

ホリスティック企業レポート

松屋アールアンドディ

7317 東証マザーズ

新規上場会社紹介レポート
2020年4月10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 20200408

松屋アールアンドディ(7317 東証マザーズ)

発行日:2020/4/10

労働集約的な縫製業界の無人化・省人化を進める縫製自動機メーカー
独自のビジネスモデルで血圧計腕帯やカーシートカバーの生産請負も行う

アナリスト:藤野 敬太 +81(0)3-6812-2521
レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

【7317 松屋アールアンドディ 業種:輸送用機器】

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)
2018/3	6,767	-	444	-	493	-	207	-	92.1	781.2	70.0
2019/3	7,517	11.1	180	-59.4	223	-54.7	113	-45.2	50.5	790.2	0.0
2020/3 予	8,140	8.3	331	83.7	293	31.0	188	65.7	83.7	-	0.0

(注) 1. 連結ベース。純利益は親会社株主に帰属する当期純利益。2020/3期の予想は会社予想。
2. 2018/3期より連結業績開示のため、2018/3期の前期比はなし。
3. 19年3月27日付で1:1,000の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正。

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価 890円 (2020年4月8日)	本店所在地 福井県大野市	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 2,530,000株	設立年月日 1982年8月7日	野村證券
時価総額 2,251百万円	代表者 後藤 秀隆	【監査人】
上場初値 838円 (2020年4月6日)	従業員数 1,373人 (2020年1月末)	有限責任監査法人トーマツ
公募・売出価格 910円	事業年度 毎年4月1日～翌年3月31日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 毎事業年度末日の翌日から後3か月以内	

> 事業内容

◆ 設備の販売のほか縫製品の生産請負も行う縫製自動機メーカー

松屋アールアンドディ(以下、同社)は、裁縫業界向けに無人化、自動化された生産ラインを製造、販売している。1982年の創業以来、縫製関連機器の開発及び製造を手がけ、シートベルト用やエアバッグ用の自動縫製機の製造を行い、縫製業界の生産ラインの自動化ノウハウを蓄積してきた。

その後、01年にオムロン(6645 東証一部)グループ向けに血圧計腕帯の生産を開始したことを契機に、自動縫製機等の縫製ラインの生産設備の販売と、顧客企業に販売した自社開発の設備を用いて製造した縫製品の販売の両方を行うビジネスモデルを確立した。

同社の事業は、縫製自動機と縫製品の2つの報告セグメントに分類される(図表1)。縫製品セグメントが売上高の8~9割を占め、利益の大半を稼いでいるが、中でも血圧計腕帯とカーシートカバーの売上構成比が高い。

【図表1】セグメント別売上高・利益

セグメント	2019/3期						2020/3期第3四半期累計期間			
	売上高 (百万円)	前期比 (%)	売上構成比 (%)	セグメント利益 (百万円)	前期比 (%)	利益率 (%)	売上高 (百万円)	売上構成比 (%)	セグメント利益 (百万円)	利益率 (%)
縫製自動機	1,236	67.0	16.4	8	-73.1	0.7	544	8.4	-106	-19.5
縫製品	6,342	5.0	84.4	422	-32.3	6.7	5,913	91.7	570	9.6
血圧計腕帯	3,007	-7.6	40.0	-	-	-	2,457	38.1	-	-
カーシートカバー	2,791	23.5	37.1	-	-	-	2,397	37.2	-	-
エアバッグ	471	2.8	6.3	-	-	-	997	15.5	-	-
その他	71	8.3	1.0	-	-	-	60	0.9	-	-
調整額	-61	-	-0.8	-250	-	-	-6	-0.1	-153	-
合計	7,517	11.1	100.0	180	-59.4	2.4	6,451	100.0	310	4.8

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 縫製自動機事業

縫製ラインには、裁断、縫製、検査の工程がある。従来の縫製ラインは多くの人員が必要であり、労働集約的なものとなっていた。これに対して同社は、仕入れたマシンや裁断機をベースに、同社が自社開発したAIロボットやソフトウェアを装備して縫製自動機に仕立てることにより、縫製ラインの自動化、省人化を付加価値として提供している。

具体的には、(1)作業スタッフをロボットにより置換、(2)裁断と縫製、縫製と検査の各工程間の搬送自動化、(3)生産データの集中管理によって、生産ラインの自動化または省人化を実現している。

エアバッグやシートベルトといった自動車の安全装置のほか、アパレルや航空機分野における縫製ラインが対象となる。

◆ 縫製品事業

同社が開発した縫製自動機を用いた生産ラインにより、生産請負の形で顧客企業に対し縫製品を供給する事業である。顧客企業は同社の自動縫製機等の生産設備を購入し、同社のベトナムの工場に設置し、同社がその設備を用いて顧客企業の要求に沿って縫製品を生産するというビジネスモデルである。

このビジネスモデルは、同社の縫製自動機事業で培われた縫製機械技術により成立しているものである。(1)生産設備の販売と生製品の販売という2つの収益源がある、(2)生産設備への投資は顧客企業が行うので、案件開始時の同社の投資が抑えられ、投資の未回収リスクが低い、(3)自動化、省人化された生産ラインで生産するため熟練工を必要とせず、同社及び顧客企業の両者のコスト削減に資する、(4)同社は生製品の在庫リスクを負わないという利点がある。

取り扱っている製品は、オムロングループ向けの血圧計腕帯、自動車関連メーカー等向けのカーシートカバーやエアバッグのほか、アパレル製品やスポーツ用品となる。

◆ 顧客

同社の売上高の大半を占める縫製品事業の売上高は顧客企業の製品の生産、販売動向の影響を受ける。顧客企業の製品の販売増に応じて、主要な顧客企業への売上の集中が進み、20/3期第3四半期累計期間の売上高の88%が上位5社向けとなっている(図表2)。

【 図表 2 】 主要顧客向け売上高

顧客企業	セグメント	関係する製品	2018/3期		2019/3期			2020/3期 3Q累計	
			売上高 (百万円)	売上構成比 (%)	売上高 (百万円)	前期比 (%)	売上構成比 (%)	売上高 (百万円)	売上構成比 (%)
OMRON Healthcare Manufacturing Vietnam CO., LTD.	縫製品	血圧計腕帯	1,688	25.0	1,841	9.0	24.5	1,639	25.4
豊田通商 (20/3期以降、子会社の豊通マテックスに移管)	縫製自動機 縫製品	カーシートカバー	1,271	18.8	1,549	21.9	20.6	1,455	22.6
トヨタ紡績東北	縫製品	カーシートカバー	885	13.1	1,295	46.3	17.2	919	14.2
住商エアバッグ・システムズ	縫製品	エアバッグ	-	-	-	-	-	997	15.5
高力科技発展(大連)	縫製品	血圧計腕帯	-	-	983	-	13.1	687	10.7
全社売上高			6,767	100.0	7,517	11.1	100.0	6,451	100.0

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 生産体制

同社の生産拠点は、福井本社のほか、宮城、ベトナム、ミャンマーに合計4カ所ある。縫製自動機等の開発、製造は福井本社でのみ行っており、残り3カ所は縫製品の生産を担当している。

縫製品の生産量が圧倒的に多いのがベトナムのドンナイ省にある工場である。自動化、省人化しても残る人のコストを下げるべく、08年に Matsuya R&D (Vietnam) Co., Ltd.を設立して進出して以降、第1～第5工場までが稼働する体制となっている。縫製品の主力である血圧計腕帯、カーシートカバー、エアバッグを生産している。

ミャンマーには、14年に Matsuya R&D (Myanmar) Co., Ltd.を設立して工場を新設した。ベトナム以上に人件費が安価であり、ローコスト生産の需要に対応するためである。現在は、ベトナム工場向け血圧計腕帯材料の一部の加工を行っている。

宮城工場は17年にタカハターの買収、完全子会社化により取得した。こちらではカーシートカバーの生産を行っている。

➤ 特色・強み

◆ 松屋アールアンドディの強み

同社の特色及び強みとして、(1)縫製ラインの自動化のノウハウの蓄積(特にミシンに対する理解と柔らかい素材を制御するノウハウ)、(2)生産設備(縫製自動機)の販売と生産品(縫製品)の販売という2つの収益源を持ち、業界内では相対的に高い利益率を実現しているビジネスモデル、(3)グローバルに展開する事業体制が挙げられる。中でも、同社のビジネスモデルは、生産が継続するほど製造コストが低減できるという仕組みであるため、顧客企業との関係が長期にわたって強化されていくというメリットもある。

> 事業環境**◆ 市場環境**

同社の売上高の多くを占める製品は、血圧計腕帯とカーシートカバーである。

同社の血圧計腕帯は、血圧計で約 50%の世界シェアを持つオムロングループに提供されている。同社の資料によると、血圧計の世界市場は 08 年に 600 億円、15 年に 1,100 億円の規模とされている。世界全体で血圧計を必要とする高血圧人口は 08 年で 10 億人、15 年では 11 億人とされており、25 年には 15 億人にまで増加すると予測されている。高血圧人口の増加を背景に、血圧計市場も拡大していくものと考えられる。

世界の自動車用シートの市場規模は、同社の資料によると 07 年に 6.7 兆円あるとされ、25 年には 8 兆円まで拡大するものと予測されている。年率 2.5% のペースでの拡大となるが、自動車の高級化やアジア・中東・アフリカ市場の拡大による成長が見込まれている。

◆ 競合

縫製工程の自動化ラインの販売と、それをを用いた縫製品の受注生産を両方行なっている企業は特に見当たらない。

縫製工程の自動化ラインについて、工業用ミシンメーカーで世界トップの JUKI(6440 東証一部)や横編み機で世界トップの島精機製作所(6222 東証一部)といった会社は競合先というよりは仕入先という位置づけとなる。一方、JUKI においては、自動機を導入した「スマートファクトリー」のコンセプトを打ち出すなどの動きも見られ、こうしたメーカーが将来的に競合先になる可能性はある。ただし、ミシンメーカーによるこうした動きも、自社のミシンをベースとしたものとなると考えられるため、顧客の生産ラインに最適のミシンの選択が行える同社の優位性は変わらないと考えられる。

血圧計腕帯メーカーとしては、サトー医研(東京都中央区)があり、オムロングループとの取引もある模様である。

裁断から縫製まで一貫して行っている自動車用シートメーカーとしては、東海トリム(三重県鈴鹿市)、エスティシー(宮城県栗原市)が挙げられる。

> 業績**◆ 過去の業績推移**

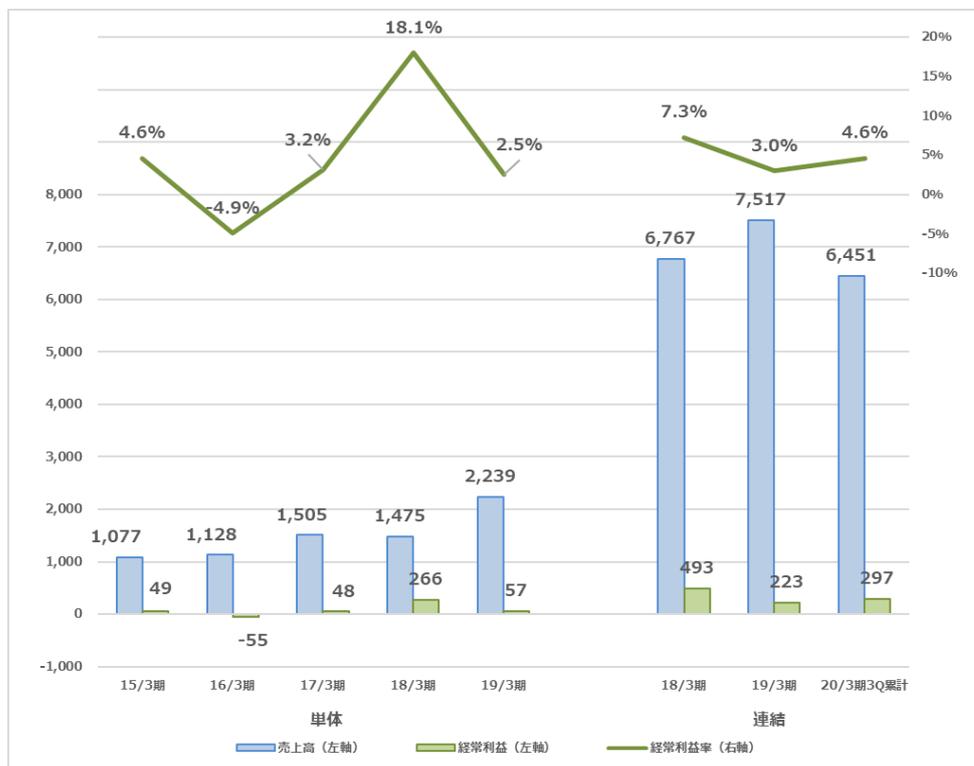
届出目論見書には 15/3 期からの業績が記載されている(図表 3)。18/3 期からは連結業績も開示されている。

単体業績は縫製自動機の製造、販売が中心となるため、その開発費の計上及び回収のタイミングによって利益率が大きく変動する。18/3 期の減収大幅増益及び売上高経常利益率の大幅上昇はその好例で、17/3 期に開発

費が先行して大きくかかっていた一部案件が、18/3期の売上高につながり、開発費を回収したことで、大きな増益となった。その反動で、19/3期は減益となった。

【 図表 3 】 業績推移

(単位:百万円)



(注) 18/3期から連結業績での開示。

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 19年3月期決算

19/3期業績は、売上高 7,517 百万円(前期比 11.1%増)、営業利益 180 百万円(同 59.4%減)、経常利益 223 百万円(同 54.7%減)、親会社株主に帰属する当期純利益 113 百万円(同 45.2%減)と増収減益となった。

縫製自動機事業は、売上高が前期比 61.4%増、セグメント利益が同 73.1%減となった。海外向け大型案件の受注により大幅増収になったものの、当該案件における機械の大型化による設計費の増加や、海外案件の増加に伴う輸送費の増加により利益が圧迫された。

縫製品事業は売上高が前期比 5.0%増、セグメント利益が同 32.3%減となった。血圧計腕帯は松屋科技発展(大連)有限公司の全持分を売却したことで同 7.6%の減収となったが、海外での受注が増加したカーシートカバーは同 23.5%、エアバッグは同 2.8%の増収となった。一方、カーシートカバーの新車種立ち上げによる先行費用の増加、カーシートカバー及びエアバッグ

の一部の製品に対してたな卸資産評価損を計上したために減益となった。

両セグメントとも増収減益となった結果、全体の売上高営業利益率は前期比 4.2%ポイント悪化の 2.4%となった。

◆ 20年3月期会社計画

20/3期の会社計画は、売上高 8,140 百万円(前期比 8.3%増)、営業利益 331 百万円(同 83.7%増)、経常利益 293 百万円(同 31.0%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 188 百万円(同 65.7%増)である。

縫製自動機事業は前期比 23.4%減収としている。19/3 期に大口案件があったが、20/3 期にはそのような大口案件がないとしたためである。

縫製品事業は前期比 14.2%増収を計画している。血圧計腕帯は、顧客企業の在庫調整による影響で同 9.4%減収としているが、海外向けの車種の受注が増加したカーシートカバーは同 8.9%増収、19/3 期に増設した生産ラインが本格稼働したエアバッグは同 195.4%増収を見込んでいる。

売上総利益率は 14.0%と前期比 1.2%ポイントの改善を計画している。縫製品事業における増収のほか、同事業の海外拠点でのカーシートカバーの生産についての縫製工の習熟度の向上が利益率改善に寄与する見込みである。

販売費及び一般管理費は前期比 4.1%増となるが、売上高販管費率は同 0.4%ポイント低下の 14.0%になるとしている。売上総利益率の改善と売上高販管費率の低下の結果、20/3 期の売上高営業利益率は同 1.6%ポイント上昇の 4.0%になると同社は予想している。

◆ 成長戦略

同社は今後の成長戦略として、以下の 3 つを念頭に置いている。

- (1) 縫製工程の自動化ラインを構築するとともに、それを用いて縫製品の受注生産を行うという同社ならではのビジネスモデルの新しい分野への適用。医療機器分野では医療用縫合装置の開発と最先端ウェアラブル機器が、安全システム分野ではドローン用エアバッグがターゲットである。
- (2) 次世代縫製自動機及びシステムの開発。特に、AI ロボットを使った縫製技術の開発に着手していく。
- (3) イノベーションセンターを活用した研究開発の強化。日本とベトナムの 2 拠点連携で AI を開発するとともに、AI のエンジニアを育成していく。

> 経営課題/リスク

◆ 新型コロナウイルス感染症の世界的な感染拡大の影響について

20年3月に入り、世界全体で新型コロナウイルス感染症の感染者が増加するなか、国内外で人の移動や一部の物資の移動に制限がかかっている。同社

の工場や事業所のスタッフが罹患するといった直接的な被害を受ける可能性のみならず、商談の遅延、縫製自動機を始めとする仕入や生産、納品の遅延、顧客企業の事業環境の急変等の様々な影響が考えられる。

なお、血圧計腕帯については、仕入先と販売先に中国の拠点があるため、何らかの影響が生じることも考えられる。

◆ オムロングループへの取引の依存の高さについて

同社のオムロングループに対する売上高の構成比は 19/3 期は 26.9%、20/3 期第 3 四半期累計期間で 27.4%となっている。オムロングループ向けの半製品の供給先である高力科技発展(大連)有限公司の分を含めると、それぞれ 40.0%、38.1%となる。オムロングループの事業環境の悪化や、方針転換が起きた場合には、同社の業績に影響を与える可能性がある。

◆ 生産拠点の集中について

同社の生産拠点は 4 カ所あるが、売上高の大半を占める縫製品の生産の多くがベトナムの工場で行われている。ベトナム工場のあるドンナイ省で大きな災害が発生すると、業績等に影響が及ぶ可能性がある。また、自然災害等とは別に、火災等により施設自体が損害を受ける可能性もある。

◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施及びその時期については現時点では未定である。

【 図表 4 】 財務諸表

損益計算書	2018/3		2019/3		2020/3 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	6,767	100.0	7,517	100.0	6,451	100.0
売上原価	5,523	81.6	6,558	87.2	5,550	86.0
売上総利益	1,243	18.4	959	12.8	901	14.0
販売費及び一般管理費	798	11.8	778	10.4	590	9.2
営業利益	444	6.6	180	2.4	310	4.8
営業外収益	53	-	52	-	22	-
営業外費用	5	-	9	-	35	-
経常利益	493	7.3	223	3.0	297	4.6
税引前当期(四半期)純利益	335	5.0	222	3.0	297	4.6
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	207	3.1	113	1.5	240	3.7

貸借対照表	2018/3		2019/3		2020/3 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	2,913	85.6	3,428	83.8	3,800	80.7
現金及び預金	353	10.4	565	13.8	594	12.6
売上債権	940	27.6	824	20.1	1,018	21.6
棚卸資産	1,375	40.4	1,874	45.8	2,012	42.7
固定資産	490	14.4	662	16.2	909	19.3
有形固定資産	408	12.0	549	13.4	778	16.5
無形固定資産	5	0.2	7	0.2	5	0.1
投資その他の資産	76	2.2	105	2.6	125	2.7
総資産	3,404	100.0	4,091	100.0	4,709	100.0
流動負債	1,410	41.4	1,979	48.4	2,143	45.5
買入債務	703	20.7	1,009	24.7	862	18.3
固定負債	235	6.9	333	8.2	559	11.9
純資産	1,757	51.6	1,777	43.5	2,006	42.6
自己資本	1,757	51.6	1,777	43.5	2,006	42.6

キャッシュ・フロー計算書	2018/3	2019/3
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	-59	8
減価償却費	71	89
投資キャッシュ・フロー	-349	-119
財務キャッシュ・フロー	-125	330
配当金の支払額	-157	-
現金及び現金同等物の増減額	-522	203
現金及び現金同等物の期末残高	325	528

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

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

EY 新日本有限責任監査法人

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

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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。
- ・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・間接的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、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。