



東大金融研究会

# 蛇の目ミシン工業株式会社 (6445)

**JANOME**

## 今回のポイント

---

- 1 ; 業績は、コロナ環境下で今期は欧米を中心に大幅に回復。来期以降の成長（反動）をどう見せるかが投資家の信認を得るために重要。
- 2 ; 過去5年のバランスシート成長率は年率で▲1.7%。市場は事業縮小を織り込んでしまう。
- 3 ; 株価は非常に割安。
- 4 ; 投資家層を広げる為に、より一層の開示情報をするべき。特に、緩やかでもトップラインの成長を期待できるメッセージがあると有難い。
- 5 ; セルサイド・アナリストのカバレッジを増やす為に積極的に働きかける必要がある。
- 6 ; より、本質的にはこれまでの今期は大きく業績が伸びたが、市場がその持続性に懐疑的になっていると思われる。Value株への投資家を選好し対話を続ける必要がある。



東大金融研究会

## 蛇の目マシン工業（株）

株価；855円（2021/4/7終値）  
時価総額；166.9億円  
EV；172.5億円

### Valuation

FY20 EBITDA；62億円  
FY20 EV/EBITDA；2.8x  
Net Cash；-5.6億円

FY21 EPS；184.4円  
FY21 PER；4.6x

PBR；0.7x

2021/4/10

## 事業概要

### 1；家庭用機器事業

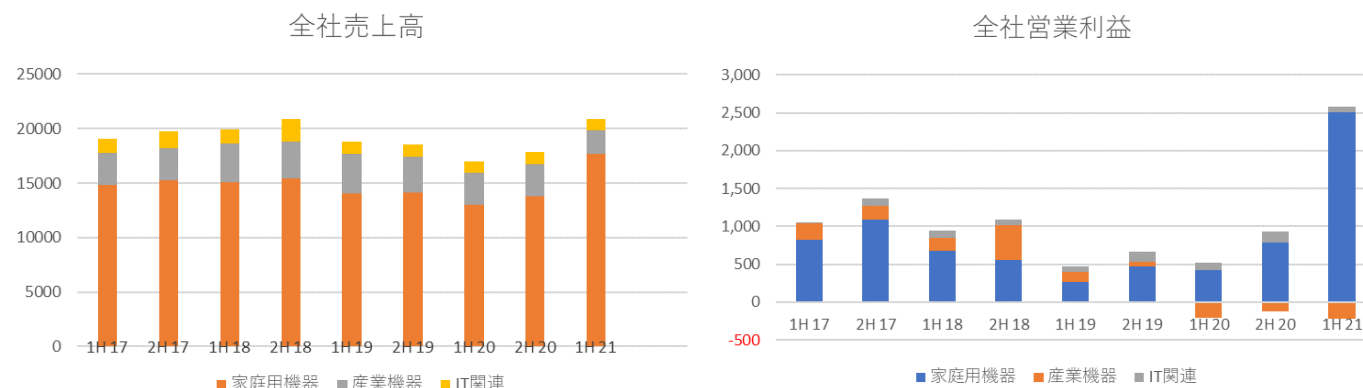
家庭用マシンを中心に刺しゅう機並びに関連ソフトを販売。マシンの他にも業務用24時間風呂も販売。北米、欧州を重要市場と位置付け、特に高付加価値製品を当社の強みとして売上拡大を図る。

### 2；産業機器事業

卓上ロボット、サーボプレスなどの産業機器を開発・製造。中期経営計画でも“第2の柱”であった。ロボットはネジ締めや塗布を始めとする多様な用途に対応し、工場の様々な工程で活用されている。サーボプレスは、その動力がサーボモーターであることから、他のプレス機にはない高機能・高精度を実現している。

### 3；IT関連事業

ITソフトウェア・情報処理サービスを行う。

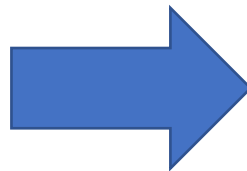


東大金融研究会

3

## 事業計画の考え方、見せ方

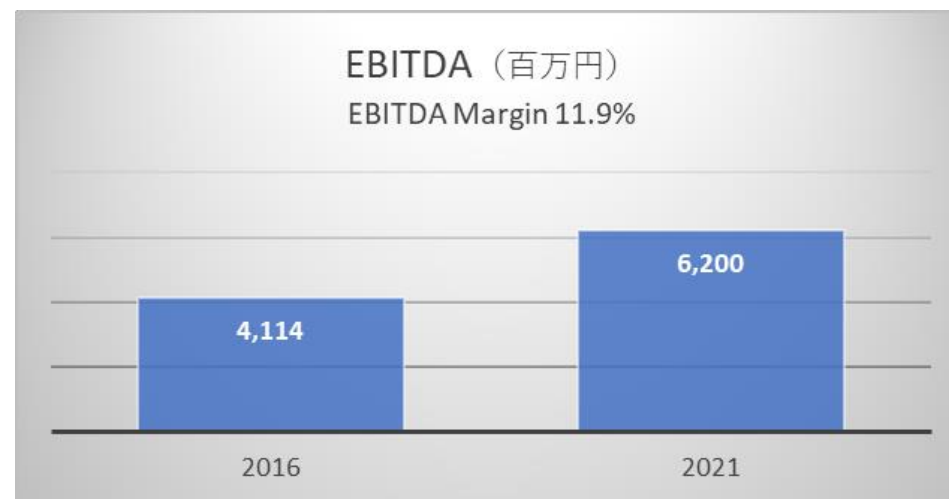
- 来期以降の売上高へのインプリケーションが欲しい。
- バランスシートは過去5年縮小している。BSへの考えたかもあると良い。
- できれば四半期での開示を。



- 明らかに割安な株価が反転する為には来期の業績若しくは3年後のイメージがあると分かり易い。特に、産業機器事業は低迷しており、マシン販売が重要な株価のドライバーになるので、このセグメントでの戦略をより明確にするべき。
- バランスシートは縮小均衡を物語る。営業資本が金融資本を食いつぶしている原因を明示すると良い。
- 循環性が強い分野でもあるので四半期毎の推移をセグメント別の項目でいれてもらえるとアナリストや運用者にとっては理解が深まる。

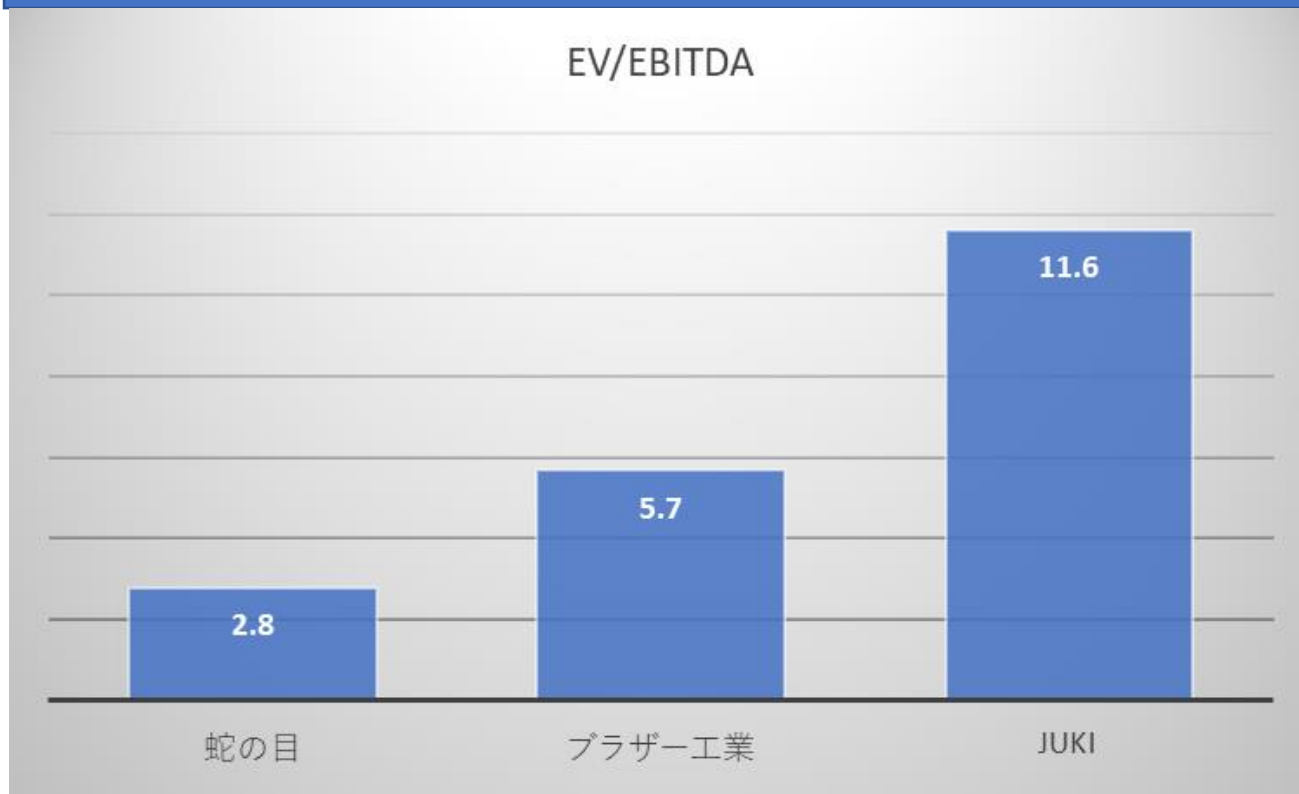
## 当社の利益体質は大きく改善

コロナによる需要も相まって今年度の売上及び利益は大きく改善したものの、売上についてはこの大幅な伸びを加味しても5年平均成長率は0.3%とほぼ横ばい。一方で、利益体質は改善しており、EBITDAマージンは11.9%に着地する見込み。



## 競合他社と比較してバリュエーションの割安高感は顕著

### FY21 EV/EBITDAの競合比較

**JANOME**brother  
at your side**JUKI**  
Mind & Technology

EV/EBITDAの水準は明らかに割安。  
今期の利益水準が来期以降どう落ち着くかが最大の焦点。

来期のガイダンスが大きなカタリスト  
になり得る。

# 今期の業績回復により収益性は高水準も資本コスト高い

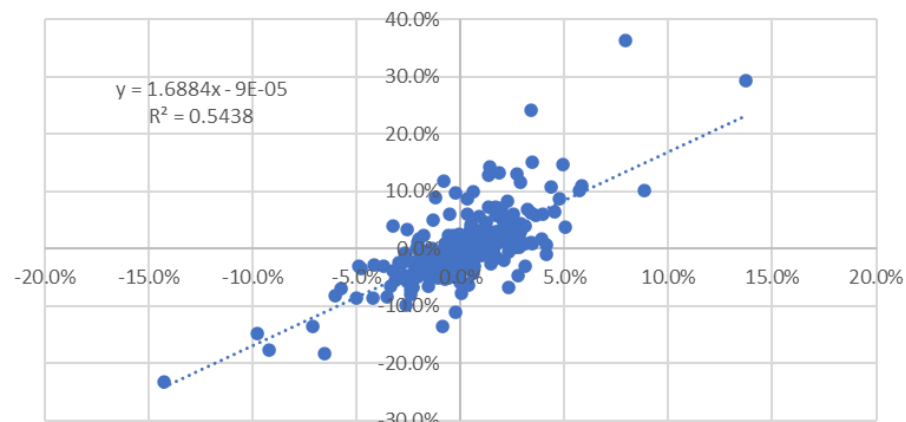
これまで比較的苦しい業績だったこともあり、株価の変動性は高い。それ故に、資本コストなどの調達コストが同業他社比高くなっている。今後の計画は、より資本市場との対話を意識したものになると良いと考える。

	蛇の目 前期(20/3)	今期計画	同業他社（ブラザー工業） 前期	今期計画	同業他社（JUKI） 前期	今期計画	評価
<b>利益率</b>							
売上総利益率	40.2%		44.3%		21.7%		高い
営業利益率	3.3%	11.2%	10.6%	11.0%	-6.3%	3.1%	高い
EBITDAマージン	7.2%		16.9%		-1.9%		普通
当期純利益率	1.2%	8.4%	7.8%	8.2%	-6.7%	2.0%	高い
<b>収益性</b>							
ROIC	1.2%	9.8%	9.0%	8.6%	-5.2%	2.3%	高い
WACC	6.9%	6.9%	5.6%	5.6%	4.0%	4.0%	高い
ROE	1.7%	13.8%	11.6%	11.4%	-13.8%	6.3%	高い
CAPM	9.6%	9.6%	7.4%	7.4%	9.3%	9.3%	高い
<b>財務安定性</b>							
D/Eレシオ	0.94		0.64		2.51		普通
株主資本比率	38.5%		58.6%		31.3%		低い
自己資本比率	49.7%		58.6%		28.2%		普通
当座比率	87.0%		155.1%		74.4%		低い
流動比率	141.9%		240.2%		152.1%		やや低い
<b>PBR</b>	0.7		1.5		0.9		安い
投資有価証券比率	2.9%		0.0%		3.6%		普通
10%変動/OP	12.5%		#DIV/0!				

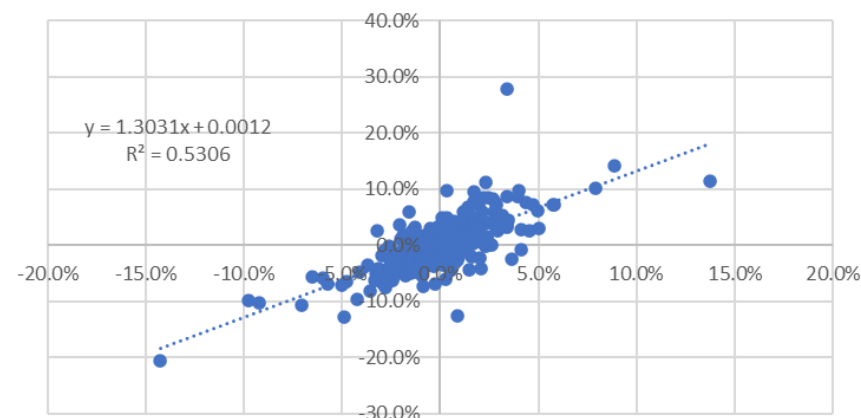
# 過去の株価の変動性が高いことがネックに

類似事業と比較して過去の株価変動性が非常に高い。これは低収益性に加えて、特別損益などにより利益が歪んでいたことに起因すると思われる。

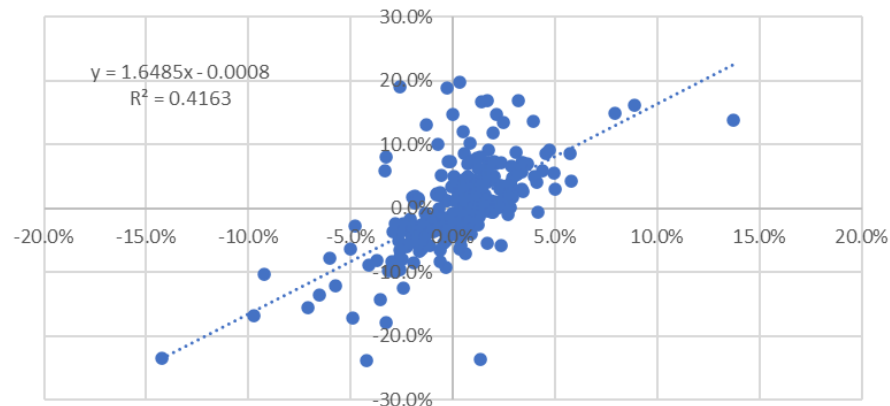
蛇の目対Topix



ブラザー工業Topix



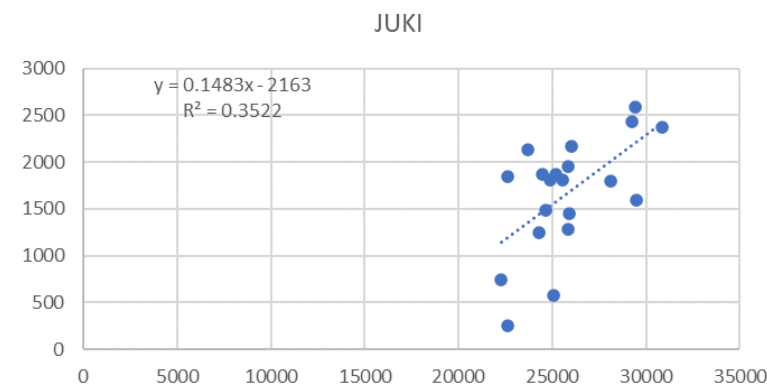
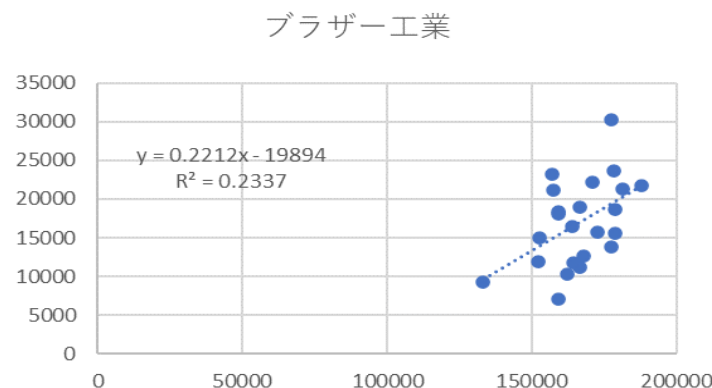
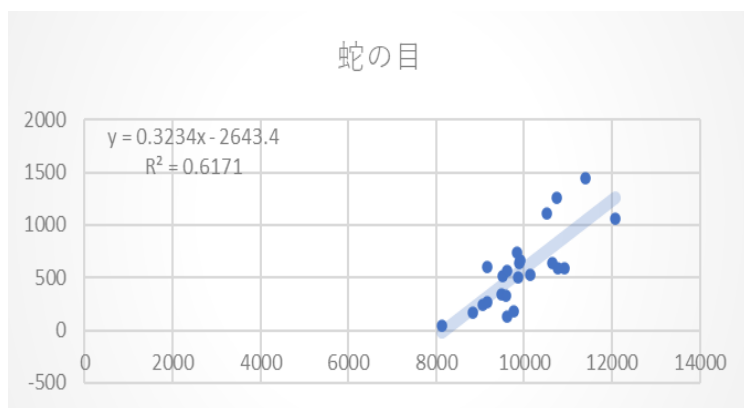
JUKI対Topix



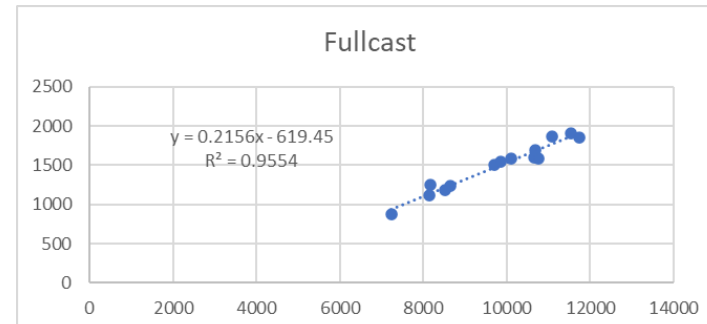
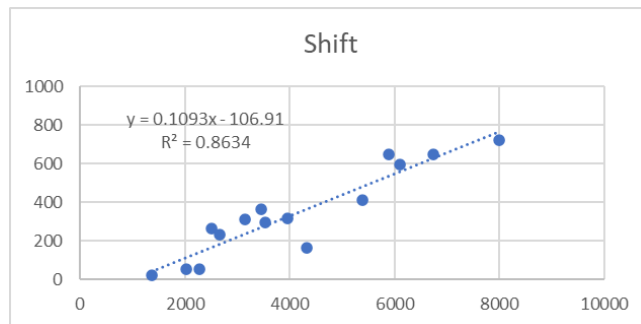
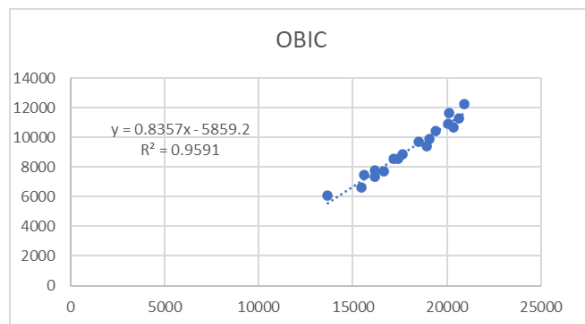


# 限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

ブラザー工業やJUKIと異なり近似線の信頼度は0.6171と高い。売上と利益の関係が十分に説明力が高いものの、こればバリュエーションに反映されてない要因として売上成長力の乏しさが挙げられると思われる。緩やかにでもトップラインの成長を示せるかが今後の課題か。



決定係数の高い銘柄としては以下のようなものがある。どれもバリュエーションは業界他社と比較して高い銘柄が多い。



## 低利益率がROE低迷の要因。

ROE低迷の主因は低い収益率に起因するが、固定資産の見直しなども考慮する必要があるかもしれない。

### 当社のROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	NA	2.9%	3.1%	2.7%	1.7%	0.8%
ROE	NA	7.3%	7.3%	5.9%	3.6%	1.7%
売上高純利益率	4.0%	3.6%	4.1%	3.4%	2.3%	1.2%
回転率	NA	0.81	0.75	0.79	0.75	0.71
レバレッジ	NA	2.50	2.33	2.17	2.06	2.02

### ブラザー工業のROEとデュポン分解

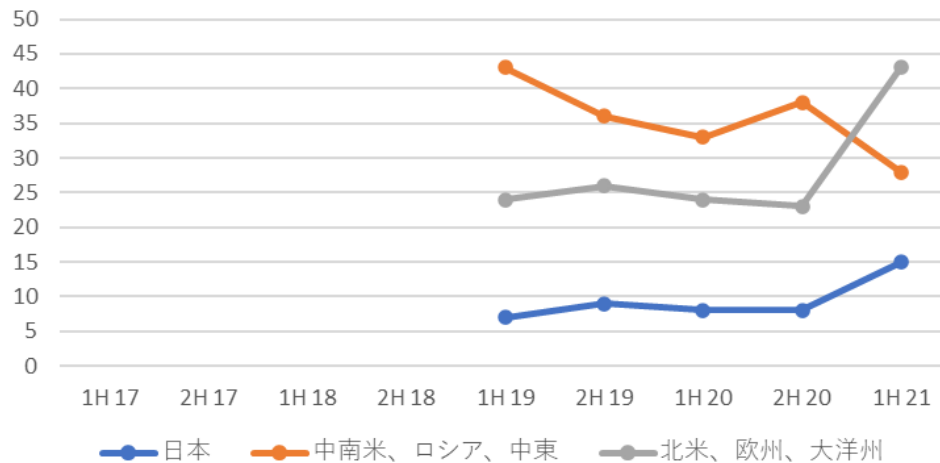
要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	19.0%	5.0%	7.0%	7.2%	7.6%	6.9%
ROE	30.8%	9.2%	14.2%	13.5%	13.1%	11.6%
売上高純利益率	7.0%	4.2%	7.4%	7.0%	7.9%	7.8%
回転率	2.72	1.21	0.96	1.03	0.97	0.89
レバレッジ	1.62	1.84	2.01	1.87	1.73	1.69

(東大金融研究会作成)

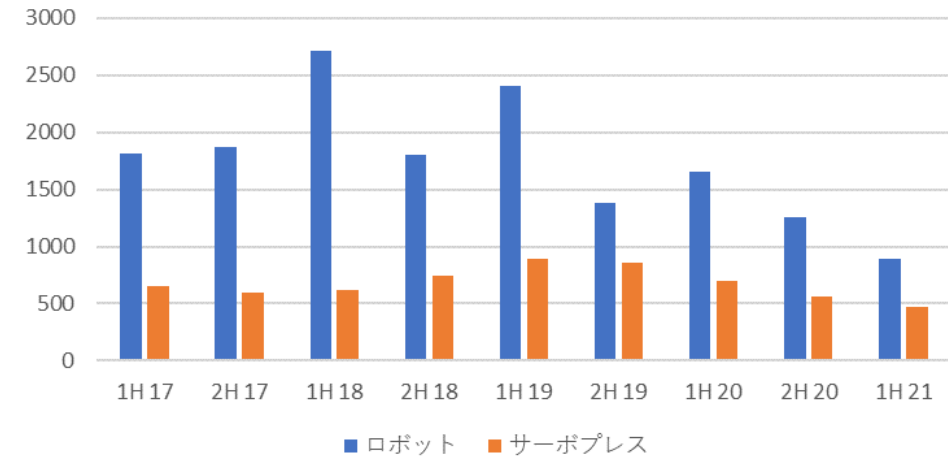
## 欧米でのミシン販売の落ち着きどころの見極めへ

欧米のミシン需要がコロナ一服後にどの程度で落ち着きを見せるかが最大のポイント。新興国の継続的な販売台数の弱さも気になる。一方で、第2の柱としての期待がある産業機器販売台数はロボット、サーボプレスともに弱い展開が続き期待を裏切る。

ミシン販売台数



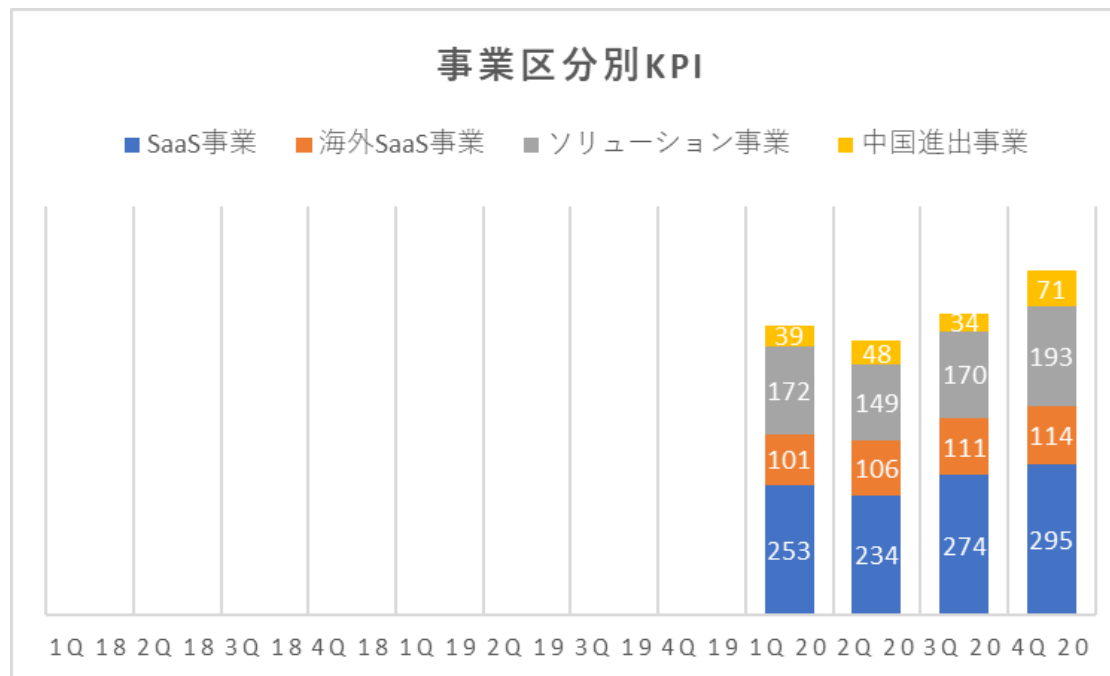
産業機器販売台数（万台）



（会社資料より東大金融研究会作成）

## 事業区分別KPIを発表へ

新しい事業区分別KPIを開示したものの、今後、前年度比較が可能になるので、ここからそれぞれの事業の伸び率をトレースする動きになる。可能であれば19年度の数字も発表するべきであった。市場は、前年度比較をベースの分析することが多く、単年度での発表であると織り込むまでに相応の時間を有することになる。



**SaaS事業やDX事業はもう少し伸びていても良いのですが、新規獲得が少ないのか、解約率が高いのかを明確にして成長戦略を示す必要がある。**

(会社資料より作成)

## これまでの業績推移

堅調な業績推移ではあるが成長の原動力が見えず、結果として株価は非常に割安な水準にある。株主還元策の強化など株価を意識した施策を実施する時期に来ていると考える。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Debt	8,742	7,682	6,136	4,687	3,629	3,689	561
発行済み株式数（百万株）	20	20	20	20	20	20	20
株価	791	800	840	462	416	888	853
時価総額	15,441	15,617	16,398	9,019	8,121	17,335	16,651
EV	24,183	23,299	22,534	13,706	11,750	21,024	17,212
EBITDA	4,305	4,494	3,773	3,585	2,805	2,564	5,100
EBITDA margin	9.4%	10.5%	9.7%	8.8%	7.4%	7.2%	11.9%
EV/EBITDA (pre-tax based)	5.6	5.2	6.0	3.8	4.2	8.2	
EBITDA	4,304	4,114	3,972	3,444	2,505	2,565	6,200
EV/EBITDA (OP based)	5.6	5.7	5.7	4.0	4.7	8.2	2.8
EPS	95.3	79.3	82.3	71.3	45.1	21.7	184.4
PER	8.3	10.1	10.2	6.5	9.2	40.9	4.6
流動資産	23,557	22,541	23,761	23,303	22,689	22,078	
現金	6,692	6,300	7,195	6,293	6,715	6,886	10,014
受取手形	7,644	7,019	6,772	7,368	6,827	6,650	
投資有価証券	1,921	1,447	1,502	1,537	1,457	1,452	
流動負債	20,278	19,064	19,124	17,160	16,363	23,979	
買掛金	3,140	2,927	2,781	3,007	2,626	2,084	
短期借入金	10,934	11,780	12,589	10,980	10,344	10,575	10,575
1年以内返済長期借入	2,297	1,460	742				
長期借入	2,203	742					
株主資本	13,948	15,481	17,206	18,164	18,851	19,015	
その他包括利益	6,993	5,703	5,892	6,145	6,169	5,534	
自己資本	20,941	21,184	23,098	24,309	25,020	24,549	
純資産	21,696	21,949	23,941	25,172	25,873	25,381	
総資産	54,054	51,240	52,052	51,009	50,657	49,360	
売上高	46,019	42,661	38,855	40,778	38,153	35,521	43,000
粗利売上			-8.9%	4.9%	-6.4%	-6.9%	21.1%
売上総利益	17,704	17,698	16,804	16,125	14,945	14,272	
営業利益	2,961	2,466	2,477	2,075	1,150	1,158	4,800
支払利息	251	200	141	106	91	108	100
特別利益	14	3	2	48	35	4	
特別損失	337	30	201	83	17	131	
税前当期利益	2,388	2,619	1,938	2,075	1,377	922	3,600
親会社に帰属する利益	1,860	1,548	1,607	1,391	880	424	
減価償却費	1,199	1,504	1,423	1,369	1,355	1,407	1,400
のれん償却	144	144					
金利		1.4%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
従業員数				3,301	3,078	2,912	
					-6.8%	-5.4%	
1名当たり売上		#DIV/0!	#DIV/0!	12	12	12	
家庭用機器				30,610	28,220	26,856	
				527	481	452	
						-6.0%	
1名当たりデジタル事業売上		#DIV/0!	#DIV/0!	58	59	59	
産業機器事業				7,727	6,917	5,789	
				112	129	127	
		#DIV/0!	#DIV/0!	69	54	46	
IT関連事業				2,941	2,292	2,180	



## 売上減少に伴う固定費負担が重かった

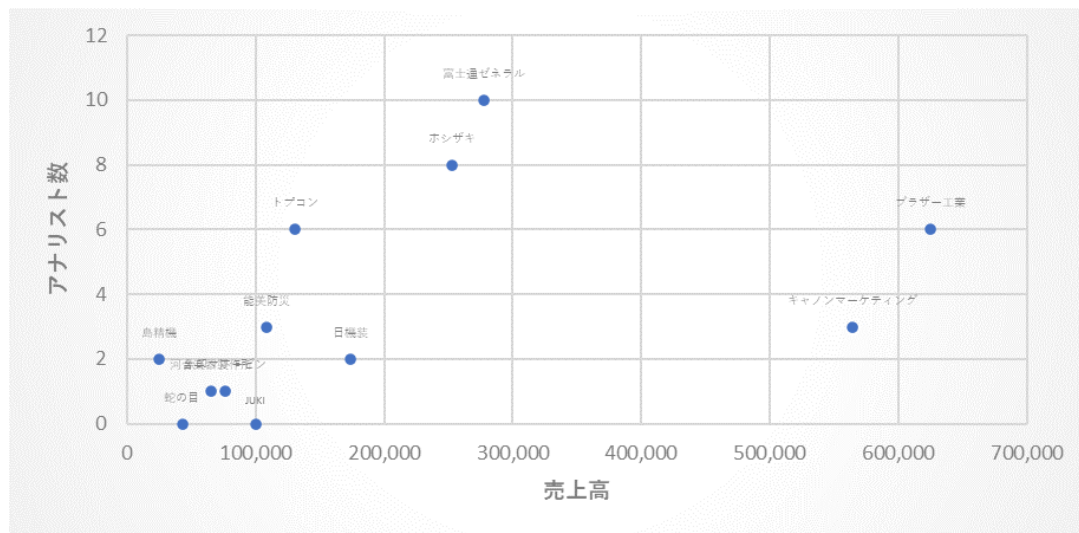
6445蛇の目	FY2015	FY2018	FY2019	FY2020
<b>売上</b>	<b>46,019</b>	<b>40,778</b>	<b>38,153</b>	<b>35,521</b>
売上原価	28,315	24,653	23,208	21,249
原材料費				
労務費				
減価償却費				
粗利益	17,704	16,125	14,945	14,272
	38.5%	39.5%	39.2%	40.2%
<b>販管費</b>	<b>14,743</b>	<b>14,050</b>	<b>13,795</b>	<b>13,114</b>
広告宣伝費	725	535	500	519
<b>人件費</b>		<b>5,924</b>	<b>5,928</b>	<b>5,581</b>
役員報酬				
給与手当	6,025	5,924	5,928	5,581
福利厚生				
採用教育費				
退職給付費用				
地代家賃	486	487	490	445
支払報酬				
業務委託費	2,775	2,501	2,357	2,278
減価償却費	229	395	377	376
のれん償却				
研究開発費	1,359	1,428	1,470	1,384
<b>営業利益</b>	<b>2,961</b>	<b>2,075</b>	<b>1,150</b>	<b>1,158</b>
	6.4%	5.1%	3.0%	3.3%

	FY2015	FY2018	FY2019	FY2020
<b>売上</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
売上原価	62	60	61	60
原材料費				
労務費				
減価償却費				
粗利益	38	40	39	40
<b>販管費</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>36</b>	<b>37</b>
広告宣伝費	2	1	1	1
<b>人件費</b>	<b>0</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>16</b>
役員報酬	0	0	0	0
給与手当	13	15	16	16
福利厚生	0	0	0	0
採用教育費	0	0	0	0
退職給付費用	0			
地代家賃	1	1	1	1
支払報酬	0	0	0	0
業務委託費	6	6	6	6
減価償却費	0	1	1	1
のれん償却	0	0	0	0
研究開発費	3	4	4	4
<b>営業利益</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>3</b>

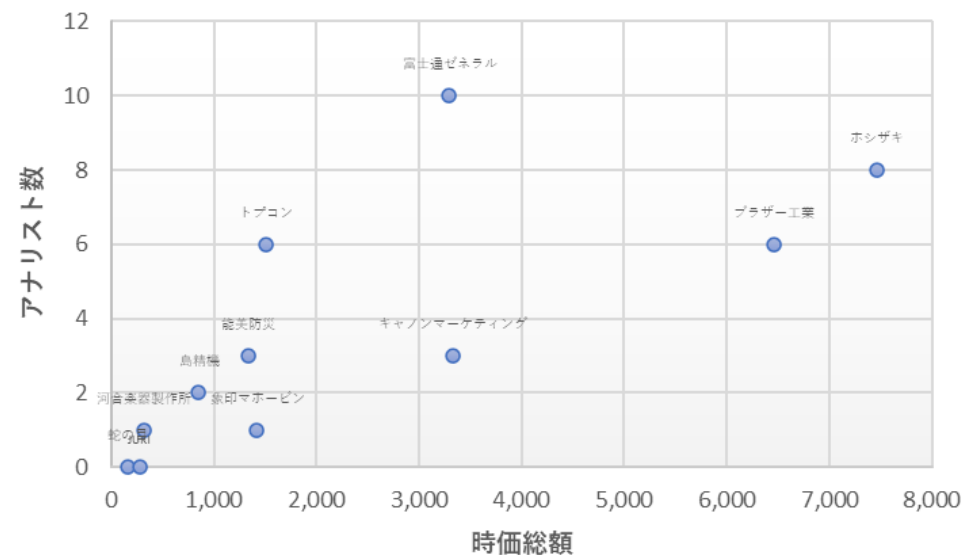
# セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

売上規模、時価総額ともアナリストカバレッジされるには、一段の成長が求められる。とはいえ、明らかに割安な現在の株価が見直されれば十分射程圏内であり、継続的なアナリストとのコンタクトが求められる。

(売上高とアナリストカバレッジ数)



(時価総額とアナリストカバレッジ数)





## 株式売買高は高水準

株式売買高はかなり多く流動性の観点では魅力的ではある。ただし、これは逆の観点で言えば、借株を調達できるのであればショートの対象になり得るということでもある。

機械		売買高/発行済株式数	売買金額（百万円）	90日平均出来高	発行済株式数
6445 jt equi	蛇の目	2.5%	411	481,983	19,521,440
6448 jt equi	ブラザー工業	0.4%	2,249	928,383	262,220,500
6440 jt equi	JUKI	1.5%	425	452,566	29,874,180
7965 jt equi	象印マホービン	0.1%	178	92,527	72,600,000
7952 jt equi	河合楽器製作所	0.3%	91	26,204	9,011,560
6755 jt equi	富士通ゼネラル	0.3%	1,061	346,280	109,277,300
8060 jt equi	キャノンマーケティング	0.1%	435	173,040	131,080,000
7732 jt equi	トプコン	0.5%	708	505,992	108,156,800
6222 jt equi	島精機	0.3%	278	119,163	35,800,000
6465 jt equi	ホシザキ	0.2%	1,526	147,138	72,421,650
6744 jt equi	能美防災	0.1%	108	49,512	60,832,770
6376 jt equi	日機装	0.4%	320	276,423	74,286,460



## 流動性に対する考え方

時価総額に対する制限は？

流動性に対する制限は？

5%の大口ルールへの対処は？

(LO) ファンドによって異なるが一般的には時価総額300－500億円が1つの基準となる。小型株ファンドは例外。

(HF)各PMにも寄るが、全体的には時価総額200－300億円は投資が制限されているケースが多い。

(LO) ファンドによって異なり、緩いところは出来高の30日分以上のポジションも許容される場合もある。一般的には平均出来高の1－2週間程度がMaxポジションとなるケースが多い。

(HF)各PMに寄るが、平均出来高の3－5日に制限されるところが多い。

(LO)基本は問題にはならない。

(HF)基本は5%ルールに抵触しないようにする。ファンド全体での報告義務がある。

## 株主保有状況

浮動株は多いものの、その流動性ゆえにヘッジファンドからのショートポジションが散見される。機関投資家が保有しやすいような利益構造変化をアピールする必要がある。

		保有比率	保有額	株数
大栄不動産	政策	29.4%	1,311,411,583	1,537,411
りそなホールディングス	政策	21.1%	939,927,524	1,101,908
年金積立管理運用	機関投資家	20.6%	919,960,500	1,078,500
三井住友トラスト	機関投資家	18.2%	812,994,300	953,100
野村ホールディングス	政策	10.5%	467,870,500	548,500 ↑
Dimensional Fund	機関投資家	10.2%	455,074,647	533,499 ↓
クレディスイス	機関投資家	6.9%	308,748,468	361,956 ↑
Janome Sewing	会社	6.5%	291,811,300	342,100 ↓
Integrated Core Strategy	機関投資家	-5.6%	-248,990,700	-291,900 ↑
Janome Sewing Cooperation	会社	5.6%	248,052,400	290,800 ↑
モルガンスタンレー	機関投資家	-5.5%	-244,375,117	-286,489 ↑
大和証券	政策	4.8%	212,908,800	249,600
不二サッシ	政策	3.8%	170,600,000	200,000
シティグループ	機関投資家	-3.8%	-168,467,500	-197,500 ↑

東大金融研究会（以下、“当会”と言います）は本資料に掲載している情報の正確性について万全を期しておりますが、その内容について保証するものではありません。

筆者あるいは発行者は、本資料においては法務、会計、税務あるいはその他の専門的なアドバイスあるいはサービスを提供しているものではないという認識で、情報を提供しています。その為、本資料に掲載されている情報を、専門的な会計、税務、法務、その他の権限あるアドバイスの代用として用いるべきではありません。

本資料では、信頼できる情報源から得た情報を、正確に掲載するようあらゆる努力をしておりますが、本資料に掲載されている全ての情報はその時点の情報が掲載されており、完全性、正確性、時間の経過、あるいは情報の使用に起因して生じる結果について一切の責任を負わないものとします。また、あらゆる種類の保証、それが明示されているか示唆されているかにかかわらず、また業務執行、商品性、あるいは特定の目的への適合性への保証、また、これらに限定されない保証も含め、いかなることも保証するものではありません。

いかなる場合にも、当会、その関連するパートナーシップ、法人、パートナー、代理人、ならびに従業員は、本資料に掲載されている情報によって決定を下したり、あるいは行為を起こしたことにより、結果的に損害を受け、特別なあるいは同類の損害を被ったとしても、またその損害の可能性について言及していたとしても、一切の責任を負いません。

本資料で掲載されている外部サイトへのリンクは、第3社が運営しているもので、私どもは管理しておりません。また、当会はその正確性や第3社のサイトに掲載されている情報について内容の正確性を保証ないし推奨するものではありません。