

心をつかむ企業価値の創造経営

第四回「相模ゴム工業株式会社(東証二部_5194)」

「001」の比率 UP と新工場の正常稼働を前提にすれば

バリューギャップは 126 億円と推計

2019年9月12日

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社

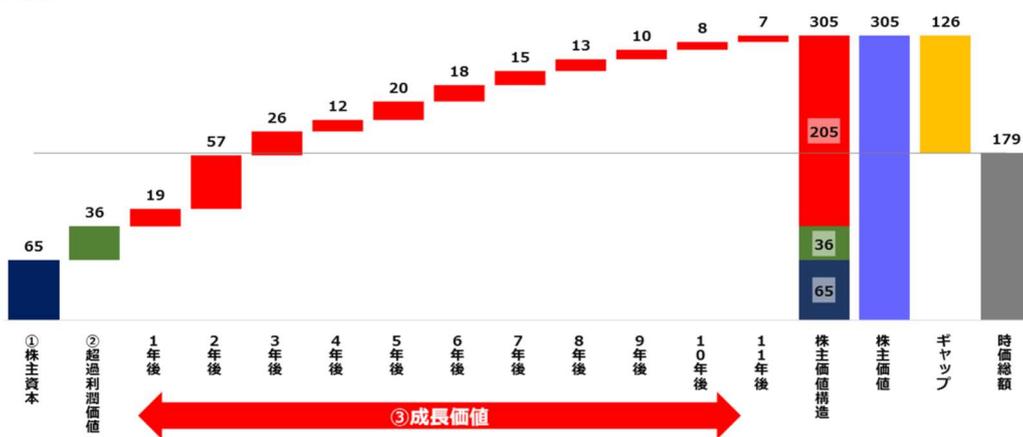
心をつかむ3要素で注目される相模ゴム工業株式会社

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下「JPR」)では、心をつかむ企業価値の創造経営の3要素として「①挑戦者としての社会貢献による成長、Growth のワクワク感」「②全てのステークホルダーの絆による収益性と資産効率性の向上：Connection のワクワク感」「③信頼・安心の向上：Confidence のワクワク感」が重要と考え、頭文字をとってGCC経営[®]という概念で整理しています。この三つを実践している上場企業の経営者様とのインタビュー等を通じた分析内容をシリーズ化してまとめています。第四回^①では、超薄型コンドームを生産するコンドーム大手の相模ゴム工業株式会社(以下、「相模ゴム」)について、投資家とJPRアナリストとの対話形式を通して企業価値の源泉を探っていきます。まずは、結論として企業価値推計の結果をご説明いたします。

「001」の比率UPと新工場の正常稼働でバリューギャップは126億円超と推計

バリューギャップが126億円あり、70%のアップサイド

[単位：億円]



(出所) Factset、日経 Needs、会社開示資料などを利用して作成

■ 株主価値推計の前提条件

過去の成長率や業績動向等からJPRが前提設定

年度	[億円]				JPR予測11年後
	JPR予測1年後	JPR予測2年後	JPR予測3年後	JPR予測4年後	2031.03
売上高	70	80	100	110	197
前年比成長率	6.1%	14.3%	25.0%	10.0%	4.1%
営業利益	14.0	20.0	25.0	27.5	49.3
営業利益率	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
NOPAT	9.7	13.8	17.3	19.0	34.1
NOPATマージン	13.8%	17.3%	17.3%	17.3%	17.3%
投下資本/売上高	196.8%	196.8%	196.8%	196.8%	196.8%
ROIC	7.0%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
WACC	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

[億円]

(出所) Factset、日経 Needs、会社開示資料などを利用して作成

以下投資家と、JPR のアナリストの対談形式で分かりやすく分析内容を示していきます。

■ 市場環境の変化が高品質・高価格製品需要の追い風に

ポリウレタン製コンドーム「サガミオリジナル」で世界 TOP シェア

投資家：2012 年から 5~10%程度の売上成長を達成していますが、この要因とはなんでしょうか。

JPR アナリスト：需要面から言えば、日本国内では少子高齢化による人口減少を背景に市場規模は縮小傾向にあります。しかし、中国やアジア諸国などの発展途上国において、需要が増加しており、なおかつ求められる品質が上昇してきたことが大きいです。やはり、ヘルスケア関連で避妊や性病予防など意識が途上国において高まってきており、高価格でも高品質の製品が求められる市場環境になってきたと考えられます。

投資家：販売先の国・地域としては、海外比重が高まってきたということでしょうか。

JPR アナリスト：そうですね。中国人観光客によるインバウンド需要が現在も拡大しています。また、e コマースの台頭により販売から 20 年たったポリウレタン製コンドームが流布されてきています。特に、調査会社トランスパレンシー・マーケット・リサーチによると、中国マーケットの規制が解消されていけば、2015 年 18 億ドルの市場規模から 2024 年には 2 倍以上の市場規模になると予測されています。

投資家：市場環境は非常に見通しが明るいようですね。競争環境について、競合他社と業界におけるポジションを教えてください。

JPR アナリスト：国内でいえば、オカモト株式会社(5122)、不二ラテックス株式会社(5199)です。最大手はオカモトで、次いで不二ラテックスになっています。オカモトは、日本で初めてラテックス製コンドームの生産を開始し、両社ともラテックス製コンドームの生産大手となっています。オカモトについ

ては、2009年より、相模ゴムに続く形でポリウレタン製コンドームの生産を開始しました。しかし、サガミオリジナルの売上は落ちているところか伸びています。それは、オカモトのポリウレタン製コンドームの販売価格が当社製品よりも高く、ポリウレタン製コンドームの市場開拓の一手を担っているためだと考えられます。

投資家：ポリウレタン製と従来のラテックス製の製品に違いはあるのでしょうか。

JPR アナリスト：コンドームの質を左右するのは、自然な装着感を決定づける「薄さ」とそれを可能にする素材の「強度」だと言えます。ラテックス製コンドームで、0.01mmのコンドームを製造するのは、強度の面から不可能であり、ラテックスの3倍以上の強度を持つポリウレタンによって始めて可能となります。また、ラテックスは天然ゴムなので、ゴムアレルギーが発生しますが、ポリウレタンであれば問題なく使用することができます。世界には約1%のゴムアレルギー患者がいると言われているのに対し、2018年時点でラテックス製コンドームは市場の9割程度を占めています。

投資家：世界のコンドーム市場で1割しか占めていないという点でのポリウレタン製の強みはあるのでしょうか。

JPR アナリスト：確かに、需要増加によってラテックス製コンドームは増産されるでしょう。しかし、国際企業との価格競争が激化するとも考えられます。現に、ポリウレタン製コンドームの小売価格は、ラテックス製のおよそ20倍となっています。そのため、「サガミオリジナル」は日本及びアジア諸国のハイエンド向けの製品となっており、品質においてプロダクト・リーダーシップを持っていると言えます。

Growth:「001」と第3工場の稼働率上昇で大きな成長余地

高単価の「サガミオリジナル 001」とマレーシアの第3工場が売上成長のキーファクター

投資家：ポリウレタン製の特徴は理解できました。続いて、001が収益にどのように影響してくるのか教えていただけますか。

JPR アナリスト：先程も触れましたが、コンドームにおける品質は「薄さ」で決まります。相模ゴムは、特殊な製造方法によってポリウレタン製で強度が高く、薄いコンドームを生産してきました。コンドームは、薄くすればするほど、原材料費は低く、価格は高くなる付加価値製品と言えます。以前までは、002が主流で、001は高級品と捉えられてきましたが、新興国の成長などで001への売上のシフトが見られます。

投資家：相模ゴム製品内で比較して、001は現在どの程度生産・販売されているのでしょうか。

JPR アナリスト：現時点では、売上高の85%がポリウレタン製で、残りの15%がラテックス製です。ポリウレタン製のうち、数量ベースで70%が「サガミオリジナル 002」、30%が「サガミオリジナル 001」になっています。「サガミオリジナル 001」は、販売価格が002に比べて、約1.5倍とさらに高価格です。単純に001の生産が増加すれば、その分売上成長につながるというわけです。

投資家：サガミオリジナル 001は広告宣伝を行っていないようですが、具体的にどのように売上を拡大していくのでしょうか。

JPR アナリスト：現在、「サガミオリジナル 001」は需要が供給を超過している状況であり、コストをかけて広告宣伝をしても売上成長に繋がりません。従って、まずは高単価の「サガミオリジナル 001」の増産に注力しています。そして、増産の鍵となるのが、マレーシアの第 3 工場です。現在は全体の生産量のうち、「サガミオリジナル 001」は 3 割程度にとどまっていますが、マレーシアの第 3 工場では「サガミオリジナル 001」製造のトライアル段階にあり、第 3 工場の生産能力 50%上昇を最終的な目標として、オペレーションの改善と人材確保・教育に努めているようです。

投資家：そういった増産体制が進む中で売上や利益が伸び悩んでいる要因は何なのでしょうか。

JPR アナリスト：第 3 工場の本格的な稼働が想定より 2 年遅れている点が「サガミオリジナル 001」の供給力拡大を妨げています。また、増産により疲弊が進んでいた第 2 工場の大規模修繕が 2019 年 6 月に行われた結果、旧工場全体での稼働率が低下しました。これらにより、現在は売上・利益ともに停滞しています。しかし、第 3 工場の稼働と第 2 工場の更新で 2022 年 3 月期には売上高 80 億円、営業利益 20 億円程度を見込んでおります。その後は長い目で見て、供給力を 200 億円程度に段階的に拡大していきます。

投資家：高品質コンドームの需要が高まっている海外ではどのような取り組みを行っていますか。

JPR アナリスト：中国を始めとするアジア諸国でのポリウレタン製コンドームの需要拡大を受け、各国で「サガミオリジナル 001」の製造販売の許可を申請しています。中国では蘭州科天健康科技社が中国産のポリウレタン製コンドーム「中川 001」を製造販売しておりますが、まだまだ成長段階にある市場の拡大に貢献している点で、当社にもプラスの影響を与えていると考えています。また、代理店を通じた販売を行っている欧州でも安定的な需要が存在しており、今後アジアと同様にポリウレタン製コンドームの需要はさらに高まっていくと予想されています。

Connection:オペレーション改善と製品の高付加価値化で利益率上昇

「安全性」と「薄さ」を兼ね備えた、利益率の高いコンドームで効率的な経営を実現

投資家：続いて、「サガミオリジナル 001」は全社の利益率にどのように影響するのか教えていただけますか。

JPR アナリスト：現在、「サガミオリジナル 001」と「サガミオリジナル 002」の生産は数量ベースで比較すると約 3:7 の割合ですが、金額ベースで比較すると約 4:6 の割合となっています。これは先程も触れたとおり、薄ければ薄いほど高付加価値となり単価が上昇する一方、原材料費は低下するというコンドームの特性によるものです。第 3 工場でのオペレーション改善と「サガミオリジナル 002」から「サガミオリジナル 001」へのシフトで、「サガミオリジナル 001」の数量ベースの割合を高め、全社の利益率を上昇させていくと予想されます。

投資家：第 3 工場がこれからの売上成長と利益率上昇の鍵ということですね。では、第 3 工場の現在の状況と今後の計画を教えてください。

JPR アナリスト：第 3 工場の歩留まりは計画通りに改善しており、2021 年 3 月期からは「サガミオリジ

ナル 001」の生産を徐々に増加させていく予想です。急激な「サガミオリジナル 001」へのシフトは歩留まりの悪化を招き利益率の悪化に繋がるだけでなく、品質に悪影響を与えます。ポリウレタンは経時劣化という特性があり、品質の低下は安全性への信頼を失うこととなります。避妊や HIV を始めとする性感染症予防として使用されるコンドームにおいて安全性への信頼は最も重要であり、相模ゴムは品質への拘りを第一に考え、10 年の保証期間を設けています。

投資家：第 3 工場のオペレーションはどのように改善していくのでしょうか。

JPR アナリスト：現在、第 3 工場には、マレーシアにおいて現地採用しています。オペレーションは、基本的には検品などの作業効率の改善で向上していくと思われます。コンドームの検品は、全自動化することは出来ず、必ず人の作業が入ります。002 でも、慎重な検査が求められますが、001 になればなおさら検品の重要性が高まるということになります。そのため、今は徹底した人材採用と人材育成に力をいれているようです。

Confidence:第 2 工場の設備整備で高品質を維持

安定生産体制と性感染症予防という社会課題解決は事業リスクの低下に

投資家：生産体制について、高品質な製品の安定的な供給は実現可能なのでしょうか。

JPR アナリスト：増産が続いており、第 2 工場の機械設備が疲弊していたようです。ですので、2019 年 6 月に第 2 工場で大規模な設備の修繕が行われ、生産体制の強化を図っています。第 3 工場が新設されたことで、さらに生産能力が強化され、工場の稼働停止リスクも分散されたと考えています。

投資家：新規参入の脅威はないのでしょうか。

JPR アナリスト：避妊具業界は 2 つの理由から参入障壁が高いと考えています。1 つ目は、生産設備です。高品質な商品が求められるコンドーム生産には大規模の工場と高度な技術力が必要となります。2 つ目は規制です。コンドームなどの避妊具は医療機器等法の規制対象で、人体へのリスクに応じて 4 つのクラスに分類される内、クラス II (管理医療機器)に該当するため、第三者機関からの認証を必要とします。以上の点で参入障壁が高いと考えております。

投資家：アジアにおける性感染症予防に大きな貢献をしているという見方に間違いはありませんか。

JPR アナリスト:相模ゴムの製品は高い安全性が認められて、中国を中心にアジア地域に流通しています。HIV/AIDS などの性感染症は、新興国の開発政策における重大な阻害要因であり、貧困問題の主要な課題でもあります。アジアは、アフリカに比べて感染率が低いものの、人口密度などを考慮すると、急激に蔓延する恐れもあると言われています。そのような状況下では、安全性の高いコンドーム製品は、新興国における社会課題解決の担い手になっていると言えるでしょう。

企業価値の創造経営の視点で綺麗に整理できる相模ゴム工業の戦略

JPR アナリスト：最後に相模ゴム工業の取り組みを少し整理させていただければと思います。企業価値の理論的な三要素は、売上成長、投下した資本に対する収益性、事業リスクの抑制、難しい言葉で言えば資本コストの抑制となります。ただ、これだと一般的には全く「感動しない」ので、JPR ではもっとワクワクする概念で整理しております。それは、「挑戦者としての社会貢献による成長、Growth のワクワク感」「全てのステークホルダーの絆による収益性と資産効率性の向上：Connection のワクワク感」「信頼・安心の向上：Confidence のワクワク感」という概念です。当社では、頭文字をとって GCC 経営® ※と名付けています。これが実践できれば、いわゆるマズローの心理学で整理された人間の持つ5つの欲求を満たし、幸せと企業価値の向上が同時達成できると整理しています。その概念を示したのが以下の図です。(インタビューは以上)

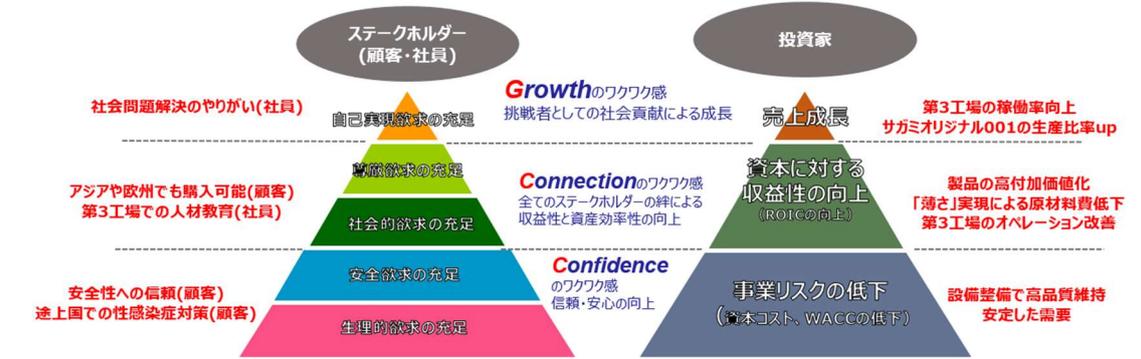
人間の欲求の5要素と企業価値の3要素を結びつけることで幸せと価値向上が同時達成



(出所) JPR 作成

GCC の考えで相模ゴムの取り組みを整理したのが以下の図です。

相模ゴム(5194)の取り組みと企業価値の長期的なドライバー



(出所) JPR 作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

超過利潤法のフレームワークで見た企業価値評価

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社へ経営者と社員と投資家を価値創造でつなぐ

超過利潤法による企業価値分析レポート

証券コード 5194

19年9月11日終値ベース、発行日2019年9月12日

JPR
Independent Research & Advisory

相模ゴム工業株式会社御中.

page 1/2

成長シナリオ次第で、株主価値は305億円。バリュージェットは126億円

貴社を投下資本、超過利潤価値、成長価値などに分解する超過利潤法によって分析した。業績や将来見通しなどをベースに試算した結果、株主価値は305億円と推計することが可能である。5年程度で売上高が110億円、営業利益が28億円、10年程度で売上高が197億円、営業利益が49億円、投下資本の売上高比が現在の196.8%で一定推移となる前提である。株主価値と時価総額のギャップは126億円あり（時価総額の70%）、期待形成によってはアップサイドあり。

①株主資本 65億円

- 直前四半期末の投下資本は129.9億円、投下資本/今期売上高の比は①196.8%と推計。有利子負債等を差し引いて非事業資産を加えた株主資本は64.5億円と推計。[株主資本 = 投下資本 - 有利子負債等 + 非事業資産]

②超過利潤価値 36億円

- 今期の税引後営業利益（NOPAT）は約8.3億円、NOPATマージン（NOPAT÷売上高）は②12.6%と推計。②÷①で算出される投下資本利益率（ROIC）は6.4%となる。
- 投下資本に対し投資家が要求する最低限のリターン、加重平均資本コスト（WACC）について、JPRIは株価、財務戦略、事業リスク等から5.0%と推計。1円の投下資本から創出する企業価値の割合を示すROIC/WACCは1.3倍となる。
- これをベースに今期の超過利潤を推計すると1.8億円と推計される。今期のEVAの永久価値（超過利潤価値）は超過利潤÷WACCで計算され、36億円と推計される。

③成長価値 205億円

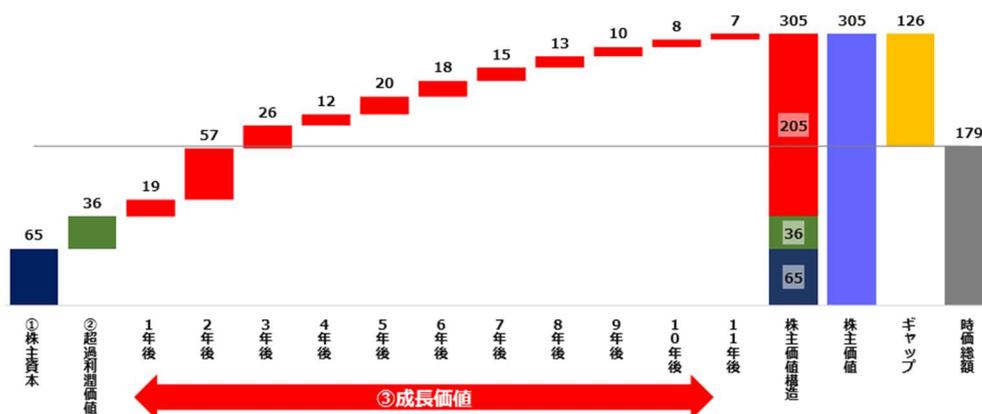
- 5年後の売上高が110億円、営業利益が28億円となる前提等で、成長価値は205億円と推計。

うち非事業資産 4億円

- 月商1.5か月を超えた現預金など、事業に投下した資本以外の資産は4億円と推計。

超過利潤法による株主価値構造とバリュージェット分析

[単位：億円]



[FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用して作成、2019年09月11日時点]

Copyright © J-Phoenix Research Inc. All rights reserved.

本レポートは予想・見直し・目標・計画等の将来に関する事項が記載されています。これは当社が本資料作成時点において入手した情報に基づき、当該時点における予測と解釈として作成されたものです。この内容では一時的な価格変動を反映して、一時的な利益・収益は当社の予測と異なる可能性があります。また、様々なリスクや不確定要素が存在し、あるいは将来においてこれらの予測は実現しない可能性があります。その為、本資料に記載されている予測・見直し・目標・計画等の将来に関する事項について、当社をこれらの情報と最終的な投資判断を行うに際しては慎重に検討してください。本資料の正確性、完全性、公平性及び信頼性を保証するものではありません。従って、本資料を利用した結果生じたいかなる結果についても、当社は一切責任を負いません。お問い合わせ先: <http://j-phoenix.com/contact.html>

ROIC・超過利潤レポート：相模ゴム工業株式会社（5194 東証二部）

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社へ経営者と社員と投資家を価値創造でつなぐ
超過利潤法による企業価値分析レポート 証券コード 5194 2019年9月11日終値ベース、発行日2019年9月12日

JPR
Independent Research & Advisory

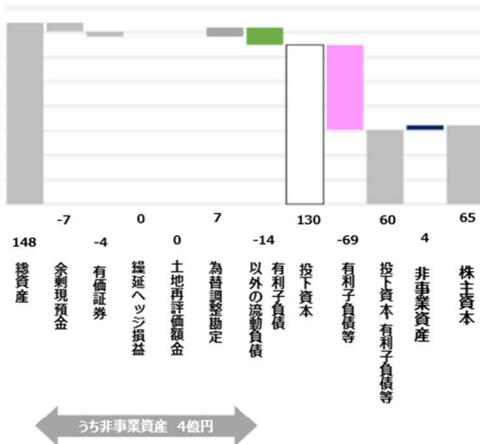
相模ゴム工業株式会社御中.

page 2/2

① 投下資本・株主資本

2020年3月期会社計画の売上高66億円に対する投下資本の割合
運転資本 53.1% 固定資産 143.7%

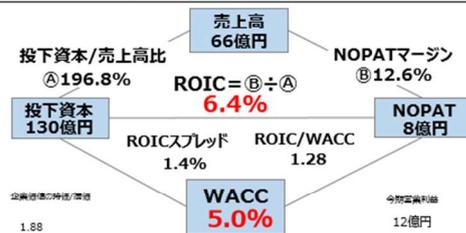
[単位：億円]



② 超過利潤価値



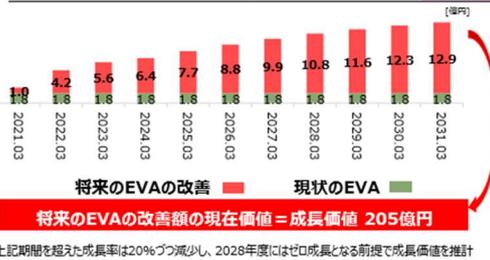
2020年3月期会社計画の超過利潤のドライバー



③ 成長価値

過去の成長率や業績動向等からJPRが前提設定

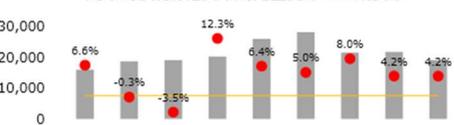
年度	JPR予測1年後	JPR予測2年後	JPR予測3年後	JPR予測4年後	JPR予測11年後
売上高	70	80	100	110	197
前年比成長率	6.1%	14.3%	25.0%	10.0%	4.1%
営業利益	14.0	20.0	25.0	27.5	49.3
営業利益率	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
NOPAT	9.7	13.8	17.3	19.0	34.1
NOPATマージン	13.8%	17.3%	17.3%	17.3%	17.3%
投下資本/売上高	196.8%	196.8%	196.8%	196.8%	196.8%
ROIC	7.0%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
WACC	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%



過去の業績（今期は会社計画）

	2016.03	2017.03	2018.03	2019.03	今期計画
売上高	49	57	59	63	66
成長率	-1.6%	17.7%	3.5%	5.9%	5.5%
営業利益	6.2	16.6	14.8	11.2	12.0
営業利益率	12.8%	29.1%	25.0%	17.9%	18.2%
NOPATマージン	8.8%	20.1%	17.3%	12.4%	12.6%
投下資本/売上高	133.2%	126.7%	136.0%	163.1%	196.8%
ROIC	6.6%	15.9%	12.7%	7.6%	6.4%

[億円] 期末時価総額と四半期売上高のYoY成長率



[億円] 四半期売上高と営業利益率



[FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用して作成、2019年9月11日時点]

[1]全投下資本は資本市場から調達して事業に利用されている資産として以下の算式で計算 投下資本 = 総資産 - 売上高の月商 1.5 月を上回る現預金-短期有価証券 - 投資有価証券-繰り延ヘッジ損益 - 有価証券評価差額金 - 為替換算勘定 - 土地再評価額金 - 有利子負債以外の流動負債。[2]WACC (加重平均資本コスト) = 税引後支払利息利回り × D / (E + D) + 株主資本コスト × E × (E + D) E は時価総額、D は有利負債残高。株主資本コスト = リスクフリーレート + β × リスクプレミアム。β = 東証の日次リターン (X) とメディカルシステムネットワーク社 (以下 MSN 株) 株価日次リターン (Y) の一時回帰式の係数。β = [XY の相関係数] × [ボラティリティインデックス(VI)]。[VI] = [Y の標準偏差] ÷ [X の標準偏差]。一回帰式の決定係数が 0.3 以上は、一回帰式の係数を β とする。決定係数は 0.3 未満の場合は、MSN 社の所属する業界平均の無負債 β から推計した業界相関係数と MSN 社の VI から β を推計。リスクフリーレートは国債利回り、リスクプレミアムは時価総額に応じて 5-7%。日次リターンは過去 5 年間。

ディスクレーム

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ/株式会社アイフィスジャパン（以下、発行者）が、「ANALYST NET」のブランド名（登録商標）で発行するレポートであり、外部の提携会社及び JPR アナリストを主な執筆者として作成されたものです。

- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております）。
- 発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。
- 執筆者となる外部の提携会社及び JPR アナリスト：は、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及び JPR アナリスト：は対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。