

MARGIN OF SAFETY

BALANCE OF POWER

MANAGEMENT ANALYSIS



特色あるメディカルとプラスチックのゲンゼへ

2022年6月



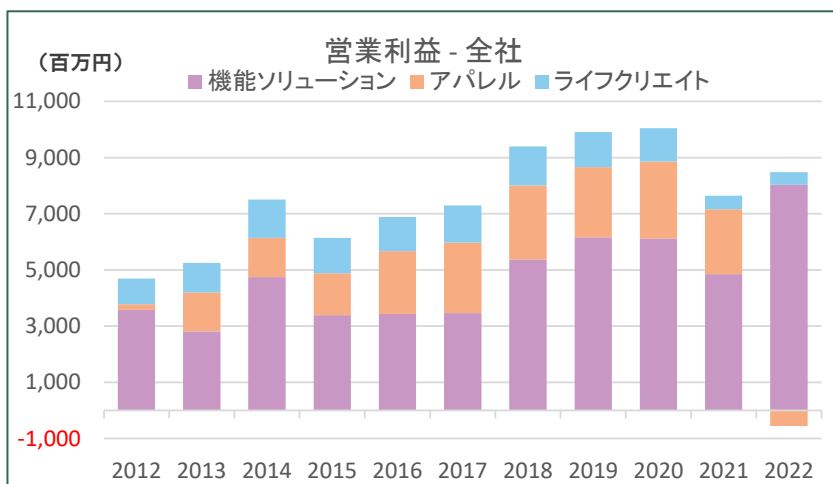
「メディカルとプラスチックのグンゼ」へと変革の時

- 機能ソリューション事業で営業利益のほぼ100%を稼ぎ出すこととなった今こそ、繊維会社・アパレルメーカーとしてのアイデンティティから脱皮するベストタイミング
- 貴社の現状に詳しくない市場参加者は、未だに「グンゼ」と聞いて「低バリュエーションの古い繊維メーカー」と想像してしまうケースが多いものと推察。IRを通じ、積極的に進めてきた事業構造の転換と、主たる利益源泉がメディカル・プラスチック領域である点を印象付けるための施策は数多くある
- 低収益性から抜け出せないアパレル事業については、個別の製品群やターゲット群ごとに常に厳しくROICを計測すると共に、M&Aを含め聖域なく改革案を速やかに策定・推進。アパレル事業にメスを入れない限り、全社ベースの低評価から抜け出すことは困難
- 不動産については、稼ぎ頭の機能ソリューション事業とのシナジーを詳しく精査し、株式市場にも効果的に伝達していく必要

グンゼの利益はメディカルとプラが稼ぎ出す



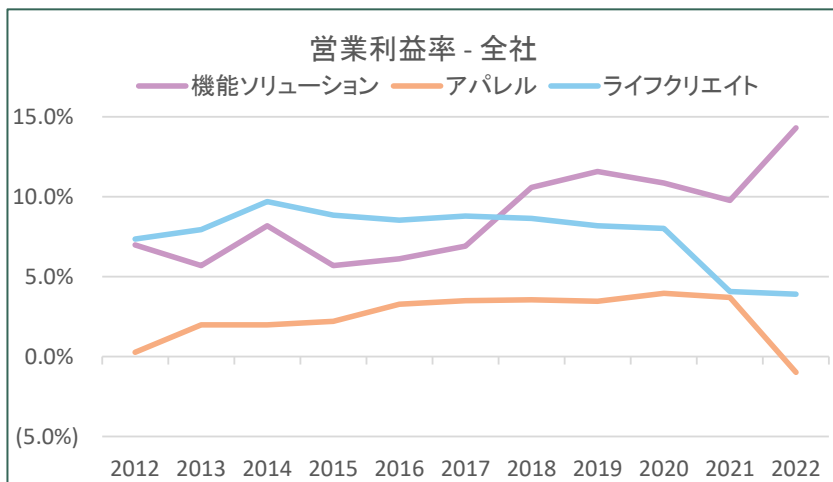
- 今やグンゼの利益はほぼ100%機能ソリューション事業が稼ぎ出す状況。プラスチックフィルムの順調な成長と、エンプラ・メディカルの躍進が際立つ



営業利益 - 機能ソリューション

(百万円)

CONFIDENTIAL



営業利益率 - 機能ソリューション

CONFIDENTIAL

グンゼの株式市場での評価は低迷している



- 機能ソリューション事業での順調な成長があっても、全社ベースでは利益成長が鈍化・縮小していることが注目され貴社株式のバリュエーションは過去10年で見ても非常に低位で推移

PBR の推移



EV / EBITDA の推移



SOTPによる価値試算



- 貴社株式を保有事業ごとに評価すると、過去実績を基にした非常に簡単かつな分析でも4,700円程度は最低限の値付けとなる
- 事業ポートフォリオ経営の要諦は、値打ち（バリュエーション）の高い事業に経営資源（ヒト・モノ・カネ・時間・情報・マインドシェア）を配分し、低い事業からは撤退すること

(百万円)	営業利益	D&A	EBITDA 実績	適用 EV/EBITDA	セグメント EV
アパレル事業	(557)	1,367	810	6.9x	5,571
機能ソリューション事業 フィルム・樹脂加工 メディカル	CONFIDENTIAL				
ライフクリエイイト事業	453	1,698	2,151	7.6x	16,242
SOTPによるEV					99,282
セグメント未配賦部分	(3,049)	472	(2,577)	7.0x	(18,039)
全社ベースEV					81,243
ネットデット					(16,696)
潜在的な株式価値					97,939
発行済み株式総数 (百万株)					17.28
SOTPによる理論株価					5,669
株価ギャップ					52.0%

ご参考：比較対象企業一覧



(百万円)	時価総額 Jun.2	売上高 FY-I	EBITDA FY-I	純利益 FY-I	EV/EBITDA	PER	PBR	ROE	配当 性向 FY-I	配当 利回り
ゲンゼ	67,503	124,314	11,071	3,013	4.6x	17.4x	0.6x	2.7%	82.9%	3.9%
アパレル事業										
ワコール	136,934	172,860	11,198	4,608	9.9x	23.2x	0.6x	2.1%	67.5%	3.9%
しまむら	408,999	583,618	55,331	35,428	3.9x	11.1x	1.0x	9.0%	24.7%	2.2%
アダストリア	110,483	201,582	13,666	4,917	6.9x	15.7x	1.8x	9.5%	50.6%	1.8%
アパレル平均値					6.9x	16.7x	1.1x	6.9%	47.6%	2.6%
機能ソリューション事業										
フィルム・樹脂加工										
フジシール	94,695	170,321	18,685	6,117	4.1x	13.9x	0.8x	6.1%	31.3%	1.9%
東洋紡	94,303	375,720	48,510	12,865	4.9x	7.2x	0.5x	8.4%	27.6%	3.8%
住友ベークライト	229,108	263,114	38,108	18,299	4.7x	9.8x	0.9x	8.5%	26.9%	2.7%
ユニチカ	13,456	114,713	11,251	2,223	7.6x	11.2x	0.8x	5.6%	0.0%	0.0%
フィルム・樹脂加工平均値					5.3x	10.5x	0.7x	7.2%	21.5%	2.1%
メディカル										
ニプロ	176,603	494,789	70,046	13,455	8.1x	10.8x	0.9x	8.2%	32.7%	3.0%
朝日インテック	512,844	61,507	17,614	9,984	27.9x	48.8x	4.4x	12.6%	30.0%	0.6%
メディキット	43,462	20,130	5,693	2,993	2.5x	13.6x	0.8x	6.7%	33.7%	2.6%
メディカル平均値					12.8x	24.4x	2.1x	9.2%	32.1%	2.1%
ライフクリエイト事業										
東祥	52,990	27,319	7,007	2,424	7.0x	57.3x	1.4x	6.8%	9.5%	0.1%
ルネサンス	20,246	37,120	3,106	513	7.8x	32.3x	1.7x	5.0%	22.1%	0.9%
セントラルスポーツ	28,184	40,338	3,140	1,540	7.8x	17.8x	1.2x	6.7%	29.8%	1.7%
ライフクリエイト平均値					7.6x	35.8x	1.4x	6.2%	20.5%	0.9%



事業ポートフォリオマネジメントの考え方

SECTION I



経営者も投資家も資源配分こそが本分



アセットオーナー（年金・大学基金など）

最終受益者（国民・年金受給者...）の資産を大きくするため、運用会社に運用を委託・配分



「良い投資」によるリターンの提供（運用収益）
投資背景の説明、投資先についての対話

アセットマネージャー・運用会社（含む弊社）

顧客資産を大きくするため、企業の株式に投資・ポートフォリオを構築



「良い経営」によるリターンの提供（株価上昇、還元）
経営状況、方針についての説明・対話

- 連結で見ると業績が落ちている...
- 機能ソリューション事業の中身が分かりにくい...
- アパレルは続けて勝てるのか...？
- 本業に関係なさそうな事業がある...

グンゼ取締役会・経営陣

明日をもっと、こちよく

GUNZE

事業・資産・人・技術に経営資源を適時適切に配分することで、
事業を成長させ、会社の価値を最大化

機能ソリューション事業

フィルム/エンプラ/電子部品/
メディカル/メカトロ

アパレル事業

インナー/レッグ/繊維...

ライフクリエイト事業

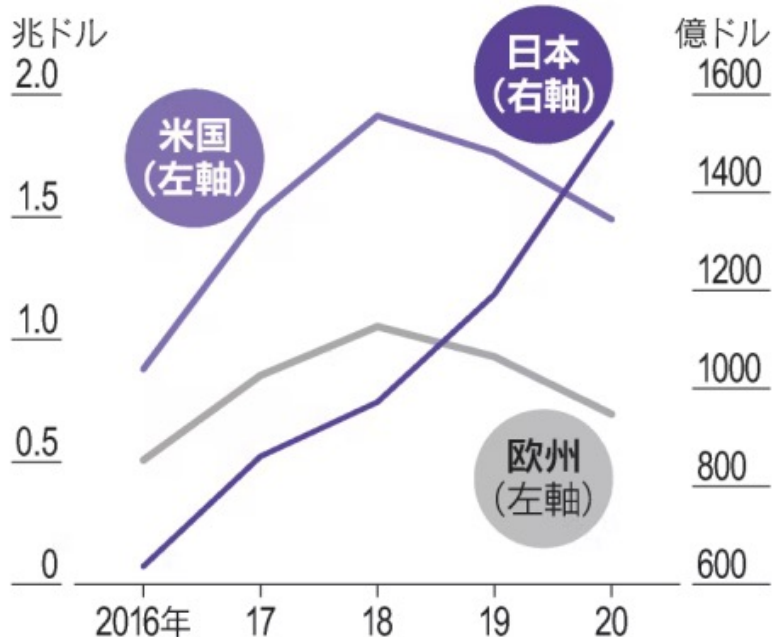
デベロッパ/スポーツクラブ/
緑化/温浴...

M&A巧者は事業売却を価値向上のツールとしている



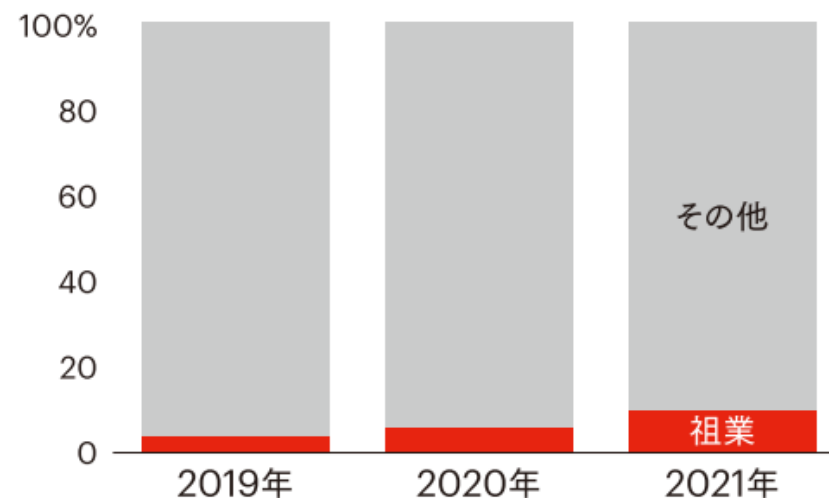
- 相対的に収益性の低い電子部品事業の一部や日本橋旧東京支社ビルの売却を決定されたように、貴社にはポートフォリオ改革の考えが既に浸透しているものと拝察。売却巧者としての今後の差配に注目しています

日本は一貫して事業売却が増加



“祖業”売却の重要性が継続して増加

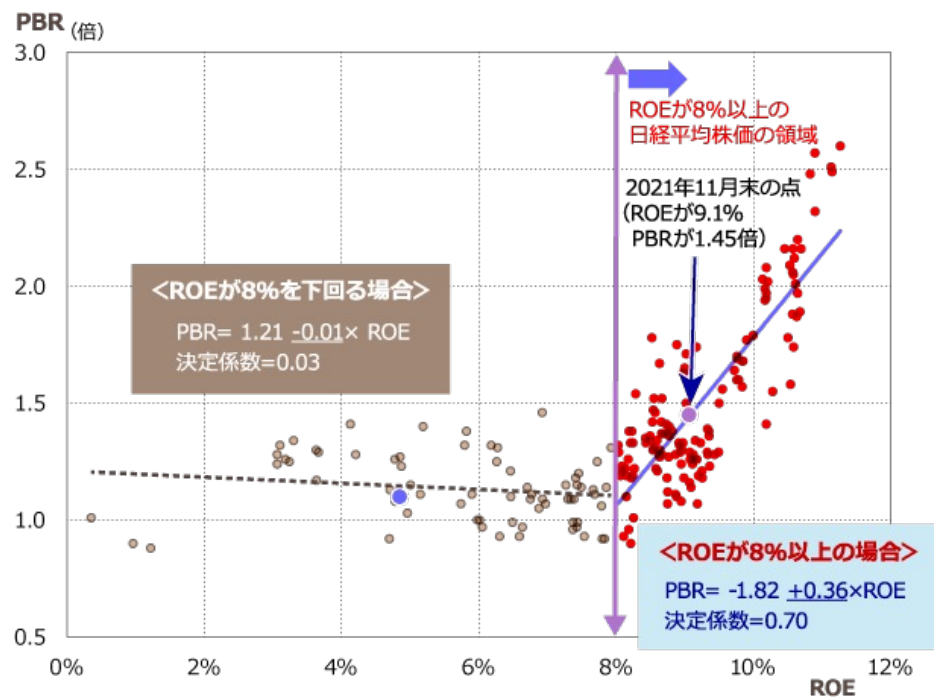
日本企業による売却ディール規模上位50件
(国内または海外M&Aのディール件数)



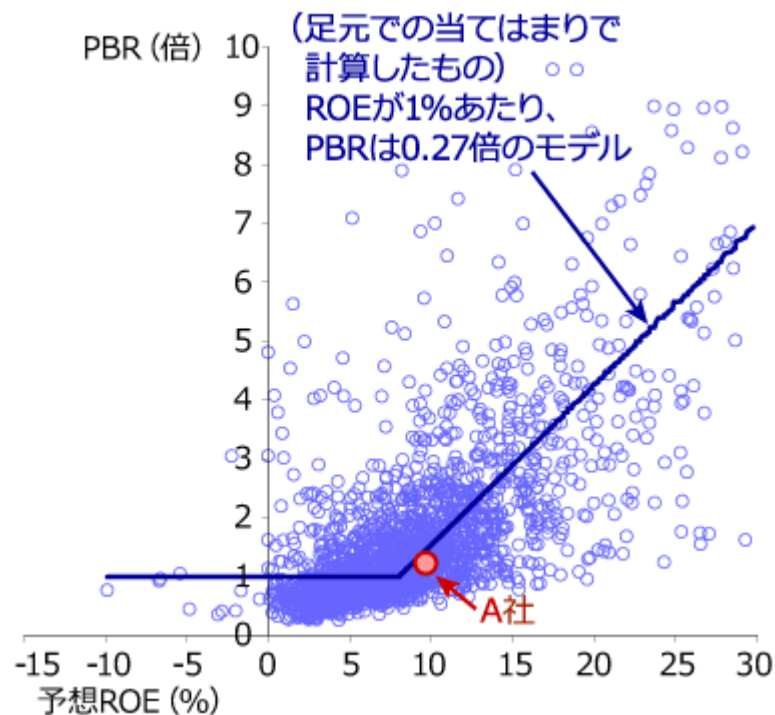
ROE8%未満の日本企業はそもそも評価対象外

- ROE8%という線引きは伊藤レポートにより外挿されたものである側面もありつつ、実際にデータを測定してもROE8%未満は評価されていない、検証されてすらいないことが示唆される

日経平均を用いた分析



個別銘柄を用いた分析





より効果的なIR戦略

SECTION 2



投資担当者は時間がなく、気が短い



- 力の入った先般の決算・中計説明会でも投資家から見ると無数に詰めこまれたスケジュールのうちのほんの一瞬。他の上場企業と投資担当者の時間・マインドシェアを奪い合っている状況

今日 < 2022年5月 >

日 週 月 一覧

説明会方法

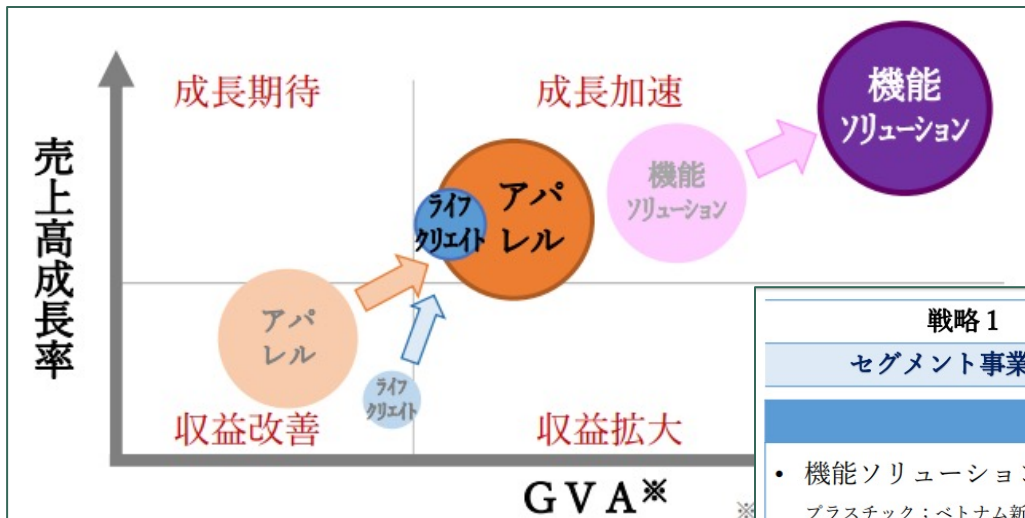
📺 会場 📺 LIVE 📞 電話 📺 録画

月	火	水	木	金
23	24	25	26	27
10:00 グロープライド (7990) 📺 📺 📺	10:00 亀田製菓 (2220) 📺 📺 📺	9:00 ウィルグループ (6089) 📺 📺	9:00 遠藤照明 (6932) 📺	9:00 大阪製鐵 (5449) 📺
10:00 ウイン・パートナーズ (3183) 📺 📺 📺	10:00 グンゼ (3002) 📺 📺 📺	9:00 東邦システムサイエンス (4333) 📺	9:30 トーヨーカネット (6369)	10:00 長瀬産業 (8012) 📺
11:00 大建工業 (7905) 📺	10:00 千葉銀行 (8331) 📺 📺 📺	10:00 タクマ (8013)	10:00 兼松エレクトロニクス (8096) 📺 📺	10:00 理想科学工業 (6413) 📺
13:00 フリユー (6238) 📞	10:00 福井コンピュータホールディングス (9790) 📺	10:00 加藤産業 (9889) 📺	10:00 ブルドックソース (2804)	10:00 レンゴー (3941) 📺 📺
13:00 プロトコーポレーション (4298) 📺	10:00 JSR (4185) 📺	10:00 八千代工業 (7298) 📺	10:00 フランスベッドホールディング 📺 📺 📺	10:00 日本電波工業 (6779) 📞
13:00 ホーチキ (6745)	10:30 三浦工業 (8005) 📺 📺 📺	10:00 サンゲツ (8130) 📺 📺	10:00 テクノメディカ (6678)	10:00 イワキ (6237) 📺 📺
13:00 リニカル (2183) 📺 📺	10:30 ステラケミファ (4109) 📺	10:00 日油 (4403) 📺	10:00 ダイキョーニシカワ (4246) 📺	10:00 KSK (9687)
13:00 新光商事 (8141) 📺	10:30 TDCソフト (4687) 📺	10:00 日本カーバイド工業 (4064) 📺	10:00 メディネット (2370) 📺	10:00 京三製作所 (6742)
13:00 石原産業 (4028)	10:30 TOA (6809) 📺 📺	10:00 群馬銀行 (8334) 📺 📞	10:00 ゴールドワイン (8111)	10:00 養命酒製造 (2540) 📺
13:00 アイベットホールディングス (7339) 📺 📺	11:00 プロシップ (3763) 📺	10:00 新東工業 (8339)	10:00 ソーダニッカ (8158)	10:00 シキボウ (3109) 📺
13:30 バンドー化学 (5195) 📺	11:00 イチネンホールディングス (9619) 📺	10:00 丸文 (7537) 📺	10:00 アネスト岩田 (6381) 📺 📺	10:00 電気興業 (6706) 📺
13:30 関東電化工業 (4047) 📺 📺	11:00 日本基礎技術 (1914) 📺	10:00 メルコホールディングス (6678) 📺	10:30 ダイコク電機 (6430) 📺 📺	10:00 東海東京フィナンシャル・ホールデ 📺 📞
14:00 安藤ハザマ (1719) 📺	11:00 三重交通グループホールディングス (3232)	10:30 日本農業 (4997) 📞	10:30 コロナ (5909) 📺	10:30 ニチバン (4218) 📺 📺 📺
14:00 ふくおかフィナンシャルグループ (8 📺 📺 📺	13:00 日鉄物産 (9810) 📺 📺	10:30 フコク (5185) 📺	10:30 オプティマスグループ (9268) 📺	10:30 信和 (3447) 📺
15:00 朝日放送グループホールディングス (94 📺	13:00 プレミアムウォーターホールディングス 📺	11:00 コニシ (4956) 📺	11:00 黒崎播磨 (6352) 📺 📺	10:30 やまや (9994) 📺
15:00 広栄化学 (4367)	13:00 高千穂交易 (2676) 📺	11:00 シグマクシス・ホールディングス (6088) 📺	11:00 河合楽器製作所 (7952) 📺	13:00 旭有機材 (4216) 📺
15:30 オイレス工業 (6282) 📺	13:00 おきなわフィナンシャルグループ (7350) 📺	11:00 ダイハツディーゼル (8023) 📺	12:30 住友理工 (5191)	13:00 フジッコ (2908) 📺
15:30 静岡銀行 (8355) 📺	13:00 燐ホールディングス (9628) 📺	11:00 ニッタ (5186) 📺	13:00 高島 (8007) 📺 📺	13:00 ジーエルサイエンス (7705) 📺
15:30 FRONTIER (2158) 📺	13:00 KNT-CTホールディングス (9726) 📺	11:00 前澤化成工業 (7925) 📺	13:30 日本ドライ工業 (6490) 📺	13:30 北川精工 (6317) 📺

貴社IR資料のファーストインプレッション



- 中計の内容は総花的でフォーカスが伝わり辛いとの印象。多くの投資家が注目する利益で見た場合、3事業はもはや並列の関係にはなく「機能ソリューション+その他」の関係
- 一瞬でポイントを理解させるスライド作りのため①ワンスライドワンメッセージ ②できるだけシンプルで、図表を活用し、フォーマットに統一感を持たせる 工夫が必要



戦略1	戦略2	戦略3
セグメント事業戦略	新規事業創出	経営基盤強化
成果		課題
<ul style="list-style-type: none"> 機能ソリューション事業の伸長 プラスチック：ベトナム新工場稼働、グローバル製販体制構築 エンブラ：主力江南工場のクリーン化完成、半導体・医療分野伸長 メディカル：GMJ^{※1}設立・MUA^{※2}のM&Aなど更なる成長への体制構築 アパレルの差異化戦略によるレディスインナーとEC拡大 接着無縫製、キリッパなど伸長、AIRZ上市・拡販 次世代型リチウムイオン電池フィルムの事業化推進に光明 不採算事業・遊休不動産の整理による資本効率向上 電子部品事業の構造改革推進、東京支社ビル・前橋リリカ・工場跡地・寮社宅等売却 		<ul style="list-style-type: none"> 継続した新規事業の創出 外部環境変化、新常态への対応力強化 レグウエア、スポーツクラブ等 課題事業の収益改善推進 ヒトと組織の更なる連携と結集 デジタル技術を活用した業務革新、 ビジネスモデル変革の追求

※1 グンゼメディカルジャパン株式会社の略称 ※2 株式会社メディカルユーアンドエイの略称

業界の垣根を越えたベストプラクティス



- 毎回の決算説明資料に、現在機能ソリューションが利益源泉の企業となっていること、当該事業で展開する製品・サービスと市場での位置付けを示すスライドが入っていることが望ましい

事業ポートフォリオ		NIKKISO	
景気変動や産業構造の転換に対してバランスの取れたポートフォリオを運営			
	事業特性	主な取組み・施策	売上規模(億円)
産業ガス	<ul style="list-style-type: none"> 市場はGDPの伸びに連動 長期的に安定した成長が期待される 地産地消 	<ul style="list-style-type: none"> コロナ禍でも病院用酸素や半導体用原材料ガス等需要は底堅く、インド工場での低コスト生産を進め、途上国の市場開拓を強化 	160 (18%)
石油化学	<ul style="list-style-type: none"> グローバルサプライチェーンにおいて、地域・業態による需給の変化で成長・収縮市場が大きく変化 	<ul style="list-style-type: none"> 中国や中東でのサプライチェーンの変化を捉えた生産・営業体制の構築 	320 (35%)
医薬・半導体等 (ハイテク)	<ul style="list-style-type: none"> 先端技術への大型投資に大きく依存 	<ul style="list-style-type: none"> 石油化学や積層セラミックコンデンサ等で培った実績を基に、バイオ医薬品や5G等の新アプリケーションを開発 	50 (6%)
エネルギー	オイル&ガス	<ul style="list-style-type: none"> 各国の短期的なエネルギー需給関係とエネルギー政策を中心にこれまで非経済的と思われていた要因を含め、様々な要因で市場形成が中長期的にダイナミックに変化 	50 (6%)
	原子力/火力発電	<ul style="list-style-type: none"> 各国の一次エネルギーの入手可能性とエネルギーミックス -地政学や低・脱炭素化、環境負荷低減 	40 (4%)
	低炭素(LNG/LPG)	<ul style="list-style-type: none"> インフラ機器の供給は、グローバル化したサプライチェーンでの競争 	270 (30%)
	脱炭素化		10 (1%)
			計 約900億円

投資家向け事業説明会（個人・英訳含む）



- メディカルか機能ソリューション事業だけを取り出した事業説明会の開催を推奨
- 最近ではWeb説明会で英語同時通訳を含むケースもあり、広く投資意欲を喚起するのに最適

開催概要

オンライン事業説明会（工作機械事業）

・開催日時：2022年6月28日(火)15:30~16:30

・説明者：代表取締役社長 古川 健一

専務取締役 塚本英樹

工作機械事業本部 副本部長 吉田伸一

工作機械事業本部 事業企画統括部 副統括部長 青木新一

このたび、当社では、機関投資家・アナリストの皆様を対象とした、事業説明会を開催することになりましたのでご案内申し上げます。
今回の説明会では、当社の祖業であり主力事業である工作機械事業につきまして事業概要や事業環境、今後の経営戦略等を事業部の責任者よりご説明させていただきます。この機会を通じまして、当社の工作機械事業についてのご理解をより一層深め、ご多用中のこととは存じますが、ご参加の程、何卒よろしくお願い申し上げます。

Briefing of the financial results for the fourth quarter of the fiscal year ending March 2022

Q4 2021
Financial Results
(April 2021 to March 2022)

 JSR Corporation

I will explain financial results in Q4 2021 based on presentation material.

DISCLAIMER



Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.

Tel: +65 6931 3914

Email: info@hibiki-path-advisors.com

Website: www.hibiki-path-advisors.com

Address: 39 Temple Street, #02-01 Singapore (058584)

Capital Market Services License (Singapore) – CMS100710-1

■ Important Information: This document is prepared and issued by Hibiki Path Advisors Pte. Ltd. (HPA) and has not been reviewed by any regulatory authority. This document does not constitute an offer, recommendation or solicitation to buy or sell any security or enter into any other transaction. Its content must not be reproduced, distributed or transmitted without the prior written consent of HPA. Past performance is not indicative of future performance or returns. HPA does not guarantee or make any representations or warranties that any performance or returns referred to in this document will be achieved by the investment. This document contains general information only. HPA does not purport to provide any investment, financial, legal or other expert advice or recommendation in this document. You must not rely on this document as any such advice or any offer, recommendation or solicitation to buy or sell any security or to implement any investment strategy.