

ホリスティック企業レポート

ナガオカ

6239 東証 JQS

フル・レポート
2015年11月6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 20151104

石油関連プラントや取水設備向けにスクリーンを提供する企業 今後の成長の鍵を握る水処理関連装置「ケミレス」の拡販動向に注目

1. 会社概要

- ・ナガオカ(以下、同社)は、石油関連プラントの内部装置(スクリーン・インターナル)や地下水の取水用スクリーンなどの中核部品を提供する。
- ・同社は単なる部品メーカーではなく、石油関連プラントや取水に関するソリューションプロバイダーと位置づけられ、今後は水処理関連が成長機会となる。

アナリスト: 藤野敬太
+81 (0) 3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

	2015/10/30
株価(円)	1,290
発行済株式数(株)	2,101,000
時価総額(百万円)	2,710

2. 財務面の分析

- ・10/6期~15/6期は、売上高は年平均10.2%の成長率で拡大してきた。経常利益は13/6期以降は2~4億円の水準で推移してきた。
- ・他社との比較では、直近での成長性の高さが目立ち、収益性も総じて優位にある。しかし、安全性の指標である自己資本比率が低い。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	9.6	11.7	11.4
PBR(倍)	1.0	0.8	0.7
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、1つの事業で蓄積された技術やノウハウを用いて次の事業をつくりだす市場開拓力にある。技術開発力の裏付けのほか、業界内の技術的なオピニオンリーダーとの強固なパートナーシップにより、業界内で不可欠な存在としてのポジションを確立している。

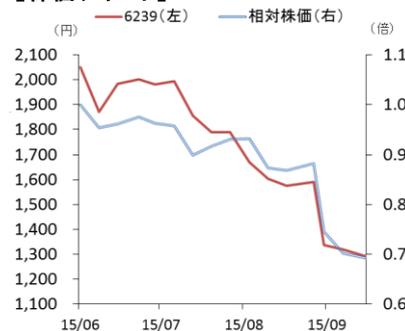
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-8.6	-34.8	-
対TOPIX(%)	-0.5	-24.7	-

4. 経営戦略の分析

- ・エネルギー関連事業および取水関連事業で安定的な収益を確保しながら、水処理関連の分野を成長事業と位置づけている。
- ・海水淡水化分野への参入の先に、水ビジネスでの設計から建設までを一括で請け負う企業(EPC企業と呼ぶ)への転換を見据えている。

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2015/6/29

5. アナリストの評価

- ・既存事業は、顧客の設備投資動向によって業績が変動する可能性がつきまとうが、06/6期以降10期連続で当期純利益の黒字を確保できたことから、うまく舵取りできるものとする。
- ・今後の成長は、その他事業に属する水処理関連の進捗にかかっている。特に実績が積み上がってきたケミレス(薬品を使わずに微生物で水処理をする装置)がどのような成長軌道を示すかに注目したい。
- ・直近2期連続の営業キャッシュ・フローの赤字や、借入に関する財務制限条項の存在など、財務面での安全性には留意しておく必要がある。

【6239 ナガオカ 業種：機械】

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)
2014/6	6,357	31.9	234	-30.9	243	-26.1	152	-17.9	103.5	1,055.4	0.0
2015/6	5,858	-7.9	257	9.8	412	69.1	216	41.5	134.5	1,328.8	0.0
2016/6 CE	6,187	5.6	382	48.3	353	-14.4	228	5.4	110.1	-	0.0
2016/6 E	6,230	6.4	396	54.1	359	-12.9	231	6.9	109.9	1,675.3	0.0
2017/6 E	6,650	6.7	379	-4.3	352	-1.9	238	3.0	113.3	1,783.8	0.0
2018/6 E	7,060	6.2	428	12.9	409	16.2	270	13.4	128.5	1,907.9	0.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

15年3月に1:100の株式分割を実施 15年6月の上場時に100,000株の第三者割当増資を実施 15年7月にオーバーアロットメント分の50,000株を発行

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 競合他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 石油関連プラントや地下水取水設備のキーパーツサプライヤー

ナガオカ(以下、同社)は、石油関連プラント用や取水用のスクリーンのサプライヤーである。特に石油関連プラントにおいては、プラントの心臓部に使われるスクリーン・インターナルと呼ばれる製品を提供している。

石油関連プラントの建設や地下水取水設備工事の商流の中で、各業界内の技術的なオピニオンリーダーとの強固なパートナーシップを構築することで事業を拡大してきた。その結果、キーパーツのサプライヤーとして、各業界内で必要不可欠な存在となっている。

◆ 提供しているのは部品というよりもソリューション

スクリーンというキーパーツのサプライヤーではあるが、単なる部品メーカーではなく、石油関連プラントや取水設備に必要なソリューションを提供している企業と捉えた方が同社を見る上で適切であろう。過去、事業領域を拡大させてきた過程で、製品の単品販売から、いくつかの製品を組み合わせるシステム販売、顧客のビジネスのプロセスの一部を丸ごと提供するプロセス販売へと発展してきたからである。そのことは、今後の成長事業として位置づけられている水処理関連の製品に、必ずしもスクリーンが使われているわけではないことにも表れている。これらの水処理関連分野の動向次第では、小規模ながらも水関連ビジネスの EPC^{注1} 企業となる可能性を秘めている。

◆ 3つのセグメントに分類される

同社の事業は、エネルギー関連、取水関連、その他の3つのセグメントに分類される。エネルギー関連は石油関連プラントの心臓部に使われるスクリーン・インターナル、取水関連は井戸で使われる取水スクリーンを扱う。その他は主に、今後の成長事業と位置づけられている水処理関連の装置を扱う(図表1)。

注1) EPC

Engineering(設計)、Procurement(調達)、Construction(建設)の頭文字をとったもの。プラント建設等において、エンジニアリングの設計、資機材調達、製作、建設工事を含む一連の工程を請け負う事業者のことを言う。

【図表1】セグメント別売上高・営業利益

(単位：百万円)

セグメント		売上高			営業利益			
		14/6	15/6	前期比	14/6	15/6	前期比	営業利益率
報告 セグメント	エネルギー関連	5,065	3,872	-23.5%	403	199	-50.6%	5.2%
	取水関連	755	961	27.4%	20	57	177.7%	6.0%
その他		536	1,023	90.7%	-189	1	黒転	0.1%
合計		6,357	5,858	-7.9%	234	257	9.8%	4.4%

(出所) ナガオカ有価証券届出書および有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ メーカーというよりはソリューションプロバイダー

同社は石油関連プラント用や取水用のスクリーンのメーカーとされている。しかし、同社の製品には、後述する「ケミレス」のように、スクリーンを用いていないものもある。そのため、単なるスクリーンのメーカーというよりも、「液体、固体、気体の特性を活かしてコントロールし、必要な部分だけを物理的に抽出する」ソリューションのプロバイダーと捉える方が適切である。

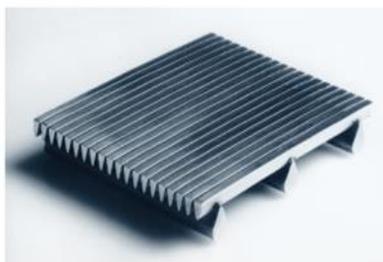
◆ ナガオカスクリーン

ナガオカスクリーンは、同社のソリューションを実現するための中核製品である。

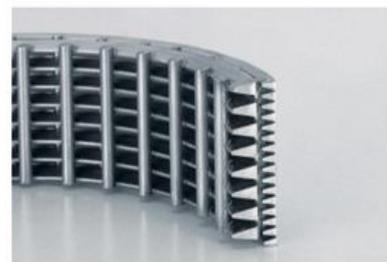
一般的に、物理的に通過できるかどうかによって、固体と液体（または気体）を分離するのが、スクリーンである。特に、固体と液体（または気体）を分離するために用いられることが多い。何を通すか、または通さないかによって、開口率を変えて設計していく。

開口率は、目詰まりや強度などにも影響する。ナガオカスクリーンは、線材を三角形にするなどして、目詰まりを起こしにくくすると同時に、強度を高くした点に特徴である（図表 2）。そのため、高温、多湿、高腐食といった厳しい環境下でも長く使うことが可能となり、石油関連プラントや取水のための地下といった、劣悪な環境で使われる。

【図表 2】ナガオカスクリーン



石油精製、石油化学プロセス用
ナガオカスクリーンインターナル



地下水取水用ナガオカスクリーン

(出所) ナガオカウェブサイト

ナガオカスクリーンを用いて、後述するエネルギー関連事業や取水関連事業が展開されている。

◆ エネルギー関連事業 1～使われる場所はプラントの心臓部

現在、同社のソリューションが最も使われているのが、石油精製・石油化学などの石油関連プラントの心臓部である。

石油関連プラントは、原油を石油製品に転換するための巨大装置である。石油化学では、原油をいったんナフサに変え、ナフサを化学反応させて様々な2次・3次製品をつくる。この化学反応を起こすために触媒が使われる。プラントの心臓部とも言える反応塔という場所で、化学反応に最も適するように触媒を配置し支えるための中核機器が、スクリーン・インターナル（以下、SI）である。同社はこのSIを石油関連プラントに納入している。

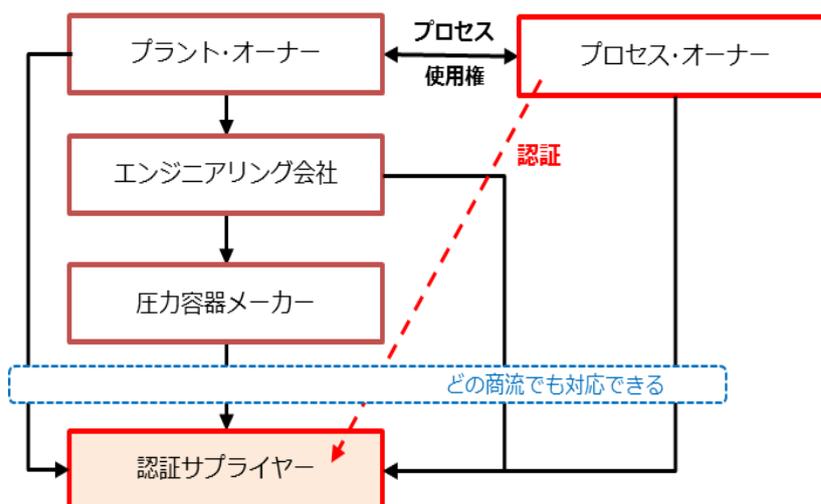
◆ エネルギー関連事業2～石油関連プラントの建設のプレイヤー

石油関連プラントの建設には、以下のプレイヤーが関与する。

1. プロセス・オーナー
2. プラント・オーナー
3. エンジニアリング会社
4. 圧力容器メーカー
5. 部品メーカー（認証サプライヤー）

石油関連プラントは、製法特許・ノウハウの塊である。これらの特許やノウハウは、プロセス・オーナーが管理している。プラントを建設しようとするプラント・オーナーは、まずどのプロセスを使って建設するかを選択する。プロセスが決まったら、プロセス・オーナーから使用権の供与を受け、その後、エンジニアリング会社、圧力容器メーカー、部品メーカー（認証サプライヤー）を選んでいく（図表3）。

【図表3】石油化学プラント建設業界のプレイヤー



(出所) ナガオカ有価証券報告書より証券リサーチセンター加筆

◆ エネルギー関連事業3～プロセス・オーナーとの強い関係

プロセス・オーナーは、プラント・オーナーに対し、プラント全体の性能を保証する。保証に際しては、プロセス・オーナーが認証した部品メーカー（認証サプライヤー）からの製品購入が条件となっている。同社は SI の分野では、日本で唯一の、世界でも同社を含め 4 社しかない認証サプライヤーの一家である。

同社を SI の認証サプライヤーとしているプロセス・オーナーは 9 社あり、石油関連プラントの大半を網羅していると言っても過言ではない（図表 4）。また、同社にとっては、どのプレイヤーからの発注でも対応できるため、発注元がどこか（どこが納入先か）ということとはさほど大きな問題ではない。プラント建設時に、プラント・オーナーがどのプロセスを選ぶか、また、プロセス決定後にどの認証サプライヤーの SI が使われるかが重要である。

【 図表 4 】 ナガオカを認証しているプロセス・オーナー

認証年	プロセス・オーナー
76	IFP/アクセンス
78	UOP LLC
78	ダウ・ケミカル
81	バジャー/ストーン&ウェブスター
81	ABB・ルーマス
90	ケロック/KBR
91	トプソー
06	シェル
06	シェブロン
09	トプソー（再認証）

(出所) ナガオカ会社案内

これらのプロセス・オーナーのうち、特に重要なのが、この分野でのリーディングカンパニーである UOP LLC（以下、UOP 社）である。石油精製・石油化学・ガスプロセス業界における 36 の技術のうち、31 を UOP 社の技術が占めている。世界のガソリンの 60%以上、パラキシレン(ポリエステルの原料)の 67%以上、生分解性洗剤のほぼ 90%、輸送が容易になるよう処理された LNG ガスの 40%が、UOP 社のプロセスで生産されている。同社の売上高のうち、UOP 社のプロセスで使用される製品に関連する売上構成比は、15/6 期で約 53%（直接取引 15%、間接取引 38%）と大きなウェイトを占めている。

◆ 取水関連事業 1～浅井戸が得意

飲料水などの水道水源には、川や湖などの地表にある表流水と、地下にある地下水という 2 種類がある。同社のソリューションの対象は、地下水の取水（井戸）であり、そのための取水用スクリーンを製品として提供している。

井戸は、どの地層の地下水を目指すか、つまり、地表からどの程度深く掘るかによって、深井戸と浅井戸に分類される。また、井戸の種類に関係なく、井戸の性能は、どれだけ多く取水できるかと、どれだけ長持ちするか の 2 点によって決まる。取水スクリーンは、地中の地層の砂を井戸内に流入させることなく、地下水のみを取り出すために使われる、井戸の性能を決める中核部品である。

深井戸は、深く掘る性質上、細くて長い。十分な水量を確保するには数多くの井戸が必要となり、取水スクリーンも自ずと汎用品の製品分野となる。当然、競合が多くなる。

一方の浅井戸は、浅い分、大きく作ることができる。ただし、地層と接する面積が大きくなるために、地層の砂が混ざらないようにするためのコントロールが難しい。その結果、地層の特徴に合わせて調整しながら井戸を作ることになり、取水スクリーンも、一品受注の分野となる。同社は浅井戸用を得意としている。

一般的に、水を多く取るためには、水の流入速度を速くすることになる。流入速度は開口率と反比例の関係にあり、開口率が小さい（スクリーンの目が細かい）ほど、流入速度が速くなる。ただし、流入速度が速いと、砂も多く流入し、目詰まりもしやすくなるため、井戸の寿命が短くなる。

同社のスクリーンは、開口率を大きくすることで、目詰まりしにくくした点に特徴がある。さらに、スクリーン面の形状を工夫することで砂の流入を抑制している。流入速度が緩やかな分、集水面積を広げることで取水量を増やす構造となっている。集水面積が大きくなる分、設計上の難度は上がるが、その部分は同社のエンジニアリング力が支えている（図表 5）。

【 図表 5 】 ナガオカの取水スクリーンの特徴

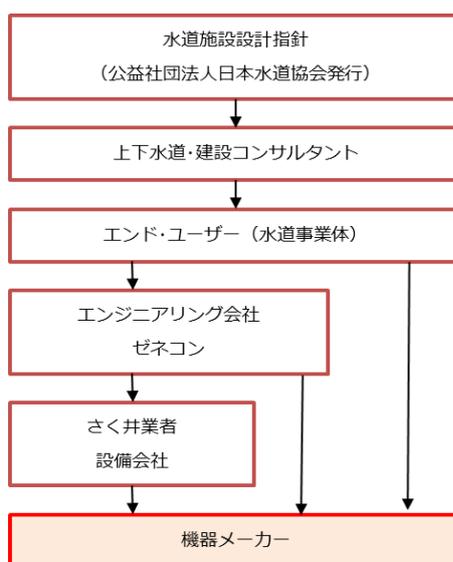
項目	ナガオカのスクリーン	一般的なスクリーン	備考
開口率	大きい	小さい	開口率と流入速度は反比例する (大きいほど流入速度は緩やか)
流入速度	緩やか	速い	流入速度が速いほど時間あたり取水量は増える 流入速度が速いほど目詰まりしやすい
集水面積	広い	狭い	集水面積が広いほど水がたくさん取れるが、作るのが難しい
出砂	少ない	多い	流入速度が速いほど砂も多く流入し、井戸が砂に埋もれやすい
目詰まり	少ない	多い	流入速度が速いほど目詰まりしやすい

(出所) ナガオカ製品カタログより証券リサーチセンター作成

◆ 取水関連事業 2 ～日本水道協会の指針に準拠

取水分野において同社のソリューションが活用されるのは、国内の地下水取水設備工事が代表的である。取水設備工事においては、公益社団法人日本水道協会の「水道施設設計指針」に基づき、上下水道・建設コンサルタントが設計し、エンド・ユーザー（水道事業体）が入札によってエンジニアリング会社またはゼネコンを決定する仕組みとなっている。同社の製品は「指針」に準拠しているため、石油関連プラントの商流と同様、どのプレイヤーから発注されても対応できる体制となっている（図表 6）。

【 図表 6 】 取水事業に関するプレイヤー



(出所) ナガオカ有価証券報告書

◆ 取水関連事業3～海外では国際水協会と関係を構築

海外においても、各国に公益社団法人日本水道協会に該当する団体がある。同社は国際水協会 (International Water Association、以下、IWA) での受賞も多く、IWA を経由して各国の水関連の団体との関係を構築している。

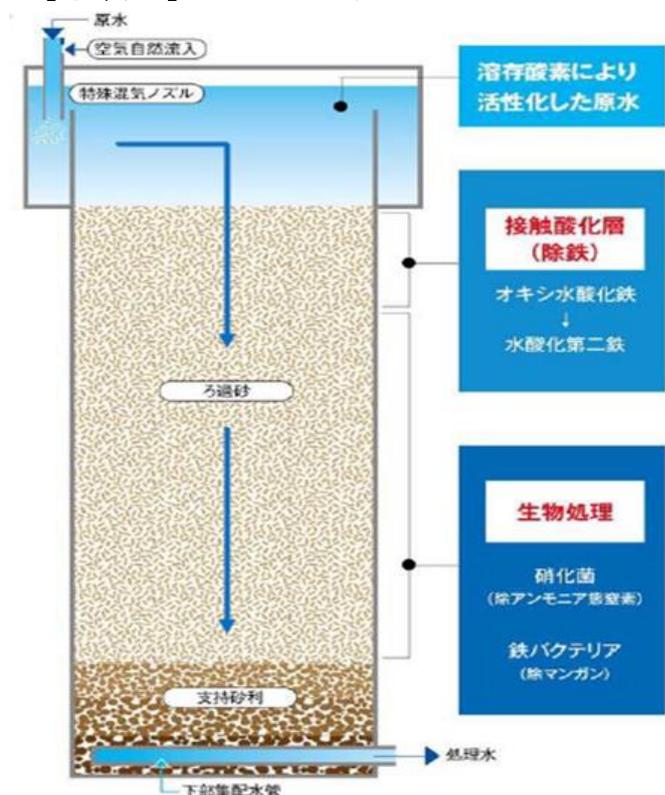
◆ その他事業1～ケミレス (超高速無薬注生物処理装置)

汲み上げられた地下水は、鉄やマンガン、アンモニア態窒素などの不純物が含まれるため、これらを除去する必要がある。そのために水処理を施す必要があるが、そのための装置は、現在、塩素等の薬品を投入するものが主流となっている。

それに対し、同社のケミレスは薬品を使わない水処理装置である。

ケミレスは薬品の代わりに、土壌に自然に存在する微生物のはたらきを用いて、不純物を除去する (図表 7)。その微生物のはたらきを活性化するために、土壌をかき混ぜたり、水を高速で注入したりするなどして、土壌に酸素を送り込む必要があり、その部分に同社が取水事業で蓄積してきたノウハウが活用されている。

【 図表 7 】 ケミレスの構造



(出所) ナガオカ有価証券報告書

薬品を利用する従来の装置に対するケミレスの強みは、以下の2点である。

1. 環境負荷低減
 - 薬品処理で排出される産業廃棄物である汚泥が排出されない
2. コスト低減
 - 薬品代や薬品管理の的人件費等の運用コストがかからない
 - プログラム制御による洗浄システムのため、長寿命である。
 - 運転やメンテナンスが簡単なので技術者が不要である。
 - 産業廃棄物処理コストが不要である

ケミレスは、海外では自治体などの水道事業体が顧客となることが多い。公的機関以外では、国内での民間からの需要もあり、リネン業界や製薬業界からの引き合いが来ている模様である。

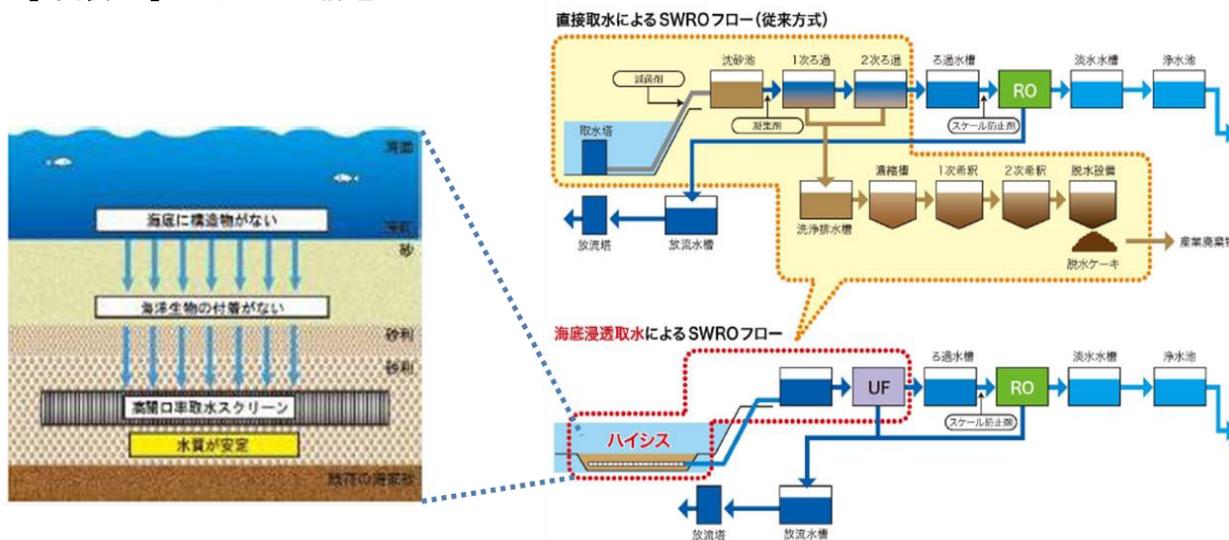
◆ その他事業2～ハイシス (HiSIS 高速海底浸透取水システム)

現在の海水淡水化プラントは、海中から海水を直接取水するシステムが主流となっている。海水をそのまま地上に吸い上げ、地上で淡水化するシステムであるが、取水設備の表面と内部に海洋性生物が付着するため、以下のコスト増につながる。その結果、造水コストの高さにより事業採算が合いにくいという難点がある。

1. 除去するための塩素系薬剤の大量投入による薬品のコスト
2. 耐性菌が発生すると薬剤投入量がさらに増加
3. 薬品管理のための人件費などの運用コスト
4. 海域汚染対策のためのコスト (薬品を中和するためのコスト等)
5. 薬剤投入で発生する産業廃棄物の処理コスト
6. 薬剤によって逆浸透膜の寿命を縮め、交換周期が短期化

一方、ハイシスは、海の砂でろ過をして海洋性生物やゴミなどを取り除いてから取水する構造となっている (図表 8)。そのため、不要物の取り込みがなく、また、地上に吸い上げた海水の水質も良くなるため、にごり等を取り除く薬品処理工程も不要となる。そのため、現在主流のプラントに対して、処理設備の縮小、造水コストの低下、環境負荷の低減といった優位性がある。

【 図表 8 】 ハイシスの構造



(出所) ナガオカ決算説明会資料より証券リサーチセンター加筆

ハイシスは現在、アラブ首長国連邦のアブダビと、中国の河北省の2カ所で実証実験中であり、日立造船と共同で特許出願中の段階である。そのため、短期的には業績への貢献は見込めないが、長期的成長を支える上で、ハイシスへの期待は大きい。

◆ 生産と研究開発

同社の生産拠点は、国内1カ所、中国2カ所の合計3カ所である。中核の大阪・貝塚工場から全世界に向けて輸出する形をとり、中国市場向けに大連工場（エネルギー関連）と瀋陽工場（取水関連）で生産する。エネルギー関連では、プロセス・オーナーからの認証が重要なため、工場の生産現場の段階から定期的にプロセス・オーナーのチェックを受けている。また、研究開発拠点は大阪・貝塚の1カ所（貝塚工場の近隣）である。

> 業界環境と競合

◆ 石油関連プラントは世界的に生産能力が拡大する見込み

SIは石油化学のプロセスのうち、ナフサを化学反応させていろいろな2次・3次製品をつくる過程で使われる。SIへの需要はプラントの新設または設備更新の際に発生するので、直接的ではないものの、生産能力の動向はSIの需要にある程度連動するものと考えられる。

経済産業省が15年6月に公表した予測では、ナフサが化学反応をしてできるエチレンとプロピレンの生産能力は、世界全体で、13年から19年の間に、年平均3~4%増加する見通しである。(図表9)。

【 図表 9 】世界のエチレンとプロピレンの生産能力の予測

(単位：百万トン)

エチレン (モノマー)		世界合計										
		アジア								欧州	北中南米	中東
		韓国	台湾	中国	アセアン	インド	日本					
能力	13年	152.4	54.6	8.4	4.4	19.4	10.6	4.2	7.6	25.6	39.5	28.3
	19年	191.8	70.7	8.6	4.4	30.4	11.5	9.3	6.4	24.9	50.8	34.4
増加幅	13-19年	37.6	16.1	0.2	0.0	11.0	0.9	5.1	-1.2	-0.7	11.3	6.1
伸び率	13-19年	3.7%	4.4%	0.5%	0.0%	7.8%	1.4%	14.3%	-2.6%	-0.4%	4.3%	3.3%
能力シェア	13年	-	35%	5%	3%	13%	7%	3%	5%	17%	26%	18%
	19年	-	37%	4%	2%	16%	6%	5%	3%	13%	26%	18%

プロピレン (モノマー)		世界合計										
		アジア								欧州	北中南米	中東
		韓国	台湾	中国	アセアン	インド	日本					
能力	13年	105.7	48.4	6.8	3.9	19.9	6.9	4.3	6.7	18.1	24.9	9.6
	19年	136.6	69.2	8.4	3.9	36.9	8.8	5.3	5.9	17.5	29.9	12.7
増加幅	13-19年	30.9	20.8	1.6	0.0	17.0	2.0	1.0	-0.8	-0.6	5.0	3.1
伸び率	13-19年	4.4%	6.1%	3.7%	0.0%	10.8%	4.3%	3.5%	-2.1%	-0.5%	3.1%	4.7%
能力シェア	13年	-	46%	6%	4%	19%	6%	4%	6%	17%	24%	9%
	19年	-	51%	6%	3%	27%	6%	4%	4%	13%	22%	9%

(出所) 経済産業省「世界の石油化学製品の今後の需給動向(平成27年6月)」より証券リサーチセンター作成

◆ 世界の上下分野は規模も大きく安定成長が見込まれる市場

世界の上下分野の市場は規模が大きい上に安定的に成長する市場である。経済産業省の動向調査によれば、11~18年にかけて年平均3.2%成長すると予測されている。また、上下分野に含まれる海水淡水化設備は、規模は小さいものの、15年以降は高い伸び率を示すものと考えられている(図表10)。

【 図表 10 】上下分野の市場推移

(単位：兆円)

金額	11年	12年	13年	14年	15年	16年	17年	18年	11~18年 平均成長率
上水設備	9.05	9.65	9.80	9.80	9.94	10.47	11.19	11.97	4.1%
上水維持管理	18.09	18.39	18.77	19.18	19.63	20.14	20.68	21.30	2.4%
海水淡水化設備	0.55	0.48	0.41	0.35	0.56	0.61	0.87	1.15	11.2%
合計	27.69	28.51	28.98	29.33	30.13	31.21	32.74	34.43	3.2%

前年比	11年	12年	13年	14年	15年	16年	17年	18年
上水設備	-	6.6%	1.5%	0.0%	1.4%	5.3%	6.9%	7.0%
上水維持管理	-	1.7%	2.1%	2.2%	2.4%	2.6%	2.7%	3.0%
海水淡水化設備	-	-13.0%	-13.2%	-14.4%	58.4%	8.5%	42.9%	32.8%
合計	-	3.0%	1.7%	1.2%	2.7%	3.6%	4.9%	5.2%

(出所) 経済産業省「水ビジネス市場に関する動向調査(平成27年3月)」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

石油関連プラントの SI の分野で、同社と同様にプロセス・オーナーから認証を受けているサプライヤーは、プロセスの種類によって、同社を含めて 2~4 社あると言われている。Bilfinger Water Technologies の傘下に入った Johnson Screens などが競合先となる。

同社が得意とする浅井戸用の取水スクリーンは、受注生産主体のため競合先は少なく、同社がトップシェアを持っているものと推察される。同社以外では、三協工業（未公開）が手がけている。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 1 ~ ナガオカスクリーンの開発による事業拡大と挫折

1934 年に永岡増蔵氏が大阪で創業した永岡金網工業所が同社の前身であり、66 年に法人化して永岡金網株式会社となり、91 年に株式会社ナガオカ（以下、旧ナガオカ）に商号変更した。旧ナガオカは、72 年にナガオカスクリーンを開発したのを契機に、75 年に石油精製および石油化学等のプラント用の内部装置（スクリーン・インターナル）、80 年に取水用スクリーン、97 年に完全無薬の水処理装置の製造販売へ事業を広げていった。

その後も継続して新規事業へ進出し、技術開発に多額の資金を投入した結果、資金繰りが悪化し、04 年に民事再生手続の申請をするに至った。

◆ 沿革 2 ~ 日本アジア投資の下で再出発

民事再生手続開始決定後、スポンサーとなった日本アジア投資（8518 東証一部）が運営する再生ファンドである JAIC-事業再生 1 号投資事業有限責任組合により、株式会社ナガオカスクリーン(現在の同社、以下、新ナガオカ)が 04 年に設立された（同年に株式会社ナガオカに社名変更）。この段階で創業家との関係はなくなった。

新ナガオカは、旧ナガオカより主要な事業を譲受して再出発となり、その舵取りは現代表取締役社長である三村等氏に委ねられた。

◆ 沿革 3 ~ 新ナガオカは 06/6 期以降 10 期連続で黒字

新ナガオカでは、旧ナガオカ時代より競争力のあったナガオカスクリーンを中心とした事業に集約した上で、それらの事業に磨きをかける方針で展開していった。その目玉は、06 年の現在の大阪・貝塚工場の新設である（大阪・堺の旧本社工場は売却）。また、11/6 期以降は中国進出を本格化させ、11 年~13 年にかけて中国の瀋陽と大連に拠点を開設していった。これらの結果、新ナガオカは、設立年の 05/6 期こそ赤字だったが、06/6 期以降は 10 期連続で当期純利益は黒字となっている。

◆ 経営理念

同社は、「Each and every effort for CUSTOMERS! すべてはお客様の為に」という経営理念のもと、ライフラインである「エネルギー」や「水」を効率的に供給するために要となる製品と、「環境」負荷を低減する技術で、グローバルに事業展開をしている。

◆ 株主

上場前の有価証券届出書および 15/6 期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 11 の通りである。

15 年 9 月 29 日時点で、ハマダ(未上場)、日立造船(7004 東証一部)が大株主 1 位と 2 位に名を連ねる(合計 30.9%の保有)。その後はベンチャーキャピタルや事業会社が続く。15/6 期末時点でのベンチャーキャピタルの保有は 618,500 株で 30.2% (期間中に売却がないと仮定すると 15 年 9 月 29 日時点では 29.4%) を占める。現取締役 5 名のうち 2 名によって 0.37%が保有されているが、現監査役 3 名の保有はない。

また、15 年 6 月末時点で新株予約権による潜在株式は 10.7% (15 年 9 月 29 日時点では 10.4%) である。

【 図表 11 】 大株主の状況

株主(敬称略)	上場前			15年6月末時点			15年9月29日時点			備考
	株数(株)	割合	順位	株数(株)	割合	順位	株数(株)	割合	順位	
株式会社ハマダ	450,000	25.70%	1	300,000	14.63%	1	350,000	16.66%	1	上場時に100,000株売り出し 6月末時点ではオーバーアロットメントによる売出しのための 貸付分50,000株が差し引かれ300,000株 15年7月31日に貸付分が返却され350,000株
日立造船株式会社	300,000	17.13%	2	300,000	14.63%	2	300,000	14.28%	2	
JAIC - 中小企業グローバル支援投資事業 有限責任組合	230,000	13.14%	3	230,000	11.21%	3	230,000	10.95%	3	
ダイセン・メンブレン・システムズ株式会社	100,000	5.71%	4	100,000	4.88%	4	100,000	4.76%	4	
ネオステラ1号投資事業有限責任組合	80,000	4.57%	5	80,000	3.90%	5	80,000	3.81%	5	
新生企業投資株式会社	74,800	4.27%	6	74,800	3.65%	6	74,800	3.56%	6	
りそなキャピタル2号投資事業組合	70,000	4.00%	7	70,000	3.41%	7	70,000	3.33%	7	
東拓工業株式会社	50,000	2.86%	8	50,000	2.44%	8	50,000	2.38%	8	
NIFSBC-V2006S3投資事業有限責任組合	50,000	2.86%	8	50,000	2.44%	9	50,000	2.38%	9	
みずほキャピタル第3号投資事業有限責任組合	40,000	2.28%	10	40,000	1.95%	10	40,000	1.90%	10	
(大株主上位10名)	1,444,800	82.51%	-	1,294,800	63.13%	-	1,344,800	64.01%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	218,500	12.5%	-	218,500	10.7%	-	218,500	10.4%	-	
発行済株式総数	1,751,000	100.0%	-	2,051,000	100.0%	-	2,101,000	100.0%	-	発行済株式数の差は15年7月のオーバーアロットメントに 係る第三者割当増資によって発行された50,000株

(注) 15 年 6 月と同年 9 月 29 日の間では、ハマダ以外の大株主の株数の変動がないものと仮定して表記。

(出所) ナガオカ有価証券届出書および有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績の詳細は 10/6 期以降の分が開示されているが、10/6 期~15/6 期までで、年平均 10.2% 増で売上高が拡大してきた (13/6 期から連結決算のため 10/6 期~12/6 期は単体決算)。10/6 期~12/6 期までは減収が続いたが、12/6 期~4/6 期は増収となった。また、経常利益は 10/6 期~12/6 期まで数千万円の水準だったが、13/6 期以降は 2~3 億円の水準で推移してきた。

売上高、経常利益ともに水準が変わったのは 12/6 期から 13/6 期である。30 億円台が続いていた売上高は 48 億円まで増加し、数千万円の水準が続いていた経常利益は 2~3 億円の水準まで増加した。これは、アジア地域でのエネルギー関連での需要の増加、中国の子会社工場の稼働により生産能力が拡大したことが要因である。

◆ 15 年 6 月期は前期比減収増益での着地

東証ジャスダック上場後初の通期決算であった 15/6 期は、売上高が前期比 7.9% 減の 5,858 百万円、営業利益が同 9.8% 増の 257 百万円、経常利益が同 69.1% 増の 412 百万円、当期利益が同 41.5% 増の 216 百万円となった。

減収は、原油安の影響で、シェールガスや石油を原料とするプラントへの設備投資が鈍り、プロジェクトの期ずれが発生したためである。一方、収益性の高いケミレスのビジネスが拡大したことと、中国の子会社工場が稼働し始めて収益性が向上したことにより増益となった。

◆ 東証ジャスダック上場で自己資本増強も有利子負債は多い

15 年 6 月の東証ジャスダック上場に伴い第三者割当増資が行われた結果、同社の自己資本比率は、14/6 期の 24.0% から 15/6 期の 30.8% にまで上昇した。しかし、総資産に対する有利子負債の比率は上場後の 15/6 期末時点で 36.5% であり、有利子負債、とりわけ短期借入金の多さが目立つ。

> 競合他社との比較

◆ プラント等に組み込まれる製品のメーカーと比較

プラント等に組み込まれる製品のメーカーで、かつ、その専門性の高さのために、エンジニアリングの一部にも関わることができる企業を比較対象とした。具体的には、プレート式熱交換器で首位の日阪製作所 (6247 東証一部)、石油・化学装置を中心としたエンジニアリングを手がける三菱化工機 (6331 東証一部)、発電用高効率ポンプで国内首位の西島製作所 (6363 東証一部)、水環境事業や化学向けの産業プラント・機器を手掛ける月島機械 (6332 東証一部) と比較した。(図表 12)。

【 図表 12 】 財務指標比較 :

プラント等に組み込まれる製品のメーカーでエンジニアリングも手掛ける企業

項目	銘柄	コード	ナガオカ		日阪製作所	三菱化工機	西島製作所	月島機械
		直近決算期	6239 15/6	(参考)	6247 15/3	6331 15/3	6363 15/3	6332 15/3
規模	売上高	百万円	5,858	—	24,398	34,744	46,501	75,639
	経常利益	百万円	412	—	1,831	2,068	793	5,739
	総資産	百万円	8,735	—	63,252	45,225	71,987	105,002
収益性	自己資本利益率	%	10.1	8.0	2.7	13.4	1.2	5.9
	総資産経常利益率	%	5.4	4.7	3.1	4.8	1.1	5.6
	売上高営業利益率	%	4.4	—	5.5	4.9	0.9	7.0
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	23.8	—	1.4	-0.7	0.0	1.4
	経常利益 (同上)	%	142.9	—	-10.7	99.9	-35.3	17.3
	総資産 (同上)	%	26.5	—	7.6	0.5	5.8	5.6
安全性	自己資本比率	%	30.8	—	80.5	37.1	50.0	55.6
	流動比率	%	163.6	—	322.8	161.6	170.7	206.7
	固定長期適合率	%	61.7	—	68.6	58.8	62.8	54.7

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出

流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

ナガオカは15/6期中に上場に際しての資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、実体より高めの数値と

なる可能性がある指標については、参考情報として、期初と期末の平均値ではなく、期末の数値を用いて算出した数値も表記した

(出所) ナガオカおよび各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

直近期の数値の比較から、3年平均成長率で見た成長性の高さが目立つ。また、収益性においても比較企業に比べて総じて高位にある。一方、安全性においては、自己資本比率が比較企業に対して低い。15年6月に上場した直後であることを考えると、なおさら気がかりな点と言える。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は技術に裏付けられた市場開拓力にある

同社の競争力を、知的資本の観点で分析した結果を図表 13 に示した。同社の知的資本の源泉は、組織資本に属する市場開拓力である。エネルギー関連事業、取水関連事業、その他事業（水処理関連）の順に、1 つの事業で蓄積された技術やノウハウを加えて新しい事業をつくり、現在の事業ポートフォリオとなっている。

市場を開拓するためには、技術の裏付けがあることは必要不可欠である。ただし、同社の場合は、技術があるだけにとどまらず、技術的なオピニオンリーダーとの強固なパートナーシップによって、業界内でなくてはならないポジションを確立している。言わば、関係資本を上手に活用して、組織資本を強化してきたということである。

【 図表 13 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・プロセス・オーナー (エネルギー関連事業)	・認証サプライヤーと認めている プロセス・オーナー社数	9社
		・スクリーン・インターナル (エネルギー関連事業)	・プロセス・オーナーのリーディング カンパニーであるUOP LLCの プロセスに係る売上高構成比	約53% (直接取引15%、間接取引38%)
			・納入実績	440プラント (76年~14年累計)
		・取水事業	・国内でのプロジェクト採用数 (浅井戸・集水埋渠)	1,000施設以上
			・輸出国数	37カ国 (80年以降累計)
		・ケミレス (その他事業)	・導入実績	50カ所 (01年以降累計)
	・ハイシス (その他事業)	・実証実験	2件 (アブダビ 中国河北省)	
	ブランド	・石油関連プラントでの評価	・認証サプライヤーの少なさ	(同社を含めて) 2~4社
		・取水・水処理業界での評価	・IWA (国際水協会) での受賞	10年、12年、14年と3回連続受賞 (14年は世界大会最高功績賞)
			・日本水道協会の文献での掲載	「水道施設設計指針」等
	ネットワーク	・エネルギー関連事業での プロセス・オーナーとの関係	・UOP LLCとの関係	技術共同開発契約 (90年)
		・取水事業での他社との関係	・大手水関連企業との協業体制	メタウォーター king
・株主との関係		・日立造船との関係	海水淡水化プラントに適した ハイシスの共同開発	
組織資本	プロセス	・市場開拓力	・事業ポートフォリオ	安定収益事業： エネルギー関連事業 取水関連事業 成長を目指す事業： その他事業 (水処理関連)
		・開発および生産	・開発拠点	1カ所 (大阪・貝塚)
	知的財産 ノウハウ	・ノウハウの蓄積	・生産拠点	3カ所 (大阪・貝塚 中国・大連 中国・瀋陽)
			・スクリーン・インターナル 製品化からの年数	40年
人的資本	経営陣	・第2創業の05/6期以降牽引してきた現社長の存在	・特になし	特になし
		・インセンティブ	・取締役による保有	7,700株 (0.37%)
			・ストックオプション (取締役) *社外取締役は除く	93,600株 (発行済株式数の4.5%)
			・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	179百万円
	従業員	・企業風土	・従業員数	153名
			・平均年齢	38.4歳
			・平均勤続年数	5.4年
		・インセンティブ	・従業員持株会	5,700株 (発行済株式数の0.29%) (15年5月時点)
		・ストックオプション	218,500株 (発行済株式数の10.7%)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は15/6期末のものとする
(出所) ナガオカ有価証券届出書、有価証券報告書、会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の業態は機械に属するが、IR 資料等の中で環境対応に関する具体的な取り組みについての言及は確認できない。しかし、同社の本業を通じて環境負荷を低減する技術を蓄積しており、本業の発展そのものが環境対応と言える。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「Each and every effort for CUSTOMERS! すべてはお客様の為に」という経営理念を掲げており、人の生活に必要なエネルギーや水を効率的に供給するための製品と、環境負荷を低減する技術によって、社会に貢献する方針をとっている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は5名(社外取締役は1名)で構成されている。社外取締役の梅津泰久氏は、伊藤忠商事(8001 東証一部)、日本アジア投資(8518 東証一部)を経て、マエストロパートナーズ有限責任事業組合を設立し共同代表パートナーに就任した。現在は、マエストロパートナーズの代表取締役との兼任である。

監査役会は常勤監査役1名、非常勤監査役2名の合計3名で構成されている。3名とも社外監査役である

常勤監査役の瀧川佳秀氏は公認会計士として、ピートマーウィックミッチェル会計事務所(現 KPMG)、朝日監査法人(現あずさ監査法人)を経て、瀧川佳秀公認会計士・税理士事務所(現公認会計士瀧川佳秀事務所)を開業した。現在は、同事務所長との兼任である。

非常勤監査役の木村圭二郎氏は弁護士として、昭和法律事務所、ソネンシャイン・ナース&ローゼンサー法律事務所を経て、共栄法律事務所を設立した。現在は、同事務所パートナーと日本電気硝子(5214 東証一部)の監査役との兼任である。

非常勤監査役の前田信二氏は朝日監査法人(現あずさ監査法人)でキャリアを開始した公認会計士で、前田信二公認会計士事務所を設立した。現在は、同事務所の所長との兼任である。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 生産の最適化

前述の通り、国内1カ所、中国2カ所の合計3カ所の生産拠点がある。中国では、国内で製造された製品を使おうとする国産化政策が進められており、地産地消を優遇する税制も敷かれている。そのため、中国に生産拠点があることは、特にエネルギー関連においては、競合する他の認証サプライヤーに対しては有利に働く。一方、工場間での生産設備の稼働率をどのようにコントロールするか、また、どの技術までを中国に持っていくか等の判断が求められる。

◆ ケミレスの成長

ケミレスは納入実績が積み上がってきており、同社もケミレスは成長ステージに入りつつあると認識している。また、後述する中期経営計画では、少なくとも18/6期までの増収の牽引役はケミレスの拡販となっているため、ケミレスの成長を確かなものにできるかどうかは、全体の業績も左右する。

ケミレスはナガオカスクリーンを使用していないため、他の製品とは異なり、エンジニアリングが主体のソリューションとなる。そのため、プロジェクトごとに規模や期間等のばらつきが生じると同時に、まだ案件数が少ないことから、繁忙期とそうでない時の業績の差が出やすい段階にある。案件数が増えれば業績の差が平準化していくだろうが、同時に、今まで以上にプロジェクト管理体制を強化していく必要もある。

◆ ハイシスの商業化

ハイシスは長期的な成長商品であり、現在2カ所で実証実験を行っている。実証実験の結果を踏まえて改良を加えていく段階であり、継続して研究開発費をかけている。ハイシスは海水淡水化の分野で大きな影響を与えうる製品であるため、潜在市場も大きい。これが採算ベースにのって商業化されるかどうかは、同社の長期成長シナリオに大きく影響する。

> 今後の事業戦略

◆ 安定収益事業の強化

同社は、中核技術としてのナガオカスクリーンをベースに、エネルギー関連事業でのSI、取水関連事業の取水用スクリーンを安定収益基盤としてきた。収益貢献をしている両事業の収益基盤をより強固なものにすることが求められる。

両事業とも、中長期的には需要は安定して伸びていくと考えられるが、

年単位で見ると、顧客の投資スタンスによって需要の出方にばらつきが表れる。例えば、エネルギー関連事業では、14/6 期に中国でのプラントの新設が重なったために売上高が 50 億円を超えたが、15/6 期には新設の集中が収まり、さらに中東のプラント・オーナーの投資判断が先送りされたことで、売上高は 38 億円まで減少した。

このように、安定的な収益基盤となっているエネルギー関連事業および取水関連事業でも、マクロ景気の動向や原油価格等の変動により、投資のタイミングがずれることは今後とも生じうる。コストコントロールのほか、稼働配分の最適化によって、利益水準を確かなものにしていく意向である。

◆ その他事業の黒字定着

ケミレスやハイシスといった成長事業を抱えるその他事業は、先行投資もあって 14/6 期までは営業赤字であったが、15/6 期には収支均衡水準まで浮上してきた。実証実験中のハイシスの商業化はまだ先で、研究開発費がまだかかるため、黒字が急速に拡大するとは考えにくい。しかし、ケミレスの実績が次第に積み上がってきた。一定以上の数量が出るようになれば、利益の変動も小さくなると考えられることから、まずはケミレスの拡販を確実なものにしていく考えである。

◆ 単品のサプライヤーから EPC 企業へ

同社は、中核技術を製品として表現したナガオカスクリーンをベースに、エネルギー関連事業での SI、取水関連事業の取水用スクリーンというように、ソリューションの幅を広げてきた。その過程で、製品の単品販売のメーカーだった同社は、いくつかの製品を組み合わせ提供するシステム販売や、顧客のビジネスのプロセスの一部を丸ごと提供するプロセス販売ができるようになっていった。今後、ケミレスやハイシス等の水処理の分野での成長を目指すことで、小規模ながらも、水ビジネスにおける設計から建設までを一括で請け負う EPC 事業者になることを目指していく。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 14 のようにまとめられる。

【 図表 14 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・中核技術のナガオカスクリーン ・認証サプライヤーとしての石油関連プラントのプロセス・オーナーとの強固な関係 ・取水事業で培われた「サンド・コントロール」や「逆洗」の技術 ・取水事業やその他事業（水処理）での有力プレイヤーとの協業
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・（新規事業であるがゆえの）その他事業の業績の安定感の低さ ・有利子負債の多さなど財務基盤の弱さ ・小規模な事業規模
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・中国市場での石油関連プラント投資の増加 <ul style="list-style-type: none"> - 7カ所の巨大コンビナート計画 - 国産化政策により同社の大連工場への需要増 - PM2.5対策のための脱硫装置への需要増 ・取水事業における需要増 <ul style="list-style-type: none"> - 日本での老朽化設備の更新需要の表面化 - 世界での取水設備への投資の増加 ・ケミレス（薬品を使わない水処理装置）の拡販 ・現在実証実験中のハイシス（海水淡水化施設向けの取水装置）の商業化 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・石油関連プラント建設のプロジェクトの遅延や中止の増加の可能性（原油価格 世界景気動向等の影響） ・中国市場の動向の影響を受ける可能性（特に法規制） ・その他事業で思ったような成果が上がらない可能性（ハイシスの実証実験結果が良くない、等）

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 市場開拓力によって構築された明快な事業ポートフォリオ

現在の同社の事業ポートフォリオは、以下のようにまとめられる。

1. 安定収益事業：エネルギー関連事業、取水関連事業
2. 成長事業：その他事業（水処理関連）

安定収益事業の上に成長事業を加えていくという明快な事業ポートフォリオが構築されている。それを可能としているのは、中核技術のナガオカスクリーンからスタートし、1つの事業で蓄積された技術やノウハウを加えて新しい事業をつくっていく市場開拓力である。

◆ 既存事業は顧客の設備投資動向の影響をどうしても受ける

エネルギー関連事業でのプロセス・オーナーや、取水関連事業での日本水道協会や IWA (世界水協会) のような、業界内の技術的なオピニオンリーダーと強固なパートナーシップを築き上げてきたことが、競争優位性の源泉である。その上で、業界の商流の中で必要不可欠な存在になるというアプローチをとることができたのは、技術やソリューション面での背景があつてのことである。

前述の通り、中長期的な需要は増えていくと言っても、エネルギー関連事業、取水関連事業ともに、マクロの景気動向や原油価格の変動によって、顧客の投資タイミングがずれることが発生しうる。その結果、案件の期ずれ等で業績がぶれる可能性は常につきまとう。

同社は、第 2 創業以降、初年度の 05/6 期を除いて、利益水準は低いものの 10 期連続の当期純利益の黒字を続けている。特に 08 年のリーマン・ショック後に需要が急減した時期も黒字で乗り越えてきたことから、需要の短期的な変動に対する舵取りは十分できるものと考えられる。

◆ 今後の成長を占う意味で 16 年 6 月期はケミレスの拡販に注目

今後の成長は、その他事業にかかっている。そのうち、ケミレスが中期的成長を、実証実験を行っているハイシスが長期的な成長を担うことになろう。

同社によれば、ハイシスの実証実験の成績は良好とのことだが、それでも商業化され収益貢献するまでには数年はかかる。一方、ケミレスは既に納入実績が積み上がってきている。当面は、ケミレスがどのような成長軌道を示すかが注目される。

そして、そのケミレスの成否が、同社を水関連ビジネスの EPC 企業に押し上げるかどうかを左右するものと考えられる。

> 今後の業績見通し

◆ 16 年 6 月期会社計画は増収効果で大幅な営業増益を見込む

16/6 期の会社計画は、売上高 6,187 百万円 (前期比 5.6%増)、営業利益 382 百万円 (同 48.3%増)、経常利益 353 百万円 (同 14.4%減)、当期純利益 228 百万円 (同 5.4%増) である (図表 15)。

【 図表 15 】 ナガオカの 16 年 6 月期の業績計画および中期計画

(単位：百万円)

	14/6 実績	15/6 実績	16/6		17/6 中期計画	18/6 中期計画
			会社計画	前期比		
売上高	6,357	5,858	6,187	5.6%	6,619	7,038
エネルギー関連	5,065	3,872	3,880	0.2%	3,805	3,815
取水関連	755	961	1,178	22.5%	975	1,065
その他	536	1,023	1,129	10.3%	1,838	2,157
売上総利益	1,657	1,771	-	-	-	-
売上総利益率	26.1%	30.2%	-	-	-	-
営業利益	234	257	382	48.3%	364	411
営業利益率	3.7%	4.4%	6.2%	-	5.8%	0.0%
経常利益	243	412	353	-14.4%	364	412
経常利益率	3.8%	7.0%	5.7%	-	5.9%	0.0%
当期純利益	152	216	228	5.4%	246	272

(出所) ナガオカ決算短信および決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

16/6 期の売上高は、エネルギー関連がほぼ横ばい、取水関連とその他は各々、22.5%増、10.3%増と想定している。

エネルギー関連では、原油価格下落やシェールガス生産減少によって遅延していたプロジェクトの再開を見込むものの、中国の需要や、シェールガスを原料とした米国の石油化学プラントの増設需要の取り込みを目指す。

取水関連では、国内の自治体取水設備の更新や震災復興のインフラ整備需要の継続と、海外での拡販を見込む。

その他はケミレスの拡販が牽引するが、国内での水道事業体の浄水施設の新設や更新、医薬業界やリネン業界等からの需要、米国や中国、東南アジアでの需要を受注につなげていく。

コスト面では、ケミレスやハイシスの実証実験に伴う研究開発費等の増加があるものの、増収効果によって、大幅な営業増益を見込む。経常利益が前期比減益となっているのは、15/6 期の為替差益 228 百万円が剥落するためである。また、同社によれば、中国子会社の設備投資は 15/6 期までで一段落し、今後は大きな投資計画はないとしている。

株主還元に関して、15/6 期は無配だった。財務基盤の安定と成長のための内部留保を優先する方針で、16/6 期も無配とする計画である。

◆ 中期計画はケミレスの拡販が牽引する

18/6 期までの中期計画では、その他が全体の売上高の増収を牽引する。その他の伸びの中心はケミレスの海外案件の増加であり、東南アジアや米国での拡販を見込んでいる。エネルギー関連や取水関連での増収は見込まず、安定収益の確保を目指す。

一方、全体の利益の伸びを緩やかに見ているのは、ケミレスとハイシスでの研究開発投資が 17/6 期まで続くことを想定しているためである。研究開発投資として、16/6 期は 141 百万円(ケミレス 31 百万円、ハイシス 110 百万円、17/6 期は 146 百万円(同 23 百万円、123 百万円)を織り込んでいる。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 16/6 期業績を、売上高 6,230 百万円(前期比 6.4%増)、営業利益 396 百万円(同 54.1%増)、経常利益 359 百万円(同 12.9%減)、当期純利益 231 百万円(同 6.9%増)と予想する(図表 16)。売上高、利益ともに会社計画とほぼ同じ水準になるものと予想した。

売上総利益率は、当センターでは 31.0%と予想した。比較的利益率の高い取水関連の売上高が増えることを反映させた。また、販売管理費率も増収効果で低下することを見込み、営業利益率は前期の 4.4%に対して、6.4%(会社計画は 6.2%)まで上昇するものと予想する。事業別の観点では、ケミレスの拡販により、その他事業の営業黒字が定着するものとする。

利益が 17/3 期に一旦減少するのは、16/3 期に増加した取水関連の売上高が平準化すると、ハイシスの研究開発費が高止まることを想定してのことである。その分、18/3 期は研究開発費の増加ペースが一段落することを前提に、営業利益で 4 億円台に乗せる展開を予想する。

【 図表 16 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位: 百万円)

	14/6	15/6	16/6CE	17/6CE	18/6CE	16/6E	17/6E	18/6E
損益計算書								
売上高	6,357	5,858	6,187	6,619	7,038	6,230	6,650	7,060
前期比	31.9%	-7.9%	5.6%	7.0%	6.3%	6.4%	6.7%	6.2%
事業別	-	-	-	-	-	-	-	-
エネルギー関連	5,065	3,872	3,880	3,805	3,815	3,880	3,800	3,810
取水関連	755	961	1,178	975	1,065	1,200	1,000	1,050
その他	536	1,023	1,129	1,838	2,157	1,150	1,850	2,200
売上総利益	1,657	1,771	-	-	-	1,931	2,014	2,188
前期比	26.7%	6.9%	-	-	-	9.0%	4.3%	8.6%
売上総利益率	26.1%	30.2%	-	-	-	31.0%	30.3%	31.0%
販売管理費	1,422	1,513	-	-	-	1,535	1,635	1,760
販売管理費率	22.4%	25.8%	-	-	-	24.6%	24.6%	24.9%
営業利益	234	257	382	364	411	396	379	428
前期比	-30.9%	9.8%	48.3%	-4.7%	12.9%	54.1%	-4.3%	12.9%
営業利益率	3.7%	4.4%	6.2%	5.5%	5.8%	6.4%	5.7%	6.1%
事業別	-	-	-	-	-	-	-	-
エネルギー関連	403	199	-	-	-	271	266	274
取水関連	20	57	-	-	-	84	60	68
その他	-189	1	-	-	-	40	53	86
経常利益	243	412	353	364	412	359	352	409
前期比	-26.1%	69.1%	-14.4%	3.1%	13.2%	-12.9%	-1.9%	16.2%
経常利益率	3.8%	7.0%	5.7%	5.5%	5.9%	5.8%	5.3%	5.8%
当期純利益	152	216	228	246	272	231	238	270
前期比	-17.9%	41.5%	5.4%	7.9%	10.6%	6.9%	3.0%	13.4%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) ナガオカ有価証券届出書および有価証券報告書、決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 17 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表・キャッシュ・フロー計算書)

	14/6	15/6	16/6CE	17/6CE	18/6CE	16/6E	17/6E	18/6E
貸借対照表								
現預金	1,407	1,806	-	-	-	1,045	681	805
売掛金および受取手形	1,869	3,129	-	-	-	3,015	3,178	3,010
棚卸資産	702	851	-	-	-	855	875	865
その他	172	293	-	-	-	320	350	380
流動資産	4,152	6,079	-	-	-	5,236	5,085	5,061
有形固定資産	1,968	2,129	-	-	-	2,107	2,017	1,911
無形固定資産	300	362	-	-	-	370	380	390
投資その他の資産	148	162	-	-	-	175	190	205
固定資産	2,417	2,655	-	-	-	2,652	2,587	2,506
資産合計	6,570	8,735	-	-	-	7,889	7,673	7,567
買掛金および支払手形	491	896	-	-	-	588	686	667
短期借入金	1,174	1,310	-	-	-	1,350	1,350	1,350
1年以内返済予定の長期借入金	357	516	-	-	-	408	227	120
1年内償還予定の社債	110	185	-	-	-	170	155	97
リース債務	77	59	-	-	-	63	62	13
未払金 未払費用 未払法人税等	255	541	-	-	-	591	631	670
前受金	81	51	-	-	-	50	50	50
その他	64	156	-	-	-	160	160	160
流動負債	2,614	3,716	-	-	-	3,382	3,323	3,128
長期借入金	611	756	-	-	-	347	120	0
社債	644	422	-	-	-	252	97	0
リース債務	243	140	-	-	-	77	14	0
長期前受収益	146	137	-	-	-	150	200	250
その他	136	156	-	-	-	160	170	180
固定負債	1,781	1,613	-	-	-	986	601	430
純資産合計	2,173	3,405	-	-	-	3,519	3,747	4,008
(自己資本)	1,578	2,692	-	-	-	3,519	3,747	4,008
(少数株主持分及び新株予約権)	595	712	-	-	-	0	0	0
キャッシュ・フロー計算書								
税金等調整前当期純利益	242	400	-	-	-	359	352	409
減価償却費	147	198	-	-	-	208	229	246
売上債権の増減額 (－は増加)	-139	-1,253	-	-	-	113	-163	168
棚卸資産の増減額 (－は増加)	148	-84	-	-	-	-4	-19	9
仕入債務の増減額 (－は減少)	-245	377	-	-	-	-308	98	-19
未払金 未払費用の増減額 (－は減少)	-21	80	-	-	-	49	39	38
前受金の増減額 (－は減少)	-218	-92	-	-	-	11	50	50
その他	-41	-18	-	-	-	-30	-30	-30
法人税等の支払額	-397	5	-	-	-	-127	-114	-139
営業活動によるキャッシュ・フロー	-307	-294	-	-	-	271	443	733
有形固定資産の取得による支出	-435	-119	-	-	-	-200	-140	-140
有形固定資産の売却による収入	0	1	-	-	-	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-42	-25	-	-	-	-7	-10	-10
投資有価証券の取得による支出	0	0	-	-	-	0	0	0
投資有価証券の売却による収入	0	0	-	-	-	0	0	0
その他	-22	-23	-	-	-	-12	-15	-15
投資活動によるキャッシュ・フロー	-500	-166	-	-	-	-219	-165	-165
短期借入金の増減額 (－は減少)	477	108	-	-	-	-39	0	0
長期借入金の増減額 (－は減少)	-10	299	-	-	-	-516	-408	-227
社債の増減額 (－は減少)	210	148	-	-	-	-185	-170	-155
リース債務の返済による支出	-65	-168	-	-	-	-59	-63	-62
株式の発行による収入 (上場費用控除後)	0	415	-	-	-	0	0	0
自己株式の処分による収入	78	0	-	-	-	0	0	0
少数株主からの払込みによる収入	0	0	-	-	-	0	0	0
配当金の支払額	0	0	-	-	-	0	0	0
その他	282	-7	-	-	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	972	795	-	-	-	-800	-642	-445
現金及び現金同等物の増減額 (－は減少)	198	399	-	-	-	-748	-364	123
現金及び現金同等物の期首残高	1,197	1,395	-	-	-	1,794	1,045	681
現金及び現金同等物の期末残高	1,395	1,794	-	-	-	1,045	681	805

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ナガオカ有価証券届出書および有価証券報告書、決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ マクロ環境の影響を受けやすい

15/6 期で売上高の 66%、営業利益の 77%を占めているエネルギー関連事業は、どうしても中国の景気の先行きや米国の原油価格動向の影響を受けやすい。石油関連プラントのプラント・オーナーの投資判断によって、プロジェクトのスケジュールが変わるためである。長期的な需要が霧消することはなくとも、売上高の計上が後ずれする、または、規模が小さくなるといった可能性はつきまとう。

◆ ベンチャーキャピタルの保有の多さ

15/6 期末時点で、発行済株式数に占めるベンチャーキャピタルの保有は 30.2%である。ベンチャーキャピタルの保有方針によって売却された場合、同社株式の短期的な株式需給が悪化する可能性がある。

◆ 営業キャッシュ・フロー

14/6 期と 15/6 期と 2 年連続で営業キャッシュ・フローが赤字となっている。15/6 期は、期末のタイミングで受注から生産のプロセスにある案件が増加したことで、売掛金が増加したことが大きな要因である。同社も営業キャッシュ・フローの赤字であることに十分留意しており、まずは売掛金の回収を確実にし、16/6 期の営業キャッシュ・フローの黒字を見込んでいる。

◆ 無配が続く可能性

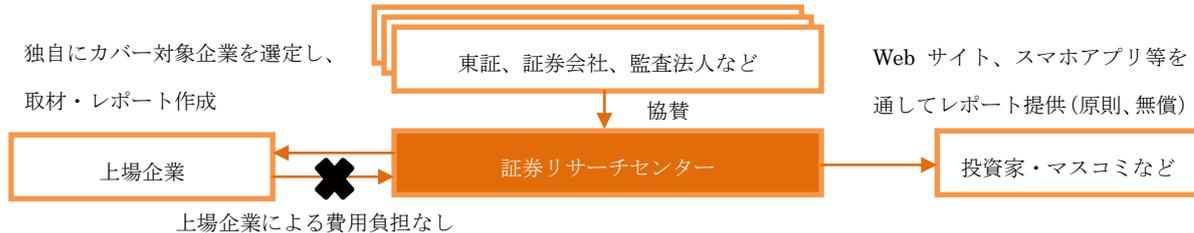
同社は成長事業と位置づけるケミレスとハイシスの展開のために、研究開発費を必要としている。これまでも無配が続いてきたことと、成長のための資金需要が大きいことから、当面無配が続く可能性が高い。

◆ 財務制限条項の存在

運転資金調達のために、取引銀行 3 行と長期の貸出コミットメント契約を締結しているが、それには財務制限条項がついている。単体の純資産の金額が一定の水準を下回るか、単体の経常利益が 2 期連続で赤字になると、債務の返済がせまられる内容である。これまでは当条項に抵触するようなことは起きていない。

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。



■ **協賛会員**

(協賛)

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	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	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

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ **魅力ある上場企業を発掘**

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ **企業の隠れた強み・成長性を評価**

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ **第三者が中立的・客観的に分析**

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

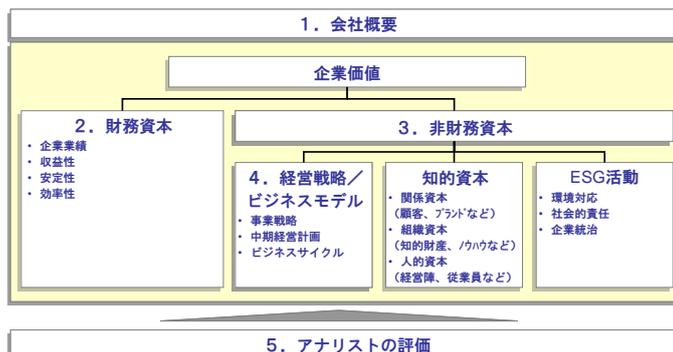
本レポートの構成

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

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。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを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・間接の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ので、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。