

# 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7月8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 20160705

# 菊池製作所(3444 東証 JQS)

発行日: 2016/7/8

**16/4 期は試作・金型事業の低迷とマッスルスーツの販売反動減で赤字決算**  
**17/4 期は厚労省の補助金支援でマッスルスーツ販売増。18/4 期に営業益黒字化へ**

## > 要旨

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

### ◆ 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 年創業以来、顧客の試作品や金型、量産品の製造を行なっている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ー「ドローン」の開発と量産を開始しており注目される。

### ◆ 16 年 4 月期は試作・金型事業不振、マッスルスーツも反動減

- ・16/4 期決算は、売上高 5,919 百万円(前期比 1.2%増)、営業損失 574 百万円(赤字継続 同 465 百万円悪化)、経常損失 407 百万円(赤字転落 同 430 百万円悪化)、当期純損失 804 百万円(赤字転落 1,078 百万円悪化)であった。
- ・製品別では時計など精密機器関連や自動車関連が増収となったものの、デジタルカメラ関連や事務機器関連が減収となった。マッスルスーツは、大口顧客の発注が一段落し、経済産業省による補助金助成が 15 年度で休止され減収となった。

### ◆ 17 年 4 月期は業績回復を見込むも、営業損益ゼロ近辺の可能性

- ・同社が計画する試作・金型事業の 11.9%増収は強気過ぎると考えられる。また、マッスルスーツは厚生労働省が 16 年度予算に補助金の計上を行い、販売が回復すると予想されるものの、16/4 期実績 400 台から 17/4 期 2,000 台と予想するのは現時点で過大と考えられ、販売状況を見守る必要があると証券リサーチセンター(以下、当センター)では判断した。

### ◆ 投資に際しての留意点

- ・マッスルスーツやドローンには話題性があり、これらの新規事業による中長期的な同社の業績改善が見込まれている。しかし、その改善幅は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。

### 【主要指標】

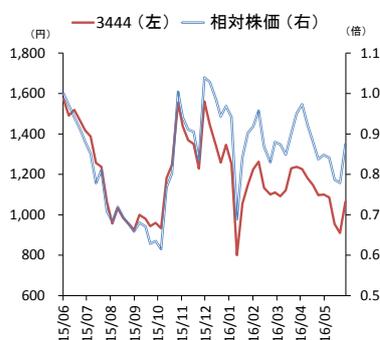
2016/7/1	
株価(円)	1,065
発行済株式数(株)	12,337,700
時価総額(百万円)	13,140

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	-	119.7	75.0
PBR(倍)	1.9	1.9	1.8
配当利回り(%)	0.7	0.7	0.7

### 【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	-0.5	-13.9	-24.8
対TOPIX(%)	-1.2	-8.0	-0.6

### 【株価チャート】



### 【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)
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	5,919	1.2	-574	-	-407	-	-804	-	-65.5	567.7	7.0
2017/4 CE	6,820	15.2	46	-	131	-	100	-	8.1	-	7.0
2017/4 E	6,500	9.8	0	-	100	-	110	-	8.9	569.6	7.0
2018/4 E	7,000	7.7	100	-	200	100.0	175	59.1	14.2	576.8	7.0
2019/4 E	7,500	7.1	200	100.0	300	50.0	240	37.1	19.5	589.3	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。

### アップデート・レポート

2/11

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ない。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、現在の代表取締役社長である菊池功氏が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。

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の事業は、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外注にかかる複雑なオーダープロセスの回避を提案し、競争力の源である製品の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の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ーは、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<sup>注1</sup>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、警察や消防署などが行う調査や監視及び警備、農地管理や農薬散布、災害対応に係る調査や分析、橋梁や鉄塔の保守検査など、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3つに分類されている。

**(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の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、顧客の納期短縮要請に資する工程間調整等ができ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、ドローンの製造及び販売は、新規事業ながら 16/4 期まではここに分類されてきた。

**(2) 量産事業**

量産事業は、主に精密電子機器メーカー等を顧客とし、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**

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及び関係機器の販売を行っている。また、医療関係機関及び一般消費者を顧客として、酸素濃縮器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。

なお、17/4 期から事業分類を変更し、マッスルスーツなど介護用並びに産業用ロボット、ドローンの製造・販売を (3) ガンマカメラ関連事業及びその他と一緒にして「新規事業」と分類することとしている。

**◆ 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を続けてきた。そうした環境下、同社の製品別売上高は、既存事業である携帯電話関連、デジタルカメラ関連、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）が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。売上規模はまだ小さいものの、事業分類を変更し「新規事業」を成長のけん引役と明確にした同社の経営戦略は意欲的と受け止められる。

**> 決算概要****◆ 16年4月期は競争激化とマッスルスーツの不振で厳しい決算**

16/4 期連結決算は、売上高 5,919 百万円（前期比 1.2%増）、営業損失 574 百万円（赤字継続 同 465 百万円悪化）、経常損失 407 百万円（赤字転落 同 430 百万円悪化）、当期純損失 804 百万円（赤字転落 1,078 百万円悪化）であった。

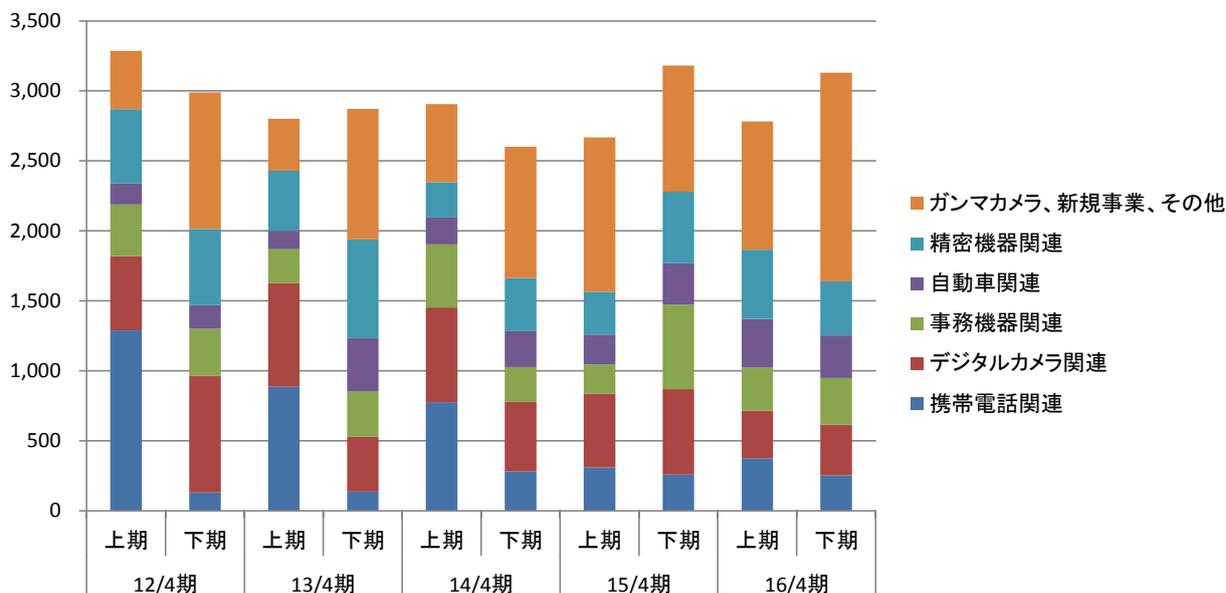
特別損益には、以下の3点があった。関連会社である自律制御システム研究所の株式の一部を売却し、特別利益 160 百万円を計上した。自律制御システム研究所が第三者割当増資を行ったことに伴う持分変動利益 196 百万円を計上した。試作・金型事業における固定資産の将来の回収可能性を検討し、減損損失 865 百万円を特別損失に計上した。

16/4 期の状況を製品別で見ると、試作・金型事業、量産事業ともに時計を中心とする精密機器関連（時計、LED 照明、プロジェクター等）や自動車関連（コネクタ、バッテリー等）、スマートフォンを中心とする携帯電話関連（携帯電話、スマートフォン等）が増収となったものの、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）、医療機器関連（分析器、測定器等）が減収となった。

製造工程別で見ると、板金、機械加工などの高収益部門の売上高が減少し、売上総利益率低下の要因となった。なお、マッスルスーツは経済産業省による 15 年度補助金助成が一時的に停止されたため、受注件数は増えたものの大口受注が減り減収となった。また、マイクロ流体デバイス等を含めた新規事業関連は売上高が 20%以上減少した(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、マッスルスーツを含む試作・金型事業が 3,834 百万円で前期比 6.0%減収、量産事業は 1,906 百万円で同 18.2%増収、ガンマカメラ関連事業及びその他は 178 百万円、同 12.1%の増収となった。

試作・金型事業の不振はマッスルスーツの売上減少が原因である。試作・金型事業を上期と下期に分けてみると、試作・金型事業の売上高は上期が前年同期比 1.5%の増収に対し下期は 11.9%減収となった。15/4 期下期にマッスルスーツの大口売上があった反動でもある。

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、特に時計やスマートフォンの生産が増加して大幅増収となった。しかし、競争激化に伴い、材料費の上昇を価格に転嫁できず、収益性は悪化した。

ガンマカメラ関連事業は売上確定が下期へずれたものの受託測定の受注が増加し、確実な利益を確保している。(図表 2)。

新規事業として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の発注が一段落し、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、マッスルスーツの出荷台数(概算)は15/4期の900台から16/4期は400台にとどまった。また、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15年度には予算計上されなかったことも影響したと考えられる。

【 図表 2 】 事業別売上高とセグメント利益の推移

(単位:千円)

	14/4	15/4期	16/4期上期	増減率	16/4期下期	増減率	16/4期	増減率
<b>売上高</b>	5,508,709	5,849,975	2,786,314	4.4%	3,133,343	-1.5%	5,919,657	1.2%
試作・金型事業	3,719,943	4,078,606	1,831,344	1.5%	2,003,564	-11.9%	3,834,908	-6.0%
量産事業	1,679,419	1,612,322	954,490	10.7%	951,990	26.9%	1,906,480	18.2%
ガンマカメラ関連事業・その他	109,345	159,045	479	-69.3%	177,789	12.9%	178,268	12.1%
<b>セグメント利益</b>	-184,259	-109,027	-362,074	-	-212,783	-	-574,857	-
試作・金型事業	-148,320	-137,242	-275,879	-	-190,832	-	-466,711	-
量産事業	-47,688	-28,622	-80,949	-	-105,691	-	-186,640	-
ガンマカメラ関連事業・その他	11,749	56,816	-5,245	-	83,725	27.9%	78,480	38.1%
<b>利益率</b>	-3.3%	-1.9%	-13.0%	-	-6.8%	-	-9.7%	-
試作・金型事業	-4.0%	-3.4%	-15.1%	-	-9.5%	-	-12.2%	-
量産事業	-2.8%	-1.8%	-8.5%	-	-11.1%	-	-9.8%	-
ガンマカメラ関連事業・その他	10.7%	35.7%	-1095.0%	-	47.1%	-	44.0%	-

(注) 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方法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を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、原価と販売費及び一般管理費(以下、販管費)を減額して営業利益が計算された。

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となったことで、16/4期は販売全金額が売上高に計上され、前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、マッスルスーツの売上高が大幅に減少したことも影響し、売上総利益率が前期の19.1%から13.5%へ低下し、一方販売促進活動を積極的に行ったため、販管費は前期比12.3%増加した。

なお、介護用ロボットの普及に向け厚生労働省が16年度予算に補助金の計上を行っている。同社では一旦落ち込んだマッスルスーツの販売増加に期待を寄せている。ただし、補助金は介護用ロボットを購入するユーザーに支給されるものと制度変更され、同社では上記の経理処理を変更しマッスルスーツの出荷金額を売上高として計上する予定である。

## > 業績予想

### ◆ 菊池製作所は 17 年 4 月期の営業黒字転換を計画

同社は 17/4 期連結業績を売上高 6,820 百万円（前期比 15.2%増）、営業利益 46 百万円（黒字転換 同 620 百万円改善）、経常利益は 131 百万円（黒字転換 同 538 百万円改善）、当期純利益 100 百万円（黒字転換 同 904 百万円改善）と予想している。

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・金型事業においては、

- ① 主力であるハイテク関連製造の縮小傾向は底打ちを見込むも、価格競争激化は継続する。
- ② 事務機器、自動車関連、時計等新規取引先は増加傾向にある。
- ③ 自動車関連、医療機器は、引き続き営業強化分野として注力する。

量産事業においては、

- ① 国内量産事業は業界縮小傾向も、一定水準で推移の見込み。
- ② 16/4 期に獲得した新規顧客は 17/4 期も受注継続の見込み。
- ③ KIKUCHI (HONG KONG) はデジタルカメラ、時計、LED 照明等の受注好調。

新規事業のうちロボット分野においては、

- ① マッスルスーツは、新モデルの引き合いも好調で、各分野に展開。重点ターゲットの設定で大口受注獲得を目指す。
- ② 介護分野で厚生労働省の大型導入補助事業が推進され、受注増加の見込み。

新規事業のうちその他は、

- ① ガンマカメラ受託測定の受注が増加。

17/4 期は、事業分類の変更に伴い図表 2 を継続的に比較できないが、同社は売上高予想を試作・金型事業 3,800 百万円（前期比 11.9%増）、量産事業 1,700 百万円（同 10.8%減）、新規事業 1,120 百万円（同 155.2%増）と公表している。

売上高の増加（前期比 901 百万円）予想により、営業利益も黒字転換し前期比 620 百万円の改善を見込んでいる。比較的収益性の低い量産事業を減収と予想する一方で、収益性の高い試作・金型事業が二桁増収になると計画しており、加えてマッスルスーツ等新規事業の増収と採算改善が増益予想の主要因と考えられる。

なお、同社が東京電力に請求している補償金は、福島工場のある相馬郡飯館村が「居住制限区域」に指定されていることで発生する追加的費用（営業外収益）であり、17/4 期業績予想にも含まれている。

**◆ 証券リサーチセンターによる業績予想**

証券リサーチセンター（以下、当センター）は、17/4 期業績を売上高 6,500 百万円（前期比 9.8%増）、営業利益 0 百万円（同 574 百万円改善）、経常利益は 100 百万円（黒字転換 同 507 百万円改善）、当期純利益 110 百万円（黒字転換 同 914 百万円改善）と予想した。

同社の基本戦略は、既存事業である試作・金型事業と量産事業の売上高が中期的に横ばい或いは微増、新規事業であるロボット分野やドローン事業が売上高を伸ばし成長をけん引するというものである。同社の 17/4 期業績予想における試作・金型事業の前期比 11.9%増収は、事務機器、自動車関連、時計等の新規顧客獲得を考慮しても、強気過ぎると考えられる。また、ロボット分野については厚生労働省が 16 年度予算に補助金の計上を行い、同社は期初時点で大口受注増加の手ごたえを感じているものの、16/4 期実績の 400 台に対して、17/4 期の予想 2,000 台は現時点では過大な目標と思われ、販売の進捗状況を見守る必要があると当センターでは判断した。

また、試作・金型事業では受注獲得時における価格競争激化が継続している。さらに、同社はマッスルスーツの普及・販売増に向けて多少の値引き販売も検討しているようである。売上総利益率の改善を最大限考慮しても（16/4 期:13.5%、17/4 期:21.5%）17/4 期は営業損益が黒字転換できるか否かの回復にとどまると当センターでは判断した。

当センターは、中長期的に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る。ただし、普及が進むためには一層の広報宣伝活動が必要であり、また依然として補助金行政に頼らざるを得ない状況にあることも考慮した。ドローン事業に関しても同様である。

同社の主要顧客である情報通信機器や精密電子機器、事務機器のメーカーは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考えられる。

18/4 期、19/4 期に関しても 16/4 期から 17/4 期の延長線上で進捗すると当センターでは見ている。政府は産学官連携によるロボット関連ベンチャーの商品化試作を後押ししており、特に同社のロボットの組み立て主力工場がある福島県浜通り地区での取り組みを積極化させている。これに伴い同社は南相馬工場でのマッスルスーツの本格量産を開始している。

期待が膨らむ一方、同社は先行優位性をどこまで業績に結び付けられるかが課題であり、特に利益面での取り組みが急務と考えられる。

【 図表 3 】 財務諸表

決算期	13/4	14/4	15/4	16/4	17/4(E)	18/4(E)	19/4(E)
<b>損益計算書(千円)</b>							
売上高	5,674,656	5,508,709	5,849,975	5,919,657	6,500,000	7,000,000	7,500,000
売上原価	4,761,157	4,641,930	4,733,462	5,118,479	5,100,000	5,400,000	5,700,000
売上総利益	913,498	866,778	1,116,513	801,178	1,400,000	1,600,000	1,800,000
販売費及び一般管理費	983,502	1,050,955	1,225,540	1,376,036	1,400,000	1,500,000	1,600,000
営業利益	-70,003	-184,177	-109,027	-574,857	0	100,000	200,000
営業外収益	330,124	203,639	235,475	255,341	200,000	200,000	200,000
(受取利息・受取配当金)	9,749	11,498	14,841	16,571	17,000	17,000	17,000
(助成金収入)	112,122	32,408	69,673	40,596	50,000	50,000	50,000
(受取補償金)	152,218	102,934	95,180	152,637	100,000	100,000	100,000
(持分法投資利益)	0	0	0	0	0	0	0
営業外費用	79,162	72,173	103,048	87,553	100,000	100,000	100,000
(支払利息)	9,718	12,298	9,367	6,672	10,000	10,000	10,000
経常利益	180,959	-52,710	23,399	-407,069	100,000	200,000	300,000
特別利益	38,299	1,545,150	419,419	482,018	50,000	50,000	50,000
特別損失	1,092	1,266,244	32,558	866,543	50,000	50,000	50,000
税引前当期純利益	218,165	226,195	410,260	-791,594	100,000	200,000	300,000
法人税、住民税及び事業税	95,554	68,084	132,275	56,495	35,000	70,000	105,000
税率	43.8%	30.1%	32.2%	-	35.0%	35.0%	35.0%
少数株主損益	0	-12	3,098	-43,376	-45,000	-45,000	-45,000
当期純利益	122,611	158,123	274,887	-804,713	110,000	175,000	240,000

売上高比							
売上総利益	16.1%	15.7%	19.1%	13.5%	21.5%	22.9%	24.0%
販売費及び一般管理費	17.3%	19.1%	20.9%	23.2%	21.5%	21.4%	21.3%
営業利益	-1.2%	-3.3%	-1.9%	-9.7%	0.0%	1.4%	2.7%
経常利益	3.2%	-1.0%	0.4%	-6.9%	1.5%	2.9%	4.0%
税引前当期純利益	3.8%	4.1%	7.0%	-13.4%	1.5%	2.9%	4.0%
当期純利益	2.2%	2.9%	4.7%	-13.6%	1.7%	2.5%	3.2%

前期比							
売上高	-9.6%	-2.9%	6.2%	1.2%	9.8%	7.7%	7.1%
売上総利益	-36.5%	-5.1%	28.8%	-28.2%	74.7%	14.3%	12.5%
販売費及び一般管理費	-1.7%	6.9%	16.6%	12.3%	1.7%	7.1%	6.7%
営業利益	-	-	-	-	-	-	100.0%
経常利益	-9.4%	-	-	-	-	100.0%	50.0%
税引前当期純利益	-48.0%	3.7%	81.4%	-	-	100.0%	50.0%
当期純利益	-36.4%	29.0%	73.8%	-	-	59.1%	37.1%

貸借対照表(千円)							
現預金	1,196,774	1,888,717	2,206,686	2,973,136	3,150,000	3,300,000	3,450,000
受取手形及び売掛金	1,862,426	1,466,903	1,973,808	1,570,993	1,600,000	1,700,000	1,800,000
たな卸資産	357,574	446,686	566,698	695,453	720,000	750,000	800,000
その他	384,726	201,671	356,168	777,623	691,000	700,000	700,000
流動資産	3,801,500	4,003,977	5,103,360	6,017,205	6,161,000	6,450,000	6,750,000
有形固定資産	3,838,755	3,081,407	3,015,389	2,658,389	2,700,000	2,750,000	2,800,000
無形固定資産	30,565	48,163	37,350	49,715	50,000	50,000	50,000
投資その他の資産	614,079	770,018	1,078,770	1,189,772	1,160,000	1,120,000	1,164,000
固定資産	4,483,399	3,899,590	4,131,510	3,897,877	3,910,000	3,920,000	4,014,000
資産合計	8,284,900	7,903,870	9,235,108	9,916,147	10,071,000	10,370,000	10,764,000
支払手形及び買掛金	499,318	518,371	605,716	840,927	1,000,000	1,100,000	1,200,000
その他	1,889,133	1,129,962	1,462,457	1,064,020	1,100,000	1,110,000	1,150,000
流動負債	2,388,451	1,648,333	2,068,173	1,904,947	2,100,000	2,210,000	2,350,000
社債及び長期借入金	106,061	246,840	170,000	266,672	400,000	500,000	500,000
その他	356,183	383,931	461,328	432,899	500,000	500,000	600,000
固定負債	462,244	630,771	631,328	699,571	900,000	1,000,000	1,100,000
純資産合計	5,434,204	5,624,765	6,535,606	7,311,628	7,071,000	7,160,000	7,314,000
(自己資本)	(5,434,204)	(5,624,278)	(6,518,322)	(7,003,375)	(7,027,624)	(7,116,624)	(7,270,624)

対総資産比率							
流動資産	45.9%	50.7%	55.3%	60.7%	61.2%	62.2%	62.7%
固定資産	54.1%	49.3%	44.7%	39.3%	38.8%	37.8%	37.3%
流動負債	28.8%	20.9%	22.4%	19.2%	20.9%	21.3%	21.8%
固定負債	5.6%	8.0%	6.8%	7.1%	8.9%	9.6%	10.2%
自己資本	65.6%	71.2%	70.6%	70.6%	69.8%	68.6%	67.5%

(注) 17/4 期(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、経営環境の検討しつつ、利益水準を踏まえ安定配当を実施している。しかし、業績悪化に伴うEPSの低下するなか、明確な配当性向の指針は示されていない。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、新規製品創出のための研究開発投資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16年1月4日の年初来高値1,580円をピークに下落傾向が続き、4月に一旦上昇したものの5月以降は再度下落基調を辿っている。マッスルスーツやドローンが話題性があり、中長期的には新規事業による同社の業績改善が見込まれるものの、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4.5%まで回復したものの、16/4期は当期純利益が赤字に転落し、3期先の19/4期でも3.3%まで回復にとどまると当センターは見ている。

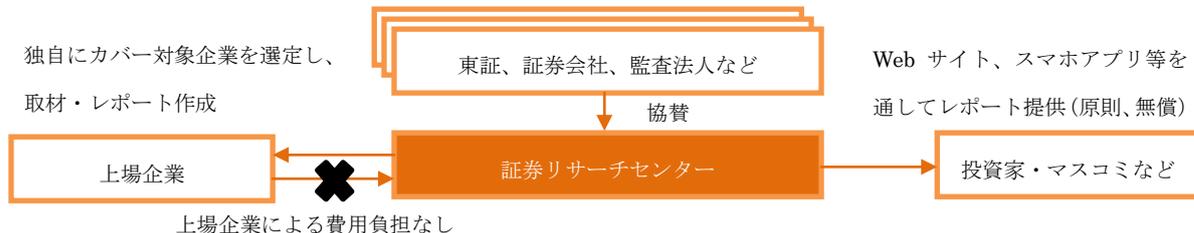
当面は業績動向を注視しつつ、同社が総合ものづくり支援企業としての利点を活かし、さらにマッスルスーツやドローンなど自社製品を成長事業として育成し、収益体質が本格的に改善する姿を見守るべきと当センターは考えている。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を15年4月24日より開始いたしました。

新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

### 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。