



東大金融研究会

木村工機株式会社 (6231)



今回のポイント

- 1 ; 業績は、コロナの悪影響を受けつつもHP方式空調器の浸透もあり非常に堅調。特に、工場などではESGの観点からも同社製品を導入するメリットはある。
- 2 ; 冷温水式の最大手である新晃工業と比較してHP方式を投入することによって差別化はできたとはいえ、収益性に関しては新晃工業と比較して低い。成長製品をどう収益化に結び付けていくかが今後の課題。
- 3 ; 株価は割安感があるも、新晃工業と比較して特段の割安感があるものではない。
- 4 ; 流動性が大きな課題。既に競合会社との兼ね合いも含めてセルサイド・カバレッジもついており、今後の新規カバレッジが限定的な状況下で、どう流動性を増して機関投資家を呼び込める銘柄になるのかというのが大きな課題。



東大金融研究会

木村工機（株）

株価；2829円（2021/4/11終値）

時価総額；108.9億円

EV；112.8億円

Valuation

FY21 EBITDA；12.7億円

FY21 EV/EBITDA；7.0x

Net Debt；4.0億円

FY21 EPS；233.8円

FY21 PER；12.1x

PBR；1.9x

2021/4/11

事業概要

空調関連機器の製造、販売及び関連工事など空調機器製造販売事業を営む。
主なプロダクトは以下の通り。

1；冷温水式AHU（エア・ハンド・ユニット）

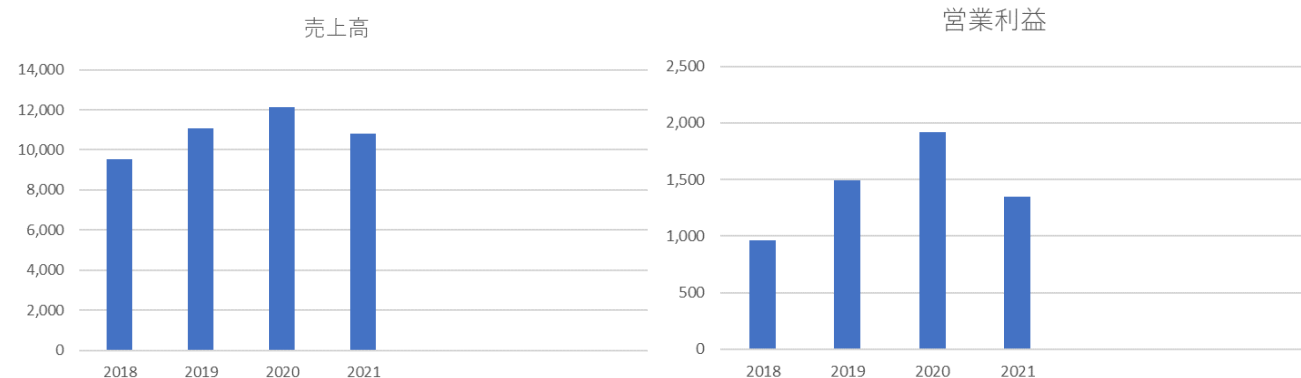
冷却・加熱を行う為に必要な熱源装置を別途設け、水を熱媒体として空気の冷却・加熱を行う装置。

2；冷温水式FCU

AHUとは異なり、外気を取り入れる機能を有していない為、別途外気を取り入れる機器を設置する必要がある。

3；空冷ヒートポンプ式空調機&外調機

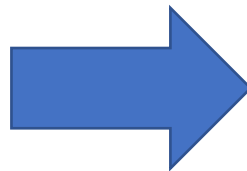
冷却・加熱を行う為に必要な熱源装置を別途設け、冷媒ガスを熱媒体として空気の冷却・加熱を行う装置のこと。その中でも外気の冷暖房の他、換気、除塵、除加湿などの空気質改善主な目的とする空調機のことを外調機という。



東大金融研究会

事業計画の考え方、見せ方

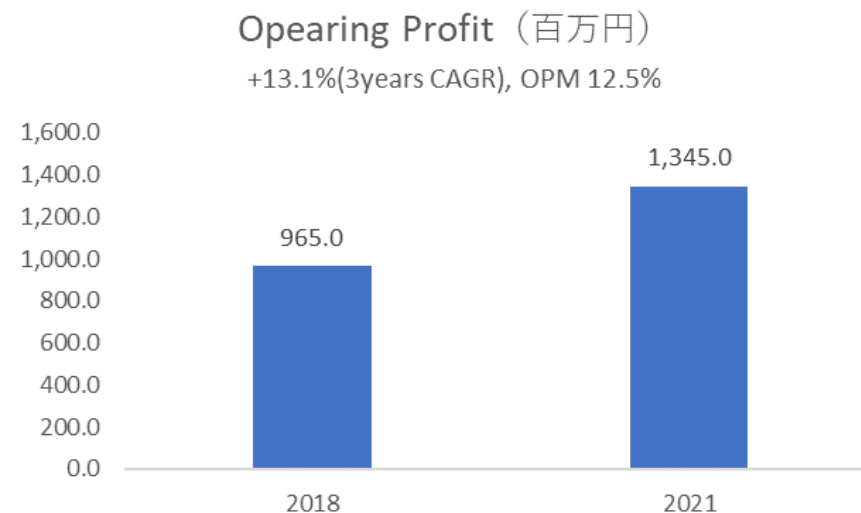
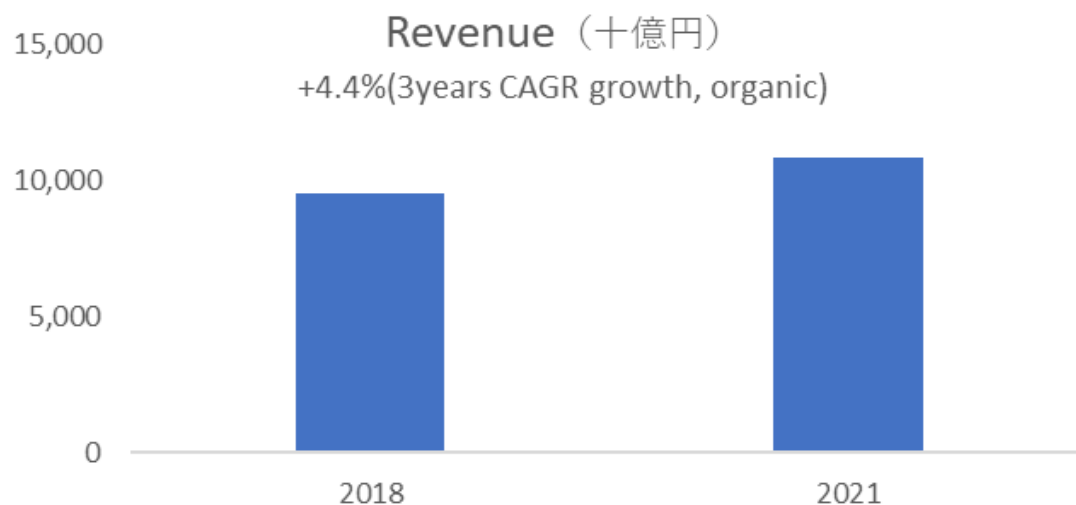
- 成長プロダクトをしっかり図示する。
- コスト構造の詳細が欲しい。
- 流動性対策へのコメント。



- 製品詳細の推移があるが時系列での把握が難しいことに加えて、詳細の大枠（冷温水式、HP式別）の推移があると分かり易い。
- HP方式という成長製品があるのに利益率が新晃工業に劣後するので、これを説明するためのコスト構造の分析があると良い。
- 最も大きな問題は流動性の低さ。資料に掲載する必要はないが、流動性への対処にコメントがあると良い。

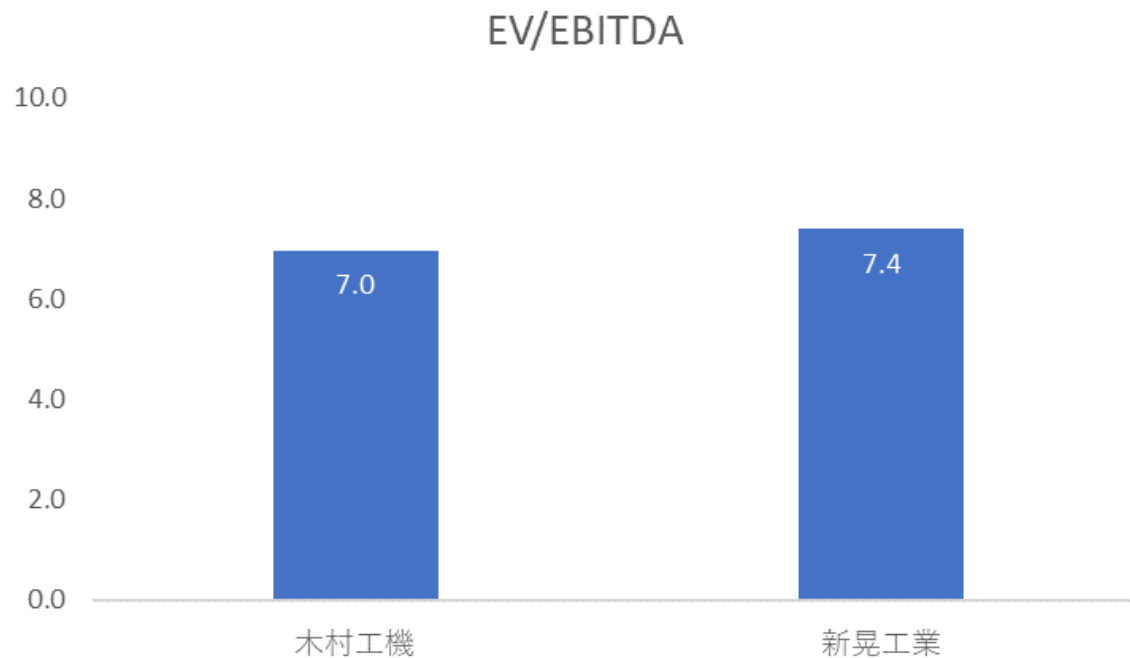
コロナの影響を受けるも業績は堅調に推移

業界首位の新晃工業とは従来の水式製品においてビル空調分野で競合してきた。しかし、2009年に開発したヒートポンプ式製品の性能が認められてからは棲み分けができています。これまでも、産業用工場で熱中症対策用に使用されてきたが、ここに来てカビ・結露対策の需要増加に伴う給食センター向けが増加傾向。今後も世界的に流行するコロナの必須対策として換気が注目されており、引き続き底が高い需要が見込まれている。



競合他社と比較してバリュエーションはほぼ同等

FY21 EV/EBITDAの競合比較



 木村工機株式会社

SINKO
新晃工業株式会社

EV/EBITDAの水準は明らかに新晃工業比でほぼ同等。

IPO直後は逆に新晃工業より高く評価されていた。

収益性は新晃工業に劣る

ヒートポンプ式製品の発売により新晃工業とのバッティングしない領域で営業活動を行うことを差別化要因にしてきてたものの収益性は新晃工業に劣る。製品自体に価格支配力がないのか、コスト構造の問題なのかを明らかにしていけないといけ

		木村工機		同業他社（新晃工業）		評価
		前期(20/3)	今期計画	前期	今期計画	
利益率						
	売上総利益率	41.8%		40.5%		同等
	営業利益率	15.8%	12.5%	20.4%	15.6%	低い
	EBITDAマージン	18.1%		22.9%		低い
	当期純利益率	10.6%	8.3%	13.5%	11.9%	低い
収益性						
	ROIC	22.5%	13.4%	13.9%	6.5%	高い
	WACC	5.6%	5.6%	7.1%	7.1%	
	ROE	27.3%	15.0%	14.3%	10.2%	高い
	CAPM	6.4%	6.4%	7.4%	7.4%	低い
財務安定性						
	D/Eレシオ	1.12		0.41		高い
	株主資本比率	47.1%		66.0%		低い
	自己資本比率	47.1%		67.9%		低い
	当座比率	67.9%		208.4%		低い
	流動比率	185.2%		274.0%		低い
PBR		1.9		1.3		高い
	投資有価証券比率	0.2%		12.3%		普通
	10%変動/OP	0.1%		#DIV/0!		

IPOからまだ日が浅く評価が定まらない株価

新晃工業の株式 β が1.201であるにも関わらず木村工業の株式 β は0.550と非常に低水準。これには、まだ上場して間もないことが大きな要因として考えられる。

木村工機対Topix



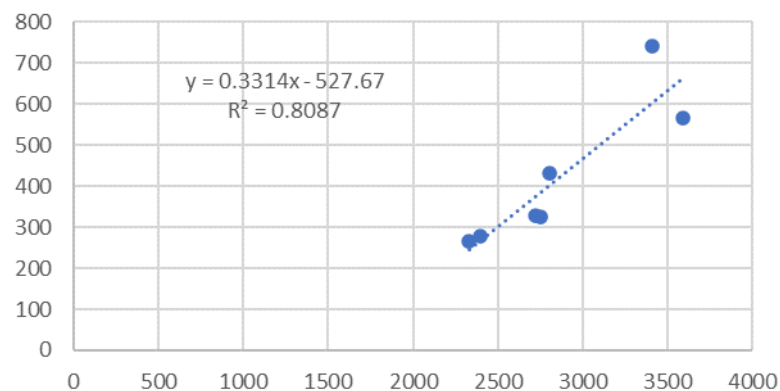
新晃工業対Topix



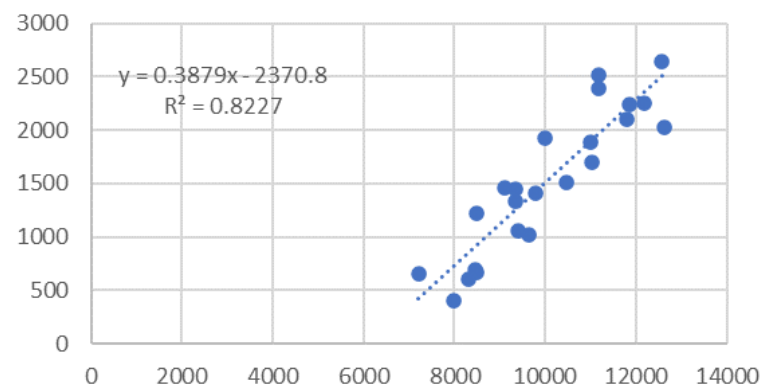
限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

両社ともマクロベースの限界利益率は35－40％程度と考えられる。決定係数も高く、業績特性からはバリュエーションが付きやすい銘柄であることが挙げられるが、まだ市場では調査不足であるのも事実。もう少し、IR活動に注力しても良い局面であると考ええる。

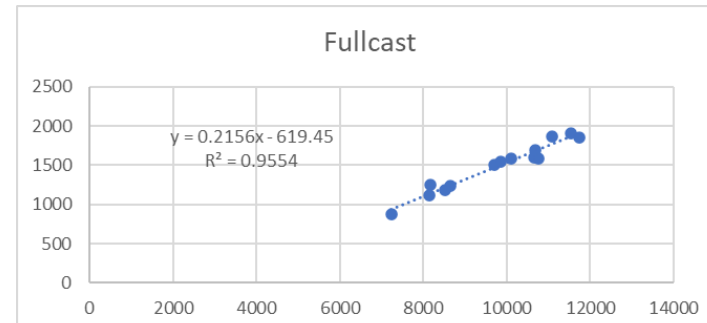
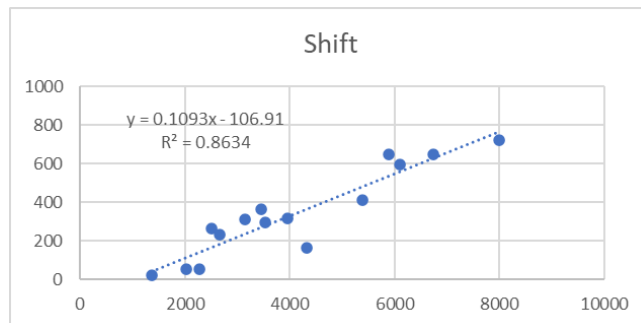
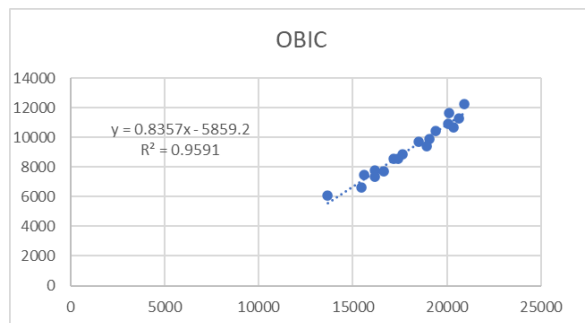
木村工機



新晃工業



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。



ROEは高水準

回転率、レバレッジとも新晃工業に大きく水を空けており、ROEは非常に高水準。資本コストも高くないことから、非常に好感できる。

当社のROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	NA	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	NA	11.9%
ROE	NA	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	NA	27.3%
売上高純利益率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0%	9.2%	10.6%
回転率	NA	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	NA	1.12
レバレッジ	NA	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	2.53	2.29

新晃工業のROEとデュポン分解

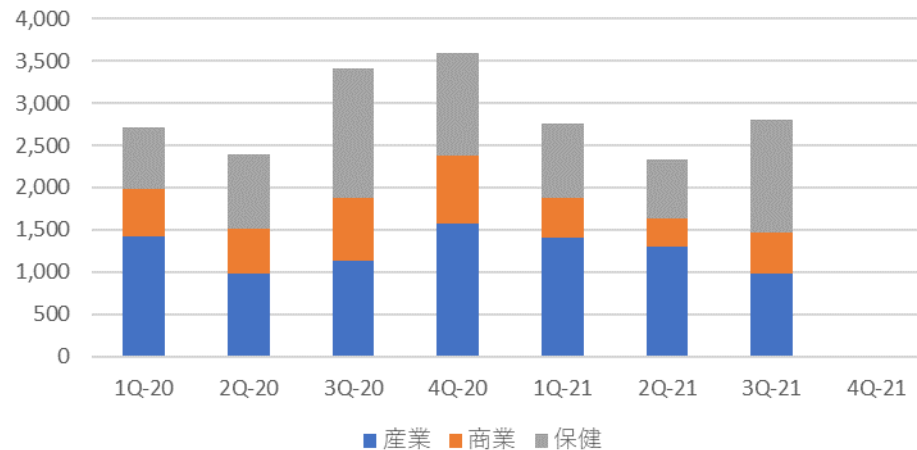
要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	#DIV/0!	NA	7.4%	6.9%	6.8%	9.4%
ROE	#DIV/0!	NA	12.3%	11.1%	10.9%	14.3%
売上高純利益率	#DIV/0!	10.1%	10.3%	9.6%	10.1%	13.5%
回転率	#DIV/0!	NA	0.72	0.72	0.67	0.70
レバレッジ	#DIV/0!	1.75	1.67	1.60	1.59	1.52

(東大金融研究会作成)

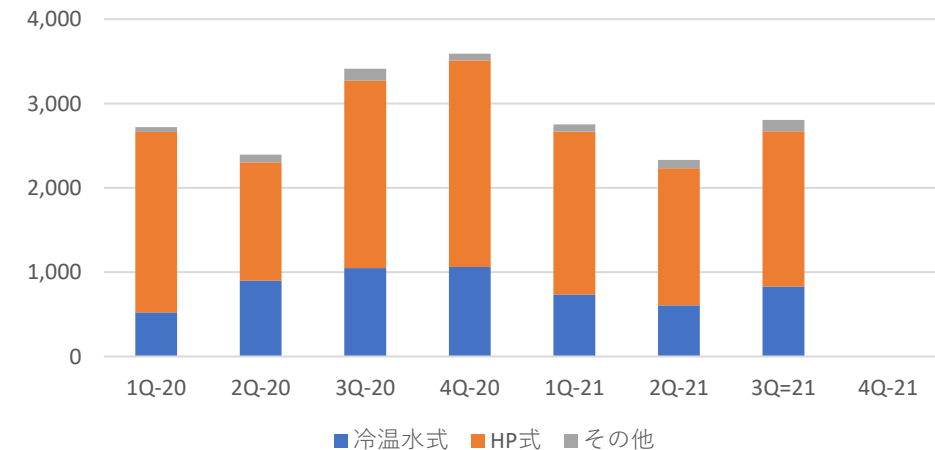
保健関連は堅調で産業機器がスイングファクターか

冷温水式は循環的な動きとなっているが、HP方式は保健向け（学校の給食センターなど）を中心に堅調な伸びとなっている。同社の結露、カビが発生しないルーフトップ製品が給食センター向けに導入され続けている。東京での導入から始まって、地方に普及している過程であり、今後とも製品導入が続くとみられる。

分野別売上高



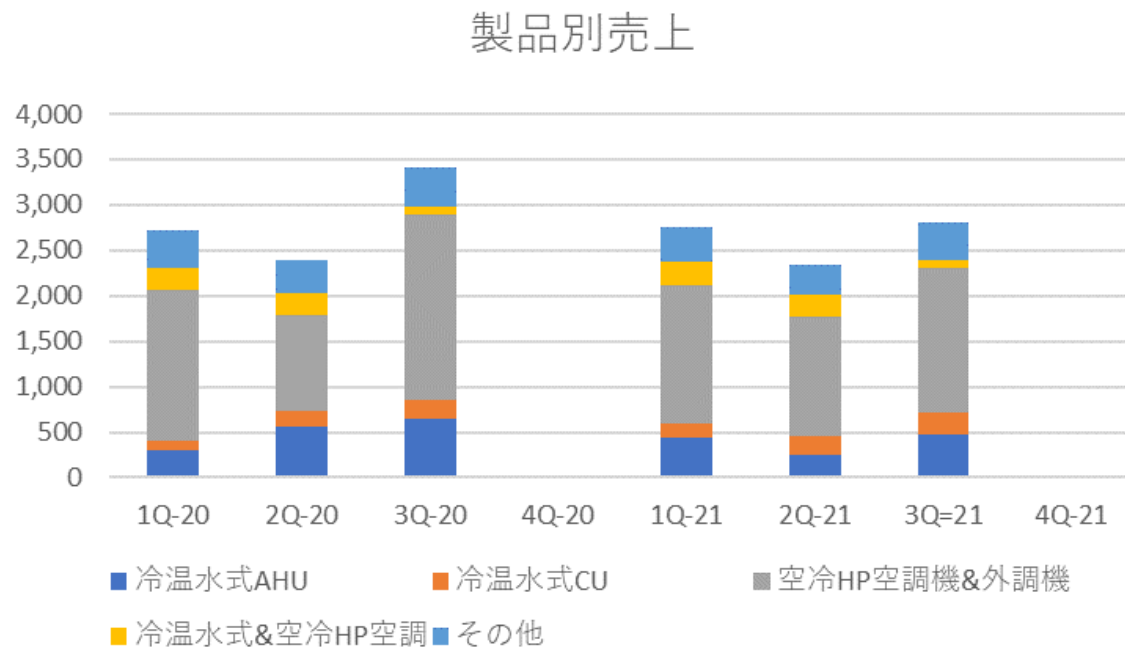
方式別売上高



（会社資料より東大金融研究会作成）

製品別売上動向

成長を牽引数するのはHP方式。HP式は温度と湿度を管理できるので、結露やカビが生えると毎日ふき取るのでメンテナンスの人件費が嵩むが同社の製品導入によりその人件費を削減できることは大きなメリット。また、外気という無料の熱エネルギーを活用するのでESGの観点からも同製品を導入するメリットは顧客サイドにおいても大きい。



開示の仕方としては本来は4Q-20まで資料に載せておくべきであった。
→アナリストや運用者が過去の推移を判断する際に非常に便利で分かり易い。

(会社資料より作成)

これまでの業績推移

利益率も高く、コロナの影響により売上は伸び悩んだが非常に安定的なビジネス。従業員1名当たりの売上高は新晃工業と同水準。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Debt	0	0	0	0	223	-198	395
発行済み株式数（百万株）					4	4	4
株価						2,501	2,829
時価総額	0	0	0	0	0	9,626	10,889
EV	0	0	0	0	223	9,428	11,284
EBITDA	0	0	0	0	1,737	2,163	1,277
EBITDA margin	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0%	15.7%	17.8%	11.8%
EV/EBITDA(pre-tax based)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		4.4	
EBITDA	0	0	0	965	1,737	2,193	1,622
EV/EBITDA(OP based)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0		4.3	7.0
EPS	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	284.1	334.3	233.8
PER	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		7.5	12.1
流動資産					5,174	6,931	
現金					762	1,240	1,894
受取手形					1,060	1,301	537
売掛金					1,585	2,342	1,727
投資有価証券					34	23	27
流動負債					3,315	3,742	2,672
支払手形					711	66	12
買掛金					430	472	398
短期借入金					330	685	725
1年以内返済長期借入					299	113	93
長期借入					356	243	1,472
株主資本					3,824	5,605	6,408
その他包括利益					3	-0	
自己資本					3,828	5,604	6,408
純資産					3,828	5,604	
総資産					9,680	11,889	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
売上高				9,535	11,083	12,121	10,800
粗利売上					16.2%	9.4%	-10.9%
売上総利益					4,452	5,072	
					40.2%	41.8%	
営業利益				965	1,496	1,915	1,345
					13.5%	15.8%	12.5%
支払利息					17	20	100
特別利益					0	3	
特別損失					8	64	
税前当期利益					1,470	1,804	900
親会社に帰属する利益					1,023	1,287	
減価償却費					241	277	277
のれん償却					0	0	
金利		#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	3.5%	1.9%	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
従業員数				304	314	329	
					3.3%	4.8%	
1名当たり売上		#DIV/0!	#DIV/0!	31	35	37	

過去2年は人件費負担が重かったが利益率改善余地は大きい

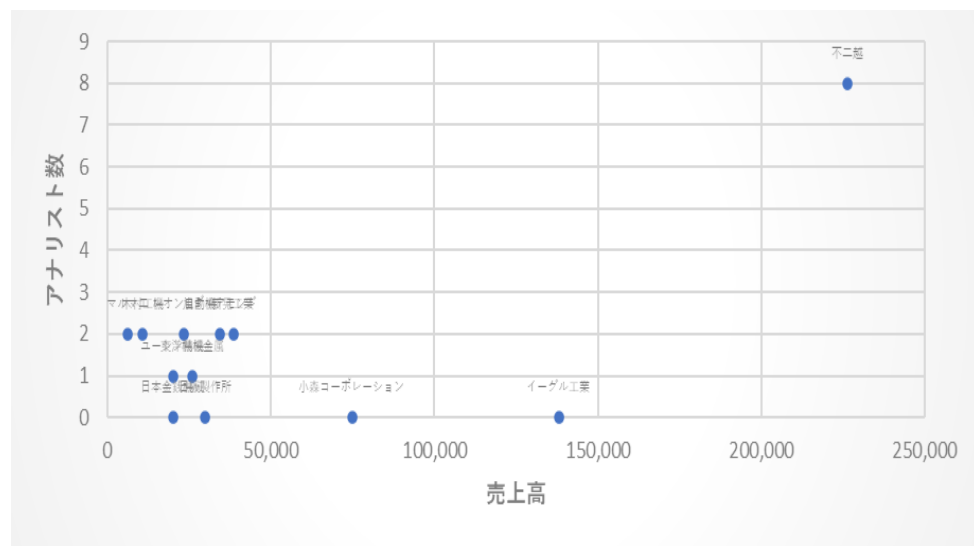
6231木村工機	FY2018	FY2019	FY2020
売上	9,535	11,083	12,121
売上原価	9,535	6,631	7,049
原材料費		3,958	3,873
労務費		1,495	1,527
経費		1,655	1,733
粗利益	0	4,452	5,072
	0.0%	40.2%	41.8%
販管費		2,956	3,157
物流費			
人件費	0	1,803	1,746
役員報酬		45	51
給与手当		1,758	1,695
福利厚生			
荷造運搬費		369	469
退職給付費用			
地代家賃			
運賃			
販促費			
減価償却費		58	68
のれん償却			
倉庫委託料			
営業利益	965	1,496	1,915
	10.1%	13.5%	15.8%

	FY2018	FY2019	FY2020
売上	100	100	100
売上原価	100	60	58
原材料費		36	32
労務費		13	13
減価償却費		15	14
粗利益	0	40	42
販管費	0	27	26
広告宣伝費	0	0	0
人件費	0	16	14
役員報酬	0	0	0
給与手当	0	16	14
福利厚生	0	0	0
荷造運搬費	0	3	4
退職給付費用			
地代家賃	0	0	0
支払報酬	0	0	0
業務委託費	0	0	0
減価償却費	0	1	1
のれん償却	0	0	0
研究開発費	0	0	0
営業利益	10	13	16

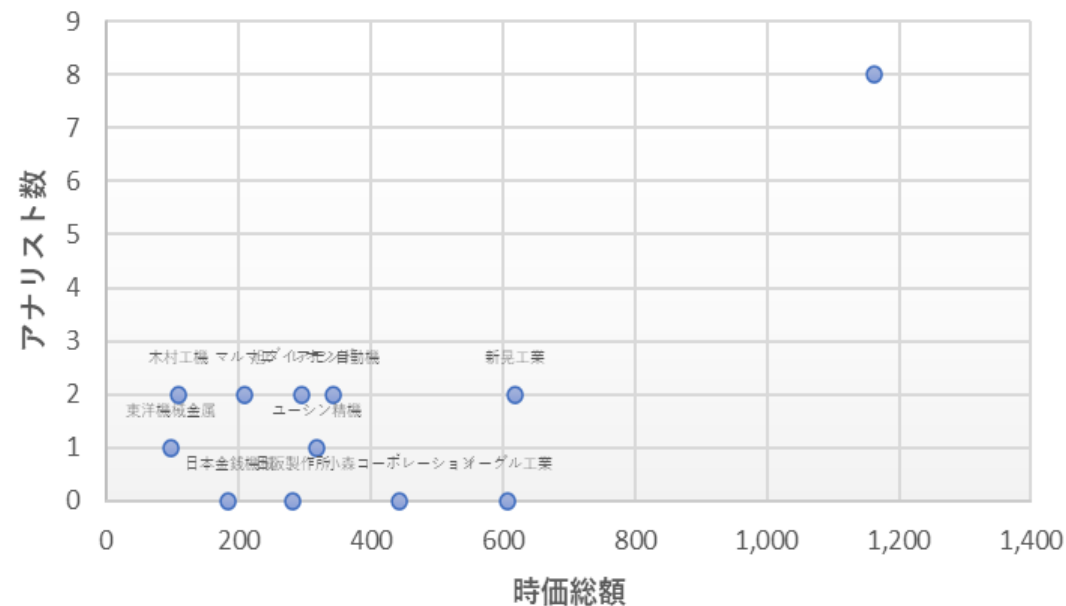
セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

競合の新晃工業が時価総額、流動性とも十分なことから、当社についてもアナリストのカバレッジがなされているのは好材料。ただし、今後の広がりについては限界があると見られ、現状の証券会社を通して投資家へのアピールを続けることは重要。

(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)





株式売買高は低水準

株式売買高はかなり低く流動性の観点では難がある。大手機関投資家は入りにくい状態であるので、何らかの流動性対策は必要である。

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
6231 jt equi	木村工機	0.1%	15	5,336	3,849,000
6458 jt equi	新晃工業	0.2%	149	65,840	27,212,260
6140 jt equi	旭ダイヤモンド	0.4%	124	232,432	55,700,000
6247 jt equi	日阪製作所	0.2%	50	57,543	32,732,800
6418 jt equi	日本金銭機械	0.3%	49	78,369	29,662,850
6210 jt equi	東洋機械金属	0.1%	13	28,062	20,703,000
6482 jt equi	ユーシン精機	0.2%	64	71,782	35,638,070
6272 jt equi	レオン自動機	0.2%	84	68,981	28,392,000
6264 jt equi	マルマエ	1.9%	395	247,739	13,053,000
6349 jt equi	小森コーポレーション	0.2%	90	117,617	58,292,340
6486 jt equi	イーグル工業	0.3%	211	172,659	49,757,820
6474 jt equi	不二越	0.3%	321	68,868	24,919,340

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

流動性に難があり結果として機関投資家の保有は非常に少ない。

		保有比率	保有額	株数
キムラ	会社	10.9%	1,188,180,000	420,000
OSK SMB I&C	会社	5.2%	565,800,000	200,000
木村恵一	経営者	4.9%	534,681,000	189,000
OKOCHI HANAE	個人	4.3%	466,785,000	165,000
みずほフィナンシャル	政策	4.3%	466,785,000	165,000 ↓
日本生命保険	政策	4.2%	452,640,000	160,000
三井住友フィナンシャルグループ	政策	3.8%	410,487,900	145,100 ↑
第一生命ホールディングス	政策	3.1%	339,480,000	120,000
木村晃	経営者	3.0%	322,506,000	114,000
三菱電機	政策	2.6%	282,900,000	100,000
神鋼電気	政策	2.6%	282,900,000	100,000
NISHIDA CHIYOKO	個人	2.3%	246,123,000	87,000 ↑
木村工機	会社	1.7%	179,995,125	63,625 ↑
FUKUEI STEEL	政策	1.6%	169,740,000	60,000 ↑

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。