558	0	0	30,000	30,000
税引前当期純利益	218,165	226,195	-7,619	410,260	-284,161	62,000	290,000	390,000
法人税、住民税及び事業税	95,554	68,084	3,675	132,275	-98,900	-10,000	100,000	135,000
税率	43.8%	30.1%	-	32.2%	-	-	34.5%	34.6%
少数株主損益	0	-12	184	3,098	-20,534	-20,000	-20,000	-20,000
当期純利益	122,611	158,123	-11,479	274,887	-164,726	92,000	210,000	275,000
売上高比								
売上総利益	16.1%	15.7%	18.6%	19.1%	11.8%	20.2%	23.9%	24.0%
販売費及び一般管理費	17.3%	19.1%	22.1%	20.9%	24.8%	21.8%	20.9%	19.9%
営業利益	-1.2%	-3.3%	-3.4%	-1.9%	-13.0%	-1.6%	3.0%	4.1%
経常利益	3.2%	-1.0%	-0.2%	0.4%	-14.2%	-0.8%	4.3%	5.3%
税引前当期純利益	3.8%	4.1%	-0.3%	7.0%	-10.2%	1.0%	4.3%	5.3%
当期純利益	2.2%	2.9%	-0.4%	4.7%	-5.9%	1.5%	3.1%	3.8%
前期比								
売上高	-9.6%	-2.9%	-8.2%	6.2%	4.4%	6.0%	8.1%	9.0%
売上総利益	-36.5%	-5.1%	-10.3%	28.8%	-33.9%	12.0%	28.0%	9.4%
販売費及び一般管理費	-1.7%	6.9%	1.7%	16.6%	17.4%	10.2%	3.7%	3.6%
営業利益	-	-	-	-	-	-	-300.0%	50.0%
経常利益	-9.4%	-	-	-	-	-	-680.0%	34.5%
税引前当期純利益	-48.0%	3.7%	-	81.4%	-	-	367.7%	34.5%
当期純利益	-36.4%	29.0%	-	73.8%	-	-66.5%	128.3%	31.0%
貸借対照表(千円)								
現預金	1,196,774	1,888,717	1,624,976	2,206,686	3,789,210	3,850,000	4,000,000	4,100,000
受取手形及び売掛金	1,862,426	1,466,903	1,725,033	1,973,808	1,803,774	1,900,000	2,000,000	2,100,000
たな卸資産	357,574	446,686	544,026	566,698	652,350	650,000	700,000	700,000
その他	384,726	201,671	409,649	356,168	203,369	200,000	300,000	300,000
流動資産	3,801,500	4,003,977	4,303,684	5,103,360	6,448,703	6,600,000	7,000,000	7,200,000
有形固定資産	3,838,755	3,081,407	2,998,597	3,015,389	3,069,440	3,100,000	3,100,000	3,200,000
無形固定資産	30,565	48,163	43,547	37,350	32,863	30,000	30,000	30,000
投資その他の資産	614,079	770,018	905,011	1,078,770	1,297,430	1,300,000	1,300,000	1,300,000
固定資産	4,483,399	3,899,590	3,947,156	4,131,510	4,399,735	4,430,000	4,430,000	4,530,000
資産合計	8,284,900	7,903,870	8,250,991	9,235,108	10,849,619	11,030,000	11,430,000	11,730,000
支払手形及び買掛金	499,318	518,371	663,947	605,716	797,050	750,000	800,000	850,000
その他	1,889,133	1,129,962	1,266,047	1,462,457	1,155,184	1,355,000	1,480,000	1,490,000
流動負債	2,388,451	1,648,333	1,929,994	2,068,173	1,952,234	2,105,000	2,280,000	2,340,000
社債及び長期借入金	106,061	246,840	218,860	170,000	130,000	130,000	180,000	200,000
その他	356,183	383,931	431,379	461,328	438,368	420,000	470,000	500,000
固定負債	462,244	630,771	650,239	631,328	568,368	550,000	650,000	700,000
純資産合計	5,434,204	5,624,765	5,670,757	6,535,606	8,329,016	8,375,000	8,500,000	8,690,000
(自己資本)	(5,434,204)	(5,624,278)	(5,663,096)	(6,518,322)	(7,997,921)	(8,042,000)	(8,165,000)	(8,354,000)
対総資産比率								
流動資産	45.9%	50.7%	52.2%	55.3%	59.4%	59.8%	61.2%	61.4%
固定資産	54.1%	49.3%	47.8%	44.7%	40.6%	40.2%	38.8%	38.6%
流動負債	28.8%	20.9%	23.4%	22.4%	18.0%	19.1%	19.9%	19.9%
固定負債	5.6%	8.0%	7.9%	6.8%	5.2%	5.0%	5.7%	6.0%
自己資本	65.6%	71.2%	68.6%	70.6%	73.7%	72.9%	71.4%	71.2%

(注) 16/4(E)以降は証券リサーチセンター予想。単位は千円。

(出所) 有価証券報告書などより証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 内部留保と株主への還元を考慮し年1回の利益配当を実施

同社は、長期的成長を維持し企業価値を増大させる再投資のための内部留保と株主還元としての配当の双方のバランスを考慮し、配当政策を実施することを利益配分の基本方針としている。

最近の配当決定にあたっては、上記方針に基づき業績の推移、財務状況、経営環境の検討を基に当期の利益水準を踏まえ安定配当を実施しているが、業績悪化に伴うEPSの低下で明確な配当性向の指針は示していない。なお、内部留保資金の用途は、事業基盤拡充のための設備投資資金、新規製品創出のための研究開発投資資金等に充当する考えである。

◆ ファンダメンタルズの改善はまだ時間を要する

同社の株価は15年1月28日の年初来高値2,118円をピークに下落傾向が続き、11月以降は反発したもののおおむね1,000円から1,600円のボックス圏で推移している。マッスルスーツやドローンは話題性があり、新規事業による同社業績の改善が中長期的には見込まれるものの、その改善が当センターの予想を上回り、成長性や収益性で高く評価するまでには至っていない。

自己資本当期純利益率は13/4期の2.3%から15/4期は4.3%まで回復したものの、16/4期は1.1%に低下すると当センターでは見ている。また、当センターでは営業利益の黒字転換が17/4期、当期純利益が15/4期の274百万円を上回るの18/4期と予想している。

当面は業績動向を注視しつつ、同社が総合ものづくり支援企業としての利点を活かし、さらにマッスルスーツやドローンなど自社製品を成長事業として育成し、収益体質が本格的に改善する姿を見守るべきと当センターでは考えている。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ **協賛会員**

(協賛)			
東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」
 ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ **魅力ある上場企業を発掘**

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ **企業の隠れた強み・成長性を評価**

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

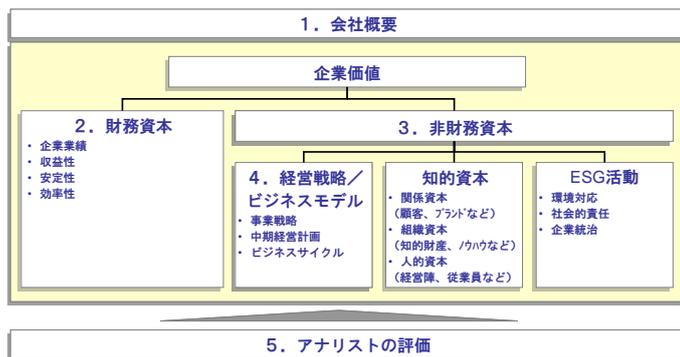
■ **第三者が中立的・客観的に分析**

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

本レポートの構成

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。
 「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。
 それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。
 本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないので、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。