

■6262 東証1部 ■ ペガサス ミシン製造

■ミシン復調と新収益柱の確立で業績は飛躍期入り

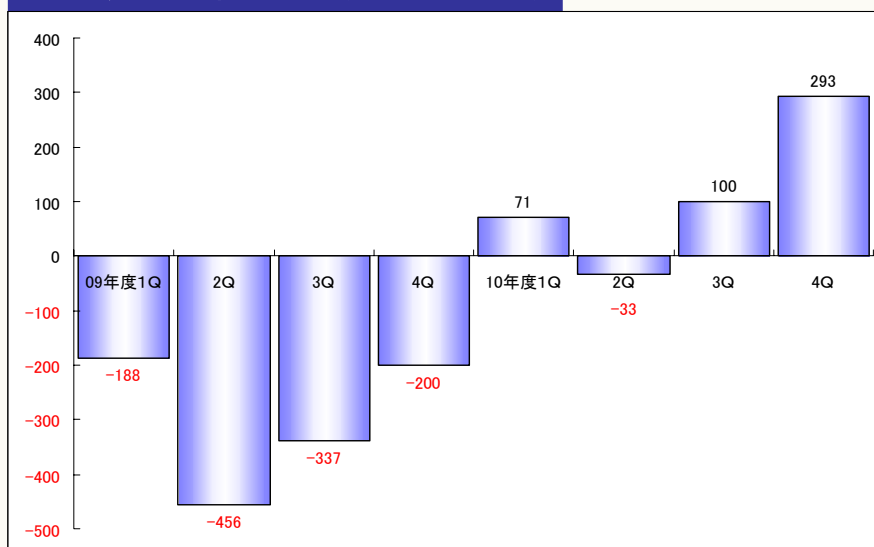
2011年3月期通期決算は、営業利益で428百万円と3期ぶりの黒字決算となった。工業用ミシン市場の回復に加えて、2007年より新規参入したダイカスト部品事業が本格的に収益貢献し始めたのが要因だ。

本業である工業用ミシンでは確固たるブランド力と原価低減活動の継続により、安定した収益を稼ぎ出し、新規事業であるダイカスト部品で一段の収益拡大を目指すという成長シナリオが確立しつつある。2014年に創業100周年を迎える同社の今後の事業展開に注目していきたい。

★Check Point

- ・本業である工業用ミシンの市場回復が継続
- ・ダイカスト部品事業が新たな収益の柱に育つ
- ・外部環境が良好であれば創業100周年(2014年)に過去最高益も

四半期ごとの経常利益(単位:百万円)



工業用ミシンを柱に自動車用のアルミダイカスト部品へ展開

1914年1月、当時ミシンの世界最大手だった米シンガー社の日本シンガーミシンに勤めていた美馬嘉蔵氏が、ミシンの国産化に志を抱いて独立し、「美馬ミシン商会」を創業したのが同社の起源となっている。1937年にオーバーロックミシンの国産第一号機を開発、製造を始めたのを皮切りに、ミシンの専門メーカーとして成長。現在は工業用ミシンのなかでも更に高度な技術が要求される環縫いミシンのみを手がけている。

環縫いミシン分野での世界シェアは約40%(技術レベルが一定基準以上のもので、主に輸出縫製企業で使用されている分野において)、トップメーカーとして内外アパレルメーカーなどからの評価は高い。競合メーカーはSIRUBA(台湾)、JUKI<6440>、ヤマトミシン製造などで、市場シェアはここ数年この4社で寡占状態にあり、殆ど変化がなく安定している。

海外展開は早く、1972年に香港に進出したのを皮切りに現在は生産拠点として中国・天津(1985年)とベトナム(2008年)、販売拠点としては世界約70カ国で約200社の代理店網を構築している。

また、2007年には新しく自動車用アルミダイカスト部品事業に参入。ミシン専業からの脱皮を図った。以前、ミシンの部品で取引関係のあった嶋本ダイカストと合併で、自動車用のアルミダイカスト部品の製造会社・天津ペガサス嶋本自動車部品有限公司を中国・天津市に設立した(出資比率88%)。ペガサスが蓄積する中国での経営ノウハウと、嶋本ダイカストが持つダイカスト部品加工技術が上手く融合し、同社の経営の新たな柱に育ちつつある。

主な沿革

1914年1月	美馬嘉蔵氏が美馬ミシン商会を創業
1937年6月	オーバーロックミシンの国産第一号完成
1947年1月	株式会社 美馬ミシン工業所設立 美馬隆一氏が初代社長に就任
1959年3月	ペガサスミシン製造株式会社に社名変更
1972年10月	美馬(香港)有限公司を設立
1973年2月	韓国美馬株式会社を設立
1981年11月	PEGASUS SEWING MACHINE PTE. LTD.(シンガポール)を設立
1982年4月	PEGASUS CORPORATION OF AMERICA(米国)を設立
1982年4月	天馬ミシン製造有限公司(中国)を設立 滋賀工場に無人化加工ライン完成
1991年10月	PEGASUS-PFAFF EUROPA GmbH(ドイツ)を設立
1994年2月	ペガサス(天津)ミシン有限公司(中国)を設立
1997年6月	PEGASUS SEWING MACHINES (HongKong.) LTD.(香港)を設立
2001年4月	福馬(天津)縫製機械有限公司(中国)を設立
2001年6月	美馬大道氏が代表取締役会長に就任(現任)
2002年11月	天津ペガサス エス イー有限公司(中国)を設立
2006年2月	東京証券取引所市場第二部に株式上場
2007年1月	天津ペガサス嶋本自動車部品有限公司を設立
2007年3月	東京証券取引所市場第一部に株式上場
2008年1月	PEGASUS VIETNAM SEWING MACHINE CO.,LTD.(ベトナム)を設立
2008年4月	清水盛明氏が代表取締役社長に就任(現任)
2008年12月	ペガサス(天津)ミシン有限公司を存続会社として天馬ミシン製造有限公司と合併
2010年1月	ペガサス(天津)ミシン有限公司を存続会社として福馬(天津)縫製機械有限公司と合併

■ 6262 ■
ペガサスミシン

2011年6月8日(水)
更新:18時00分

事業概要 (1)工業用ミシン

環縫いミシンで世界シェア40%のトップメーカー

同社が手がける工業用ミシンとは、縫製工場においてアパレル生産に使用されるミシンのことで、一般の家庭用ミシンとは区分されている。工業用ミシンに求められる特性は、高い生産性(高速スピード)や高耐久性など。また、故障発生率の低減、消耗部品、メンテナンスの技術支援、生産管理などハードのみならずソフト面まで含めたアフターサービス体制、縫い目形状など多様なニーズに応えられる製品開発力なども重要な要素となってくる。

工業用ミシンの分野では、縫い目により「本縫い」と「環縫い」用ミシンに大きく分けられている。このうち同社が手がける「環縫い」の特徴は、

- ・糸を鎖のように編んで縫い目を構成するため、伸縮性があり、ニット素材などに適していること
- ・縫い目に装飾性があり、バラエティに富んでいる
- ・ボビンが不要で、下糸を連続供給できるため、生産性に優れること

等があげられる。このため、用途としてはニット衣料やジーンズ、下着類など様々な衣料の縫製で利用されている。また、こうした特徴から顧客のニーズも多種多様にある(最近では油が生地に飛び散らないように完全に遮断する技術、上下斜めに伸縮する生地に対応する技術等)。同社ではこのようなニーズに応じてきた結果、現在では約3,500にのぼる機種を保有している。

衣料品は毎年、流行によって売れ筋が変わってくるのが常だが、それに応じて環縫いミシンの売れる機種も変化してくる。前年に売れたミシンが今年も売れる保証はどこにもないわけだ。逆に、ブームの再来などによって5年前に売れた機種が突然売れ始めるケースも多々ある。こうした流行の変化に迅速に対応するため、同社では約23,000点にのぼる在庫部品を揃えている。同社はこうした市場の特性を上手く捉え、市場ニーズに応えることによって40%という高い市場シェアを維持している。

なお、「本縫い」「環縫い」ミシンの基本的なミシンの部品点数はそれぞれ200～300点、400～500点となっており、環縫いミシンのほうが2倍ほど多く、構造も複雑となっている。このため、環縫いミシン市場では新規参入に対するハードルは高い。先日、JUKI<6440>が台湾SUBARU社と環縫いミシンの分野で事業提携を発表したが、提携の具体的内容がまだ固まっていないこと、ペガサスのブランド力の強さなどを考えると、短期的にトップメーカーである同社へ与える影響は殆どないものと考えられる。

ただし、中国を中心とした新興国でローエンド機種の市場が着実に拡大してきているのも事実で、こうしたローエンド機種に対抗するために、コスト低減を一段と進めていく必要がある。同社では部品の海外調達比率の引き上げや低価格機種のベトナムへの生産シフトなどを進め、コスト低減を一段と強化していく方針。現在のミシンの生産体制は完成品ベースで日本13%:中国67%:ベトナム20%だが、長期的には中国での生産は市場環境等見極めながら、グループの生産効率化を目指し、適宜生産比率を変動させる方針だ。

■ 6262 ■
ペガサスミシン

2011年6月8日(水)
更新:18時00分

事業概要 (2) ダイカスト部品

自動車部品は「低コスト」「高品質」で引き合いが豊富

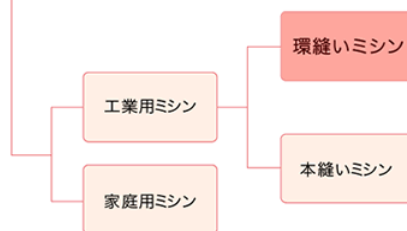
2007年に嶋本ダイカストと中国・天津に製造合弁会社を設立し、自動車用ダイカスト部品事業に新規参入した。2008年1月からアルミダイカスト部品の生産を開始。主に、シートベルトのリトラクター(巻き取り装置)のダイカスト部品やヘッドライト関連のダイカスト部品などを手がけている。

顧客からは、「低コスト」かつ「高品質」と高い評価を得られており、同事業は極めて順調に滑り出したと言えよう。既に、他社からも見積もり依頼がたくさんきているが、生産能力が一杯となっており、十分に迎えきれていないのが現状。同社では、生産ラインの増強を早急に進め、前期に11億円だった売上規模を2014年度には40～50億円まで引き上げる方針だ。

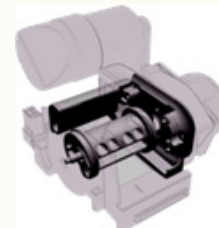
セグメント別の売上高と営業利益(単位:百万円)

	10年3月期	11年3月期
工業用ミシン売上高	7,361	10,762
営業利益		977
(利益率)		9.1%
ダイカスト部品売上高	603	1,155
営業利益		296
(利益率)		25.6%
その他売上高	21	26
営業利益		2
(利益率)		6.5%
全社共通費用		-847

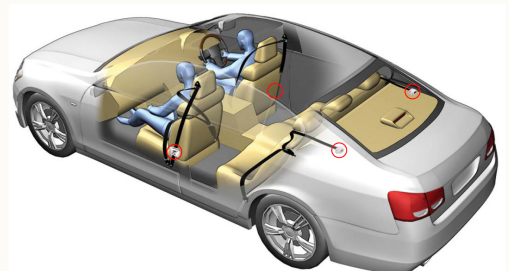
ミシンの世界



ダイカスト製品イメージ図



ダイカスト製品使用部位



本縫いミシンと環縫いミシンの違い	
本縫いミシン 織物(織られたもの)の構造 ●スーツ ●ジーンズ etc.	本縫いの縫い目(断面図)
環縫いミシン ニット(編まれたもの)の構造 ●ニット衣料 ●カジュアル衣料 ●スポーツウェア etc.	環縫いの縫い目(断面図)

工業用マシン回復継続と自動車用ダイカスト急伸で大幅増益へ

(1)2011年3月期決算

2011年3月期の連結業績は売上高11,943百万円(前期比49%増)、営業利益428百万円(前期▲1,206百万円)、経常利益431百万円(前期▲1,181百万円)、純利益156百万円(前期▲1,940百万円)となり、3期ぶりの黒字決算となった。

主力の工業用マシンの売上げが中国、アジアなどの縫製業者からの受注増加に加えて、期中に3度の値上げを実施した効果もあって、前期比46%増の10,762百万円となったほか、新規事業であるダイカスト部品の売上げも前期比91%増の1,155百万円となり、収益に貢献し始めたのが要因だ。

営業利益ベースでは前期比16億円の増益となった。この増減益要因をみると、増収効果で+10億円、原価改善効果で+11億円となった半面、円高で▲4億円、経費増で▲1億円の減益要因となった。原価改善要因をさらに詳しくみてみると、マシン1台当りの製造費用が前期比で30.1%も改善したことがわかっている。生産数量増効果(前期比+79.5%)に加えて、材料の海外調達強化、ベトナムでの生産増強や期中に3度の価格改定を実施した効果によるものだ。これらによってマシン1台当りの製造コストは前期に比べて、労務費が▲43.2%、材料費▲22.0%、経費▲39.2%と大幅に改善し、原価率の改善に繋がった。

(2)2012年3月期会社計画

2012年3月期の会社計画は売上高13,700百万円(前期比+15%)、営業利益730百万円(同+71%)、経常利益610百万円(同41%増)、純利益160百万円(同3%増)と増収増益が続く見通し。

工業用マシンは引き続き回復基調を見込んでおり、販売台数で前期比12%増、金額では円高の影響はあるものの、前期に実施した値上げ効果や中国市場を中心とした販売単価の上昇もあって同13%増の122億円を見込んでいる。一方、ダイカスト部品は引き続き新興国市場における自動車需要の拡大を追い風に、同29%増の15億円を見込んでいる。

営業利益は前期比3億円の増益を計画している。増減益要因としては、販売増効果で+7.7億円、原価改善効果で+3億円、円高で▲3.4億円、経費増で▲4.3億円となっている。純利益の伸びが3%増と低くなっているが、これは海外子会社の利益増加に伴う税負担増加が影響するため。

通期業績の推移(単位:百万円)

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS(円)
08.3期	16,615	-0.6%	2,349	-15.5%	2,083	-21.7%	1,357	-34.7%	57.6
09.3期	10,059	-39.5%	-1,063	-	-1,193	-	-1,843	-	-80.0
10.3期	7,985	-20.6%	-1,206	-	-1,181	-	-1,940	-	-84.6
11.3期	11,943	49.6%	428	-	431	-	156	-	6.8
12.3期予	13,700	14.7%	730	70.4%	610	41.5%	160	2.4%	7.0

■ 6262 ■
ペガサスミシン

2011年6月8日(水)
更新:18時00分

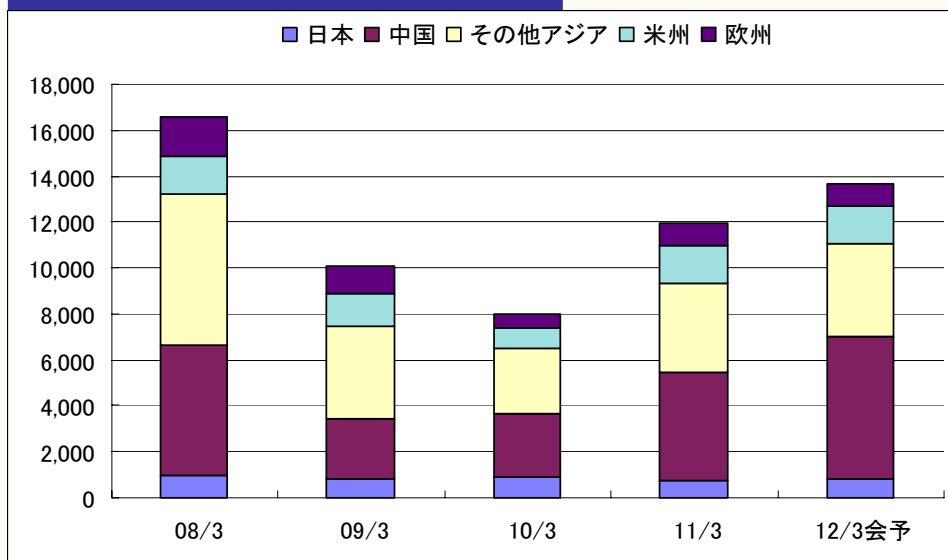
業績動向

売上げの拡大に伴って今期の設備投資額は10億円強と久しぶりに大型の投資を実施する。主なものとしては旧天馬ミシン(天津)のペガサス天津への移転統合及び新棟建設、設備増設(437百万円)、ダイカスト事業の拡張に伴う隣地購入、新棟建設、設備増設(320百万円)、ベトナム工場の新棟建設、設備増設(286百万円)など。ただ、期末にかけての設備投資が多く、費用の負担が増すのは来期以降となりそうだ。

業績をみるうえでの重要なファクターとしては、為替レートの変動が挙げられる。同社の売上高は90%以上が海外売上げで占められており(下図参照)、為替変動が業績に与える影響は大きい。決済通貨別構成比でみると、前期実績ではUSドルが46%、中国元が39%、ユーロが8%、日本円が7%といった格好で、実に8割以上がUSドルと中国元で占められている。海外生産比率も既に95%と対応はしているものの、日本からの部材調達や日本の管理コストなど含めて考えると、為替変動、とりわけUSドルや中国元レートの変動には引き続き注意する必要がある。逆に円安に振れると、収益の大幅な増加要因となる。

ちなみに、為替レートの影響額は下表の通りで、10年3月期は売上高で▲767百万円、営業利益で▲403百万円の影響がでた。今期は1USドル=81円、1中国元=12.5円、1ユーロ=115円を前提に、売上高では▲688百万円、営業利益で▲346百万円の影響を織り込んでいます。

地域別の売上高(単位:百万円)



為替変動による売上高影響額

	11/3期末 (円)	10/3期末 (円)	影響額 (百万円)
1ドル	87.68	93.5	▲367
1ユーロ	116.36	130.31	▲111
1元	12.86	13.65	▲288
合計			▲767

	12/3期末 (円)	11/3期末 (円)	影響額 (百万円)
1ドル	81.0	87.68	▲498
1ユーロ	115.0	116.36	▲11
1元	12.5	12.86	▲177
合計			▲688

■ 6262 ■
ペガサスミシン

2011年6月8日(水)
更新:18時00分

新たな飛躍期を迎えて

事業構造変化による収益拡大シナリオが評価されやすい局面

(1)工業用ミシン

2008年秋以降の世界同時不況で、急激な落ち込みを見せた工業用ミシン市場も2009年後半以降は回復局面に転じており、今なお縫製業者からの引き合いは強い状態が続いている。こうした市場回復の流れの中で、同社では売上げ拡大を進める戦略として以下の4つのテーマを重点的に強化していく方針だ。

①販売単価アップ～年率5%アップ目標～

世界不況や円高進展の影響もあって、ここ数年、同社のミシン平均販売単価は毎年下落傾向を辿っていた。下表に見られるとおり、ここ1～2年の単価下落はプロダクトミックスが普及機種のようにシフトしていった影響が大きいと考えられる(普及機種と上位機種の価格差は3.8倍程度ある)。今期は平均単価で3.8%のアップを見込むが、これも昨年実施した値上げ効果によるところが大きい。同社では今後、最大市場である中国市場において上級機種の販売強化を進め、一方で低価格機種の販売を抑制することで、プロダクトミックスの改善を着実に進めていく予定。

また、従来から行っている製品開発力の強化やアフターサービスの充実など、ハードからソフトに至るまで全ての面で差別化戦略を図っていき、現在の競争力を維持・向上していく方針で、毎年5%の単価アップを目標として掲げている。

製品平均単価・機種構成状況

	06/3	07/3	08/3	09/3	10/3	11/3	12/3会予
平均単価変動	1.2%	7.0%	-0.2%	-0.9%	-22.6%	-8.4%	3.8%
為替レート(ドル円)	109.8	116.31	118.12	103.69	93.5	87.68	81.0
前期比	1.4%	5.9%	1.6%	-12.2%	-9.8%	-6.2%	-7.6%
中国台数比率	61.8%	55.2%	54.5%	38.1%	43.4%	48.2%	48.9%
前期比	9.6%	-15.3%	-2.7%	-59.8%	10.8%	82.0%	13.7%
機種構成比							
上級機種	15.7%	17.7%	16.1%	18.3%	14.3%	11.7%	12.1%
普及機種	84.3%	82.3%	83.9%	81.7%	85.7%	88.3%	87.9%

②生産体制の整備

旺盛なミシン需要に対応するため、同社では今期に天津工場、ベトナム工場での新棟建設、能力増強を計画している。

一方、課題としては部品調達の強化が挙げられる。現在、工業用ミシンの需要が旺盛である反面、ミシン用部品の供給不足が問題となっている。不況の最中、部品業者が自動車部品など他業種に生産能力を振り向けた結果、いざミシン用部品が必要となった局面で人手不足の問題もあり、能力が上げられない状態となっているのが要因だ。同社では早期にこうした部品調達ルートの整備を進めて行く方針だ。

新たな飛躍期を迎えて

③オセロ作戦の展開

同社では世界の縫製業者上位100社の選別と重点攻略を行っていく。大手業者のなかでも成長が見込まれる業者の選別と重点攻略を行うことにより、下請け業者も含めた需要の取り込みを図り、市場シェアの拡大を狙う。

④台湾・韓国系縫製業者の攻略

ここ数年、世界の生産基地となってきた中国で、労働問題や人件費の高騰、慢性的な人手不足や納期遅延、加えて中国元の切り上げなど、コストアップリスクが高まってきたことから、バイヤーが中国以外への発注を増やしており、これに伴いベトナムやインドネシアなどへ縫製産地の移動が始まっている。この状況を敏感に察知し対応しているのがベトナムやインドネシア、中南米に積極展開している台湾・韓国系縫製業者であり、これらの業者を攻略することによって、成長が続く新興市場向けの需要を取り込んでいく。

一方で、コスト改善策としては、ミシン用部品の海外調達率の引き上げ、委託生産ミシンの生産を本格的に中国からベトナムに移管、生産拠点の集約・効率化(今下期:滋賀工場を改築、余剰設備をベトナム工場へ)、生産機種統合の統合整理などを進めていく。

(2)ダイカスト部品

2008年1月に量産スタートしたダイカスト部品事業は前期で11億円を上回る売上高を達成し、営業利益では296百万円(全社共通費用除き)、営業利益率では25.6%と本業である工業用ミシンを上回る収益性を上げ、早くも同社の業績に貢献し始めた。

同社のダイカスト部品は「高品質」・「低価格」を武器としてその評価が高まっており、問い合わせが相次いでいる。7-9月期の受注は震災の影響などで一時的に落ち込む見通しであるものの、新興国における自動車市場の拡大を背景に、今期も29%増の15億円と二桁増収が見込め、当面は右肩上がりの成長が続く公算が大きい。

このため、同社では天津工場にある生産ラインを前期末の10ラインから今期末は16ラインに増強する予定で、2014年には28ラインまで視野に入れている。2014年には売上上げて40~50億円を目指している。

(3)新たな収益柱の確立で業績は飛躍期入り

同社の過去最高業績は2006年3月期で売上高16,284百万円、営業利益2,798百万円、経常利益3,038百万円、純利益2,247百万円であった。当時は、世界的な景気拡大、とりわけ新興諸国の経済発展により衣料品需要も急増し、つれて中国、アジアにおける縫製業者もこぞって設備投資をしていた時期で同社も好業績に沸いていた。奇しくも、同社の東証上場が2006年2月であり、好業績下での上場であっただけに、株価も1,000円以上で推移していたが、その後の世界不況による業績悪化で株価は一時期100円台前半まで落ち込んだ。現在は業績の回復に伴い200円台で推移しているが、PBRは1倍割れである。

前述したとおり、本業である工業用ミシンの市場回復が続いていることに加え、成長余地の大きいダイカスト部品事業が新たな収益柱として育ってきたことで、今後業績は新たな飛躍期に入る可能性が高まってきたと弊社ではみている。世界経済や為替など外部環境がよければ、創業100周年となる2014年に過去最高益を達成する可能性も十分出てこよう。収益源が従来の工業用ミシンという一本柱から、ダイカスト部品が加わり二本柱となったことで経営の安定感も増した。為替変動が引き続きリスク要因であることに違いないものの、事業構造変化による収益拡大シナリオが評価されやすい局面に入ったとみている。

Corporate Analysis



2011年6月8日(水)
更新:18時00分

■ 6262 ■
ペガサスミシン



企業調査レポート Corporate Analysis

執筆 株式会社フィスコ 客員アナリスト 佐藤 譲

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項(ディスクレマー)をお読みください。



ディスクレーマー(免責条項)

- 株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。
- “JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社大阪証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。
- 掲載される情報はフィスコが信頼できると判断した情報源をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性について、フィスコは保証を行っておらず、また、いかなる責任を持つものでもありません。
- 本資料に記載された内容は、資料作成時点において作成されたものであり、予告なく変更する場合があります。
- 本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。
- フィスコが提供する投資情報は、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。
- 本資料に掲載される株式、投資信託、債券、為替および商品等金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。
- 本資料は、本資料により投資された資金がその価値を維持または増大することを保証するものではなく、本資料に基づいて投資を行った結果、お客様に何らかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、責任を負いません。
- フィスコおよび関連会社とその取締役、役員、従業員は、本資料に掲載されている金融商品について保有している場合があります。
- 投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ