

# ホリスティック企業レポート ナガオカ 6239 東証 JQS

アップデート・レポート  
2016年3月25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 20160322

# ナガオカ(6239 東証 JQS)

発行日:2016/3/25

**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  
短期業績は足踏みも、水処理関連装置が中期的な成長を牽引するシナリオは不変**

## > 要旨

### ◆ 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している。
- ・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分野となる。

### ◆ 16年6月期第2四半期累計決算の概要

- ・16/6期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高1,064百万円、営業赤字374百万円、経常赤字454百万円となった。売上高は期初会社計画の1,487百万円を下回ったが、営業赤字幅は会社計画を若干下回った。また為替差損が発生し、経常赤字幅は会社計画を若干上回った。
- ・エネルギー関連事業、水関連事業とも、受注の遅れが発生した。特にエネルギー関連事業では、原油価格の下落と世界経済の減速で、顧客の設備投資姿勢が慎重になったことが影響した。一方、販売管理費の抑制により、会社計画よりも小幅な営業赤字にとどまった。

### ◆ 16年6月期の業績予想

- ・16/6期業績について、同社は売上高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)という期初の計画を据え置いた。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、16/6期の業績予想を、売上高5,900百万円(前期比0.7%増)、営業利益314百万円(同22.2%増)、経常利益135百万円(同67.2%減)へ下方修正した。16/6期上期の受注の遅れを反映させ、急激な円高の進行で為替差損が発生する見込みであることを織り込んだ。

### ◆ 中期業績予想

- ・当センターでは、水処理関連の成長が中期的に業績を牽引するという見方は変えていない。
- ・売上高は、17/6期は前期比11.0%増、18/6期は同7.8%増を予想する。エネルギー関連事業は微増で推移するが、水処理関連の増収が全体を牽引しよう。17/6期までは研究開発費の高止まりが予想されるが、その増加ペースが一服する18/6期に営業利益は4億円台に乗せると考える。

### 【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)
2013/3											
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	5,900	0.7	314	22.2	135	-67.2	87	-59.7	42.0	1,609.3	0.0
2017/6 E	6,550	11.0	349	11.1	315	133.3	212	143.7	102.1	1,705.8	0.0
2018/6 E	7,060	7.8	428	22.6	402	27.6	265	25.0	127.6	1,827.3	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300,000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

### アップデート・レポート

2/23

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

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】

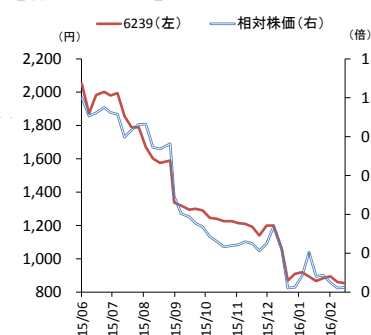
	2016/3/18
株価(円)	854
発行済株式数(株)	2,101,000
時価総額(百万円)	1,794

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	6.3	20.6	8.3
PBR(倍)	0.6	0.5	0.5
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-3.4	-28.8	—
対TOPIX(%)	6.6	-13.3	—

### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2015/6/29

## > 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、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、単なる部品のメーカーではない。むしろ、石油関連プラントや取水設備、水処理に必要な、「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」というソリューションを提供している企業と捉えた方が適切であろう。過去、事業領域を拡大してきた過程で、製品の単品販売から、いくつかの製品を組み合わせ提供するシステム販売、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。

ソリューションを提供するという同社の特性は、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<sup>注</sup>企業となる可能性を秘めている。

注) EPC

Engineering (設計)、Procurement (調達)、Construction (建設) の頭文字をとったもの。

プラント建設等などにおいて、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。

### ◆ エネルギー関連と水関連の 2 セグメントに分類変更

同社の事業は、15/6 期まではエネルギー関連事業、取水関連事業、その他事業の 3 つのセグメントに分類されていた (図表 1)。16/6 期以降は、エネルギー関連事業と水関連事業の 2 つのセグメントの分類に変更された (図表 2)。従来の取水関連事業とその他事業の 2 つのセグメントが、水関連事業に統合された。なお、全社費用の配分の方法も変更となっているため、セグメント別営業利益の継続性はない。

エネルギー関連事業は石油関連プラントの心臓部に使われるスクリーン・インターナルを扱い、水関連事業は、井戸で使われる取水スクリーンと、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っている。

【 図表 1 】セグメント別売上高・営業利益 (旧セグメント)

(単位：百万円)

セグメント		売上高			営業利益			
		14/6期	15/6期	前期比	14/6期	15/6期	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) ナガオカ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

【 図表 2 】セグメント別売上高・営業利益 (新セグメント)

(単位：百万円)

セグメント		売上高	営業利益	
		16/6期上期	16/6期上期	営業利益率
報告 セグメント	エネルギー関連	627	-69	—
	水関連	436	-28	—
	調整額	0	-275	—
合計		1,064	-374	—

(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作成

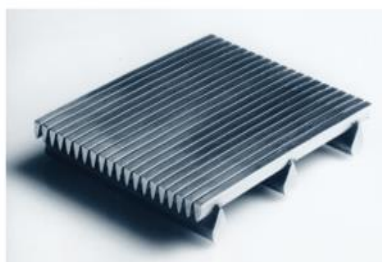
#### ◆ 中核製品のナガオカスクリーン

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がある（図表 3）。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 3 】 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 1～使われる場所はプラントの心臓部

現在、エネルギー関連において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 2～石油関連プラントの建設のプレイヤー

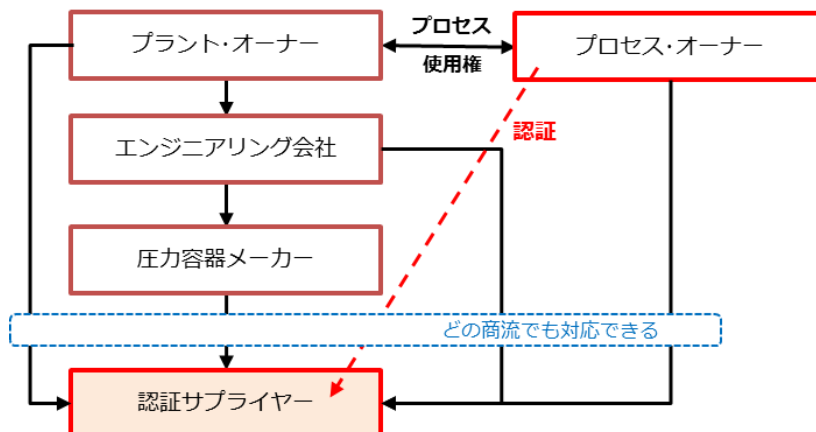
石油関連プラントの建設には、以下のプレイヤーが関与している。

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 4）。

【 図表 4 】 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 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 1 社である。

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 5）。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 5 】 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	ケロッグ/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 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、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 6）。

【 図表 6 】 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

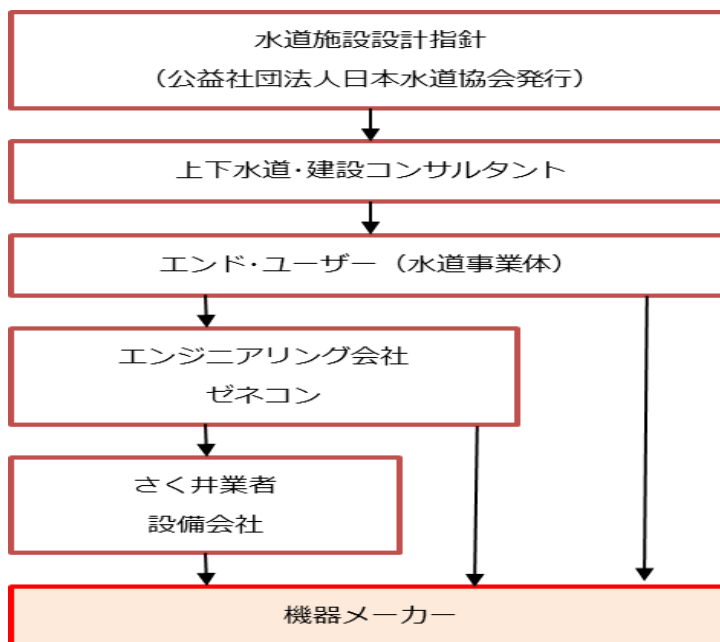
(出所) ナガオカ製品カタログより証券リサーチセンター作成

#### ◆ 取水関連 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 7）。



【 図表 7 】 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 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。

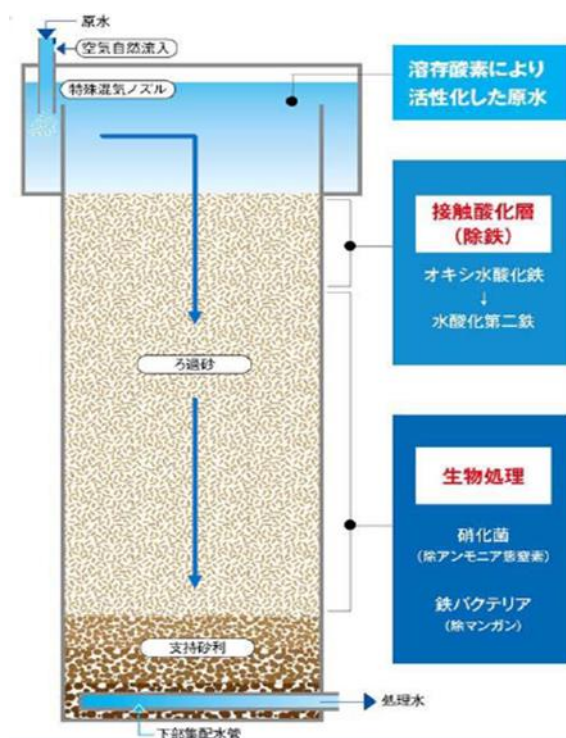
◆ 水処理関連 1 ～ケミレス (超高速無薬注生物処理装置)

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、これらを除く必要がある。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 8)。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 8 】 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人的費用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者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。

#### ◆ 水処理関連2～ハイシス (HiSIS 高速海底浸透取水システム)

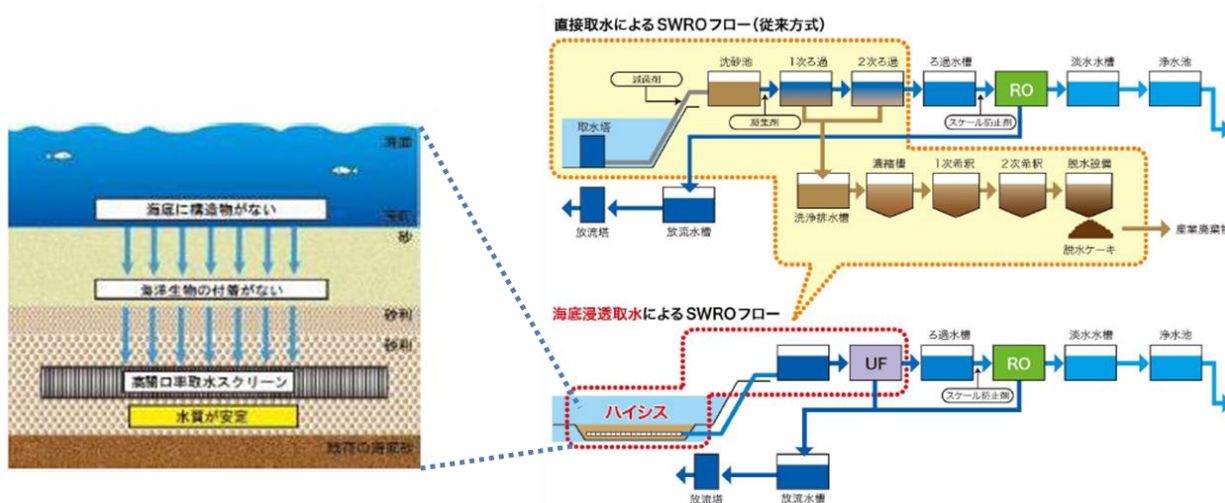
現在の海水淡水化プラントは、海中から海水を直接取水するシステムが主流となっている。海水をそのまま地上に吸い上げ、地上で淡水化するシステムであるが、取水設備の表面と内部に海洋性生物が付着す

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9)。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9】ハイスの構造



(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

ハイスの実証実験は、アラブ首長国連邦のアブダビと中国の河北省で行われている。このうち、アブダビの実証実験は16/6期上期に終了し、今後は日立造船(7004 東証一部)との営業活動に移行する段階にある。一方、河北省の実証実験は第2段階に移行している(16年9月までの予定)。また、技術的などところでは、日立造船と共同で特許出願中の段階にある。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(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。なお、大連工場は、16/6 期上期までに主要プロセスの認証取得が全て完了した。これは、生産能力の拡大だけでなく、中国での国産化政策への対応が進むことを意味する。

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。

> 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 10 のようにまとめられる。

【 図表 10 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中核技術のナガオカスクリーン</li> <li>・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</li> <li>・取水関連で培われた「サンド・コントロール」や「逆洗」の技術</li> <li>・取水関連や水処理関連での有力プレイヤーとの協業</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・（新規事業であるがゆえの）水関連事業の業績の安定感の低さ</li> <li>・有利子負債の多さなど財務基盤の弱さ</li> <li>・小規模な事業規模</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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"> <li>- 7カ所の巨大コンビナート計画</li> <li>- 国産化政策により同社の大連工場への需要増</li> <li>- PM2.5対策のための脱硫装置への需要増</li> </ul> </li> <li>・取水関連における需要増                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 日本での老朽化設備の更新需要の表面化</li> <li>- 世界での取水設備への投資の増加</li> </ul> </li> <li>・ケミレス（薬品を使わない水処理装置）の拡販</li> <li>・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</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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)</li> <li>・中国市場の動向の影響を受ける可能性（景気動向、政策、法規制等）</li> <li>・水処理関連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)</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

> 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 11 に示し、KPI の数値をアップデートした。

【 図表 11 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
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	-----	
			・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 プロセスに關係する売上高構成比 約53% (直接取引15%、間接取引38%)	-----	
		・スクリーン・インターナル (エネルギー関連事業)	・納入実績 440プラント (76年~14年累計) ・納入国数 65カ国 (76年~14年累計)	-----	
	取水関連 (水関連事業)	・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 (水関連事業)	・導入実績 50カ所 (01年以降累計)	-----	
		・ハイス (水関連事業)	・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 wing	-----	
		・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)	安定収益事業： エネルギー関連事業 水関連事業のうち取水関連 成長を目指す事業： 水関連事業のうち水処理関連	
		・開発および生産	・開発拠点 1カ所 (大阪・貝塚) ・生産拠点 3カ所 (大阪・貝塚 中国・大連 中国・瀋陽)	-----	
	知的財産 ノウハウ	・スクリーン・インターナル 製品化からの年数	40年	-----	
		・研究開発費	103百万円	34百万円	
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%)	-----	
	従業員	・企業風土	・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く 179百万円	-----	
			・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) 特に記載がない場合、KPIの数値は、前回は15/6期または15/6期末、今回は16/6期上期または16/6期上期末のもの  
前回と変更ないものは-----と表示

(出所) ナガオカ有価証券報告書および決算説明会資料、ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

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、水関連事業（取水関連、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。

## > 決算概要

### ◆ 16年6月期上期は総じて案件の動きが鈍い

16/6期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高が1,064百万円、営業利益が374百万円の赤字、経常利益が454百万円の赤字、純利益が288百万円の赤字となった。15年6月の上場のため、前年同期の数値はない。

売上高は、期初の16/6期上期会社計画の1,487百万円に対して422百万円下回り、達成率は71.6%にとどまった。一方、営業利益は、期初の397百万円の赤字の計画を、23百万円下回った。

売上高が伸び悩んだのは、全体的に受注の遅れが生じたためである。その要因は主に以下の2点である。

1. エネルギー関連事業において、原油価格の下落と世界経済の減速に伴い、顧客の設備投資姿勢が慎重となった。その結果、直近の受注に遅れが生じている。ただし、失注は起きていない。また、局所的に、認証サプライヤー間での受注獲得競争が起き、利益率が低下した案件が発生した模様である。
2. 国内の水関連事業のうち、取水関連においては、国内水道事業体の予算が、同社の事業領域である水源取水設備から、設備の耐震化や老朽化した配管取替等に予想以上にシフトした。結果として、同社への発注が減少した。また、水処理関連のケミレス案件の一部でも、中国市場での景気減速や政治動向により、受注の遅れが発生した。

売上高の未達に対し、営業赤字が期初会社計画を下回ったのは、残業の減少に伴う人件費抑制など、販売管理費の抑制による。その中には、ハイシスの実証実験に関して、現地での認可手続きに予想以上の時間を要した結果、実験開始時期に遅れが生じ、研究開発費が後ずれした分も含まれている。

また、営業外費用として、外貨建ての債権債務に関する為替差損51百万円が発生した。

## > 期中の変化

### ◆ ケミレスの用途の拡大

ケミレスは、薬品を使わないで鉄やマンガン、アンモニア態窒素などの不純物を除去する水処理装置だが、その用途拡大が顕在化しつつある。

16/6期上期には、トンネル湧水の天然ヒ素除去について、競合製品と



のコンペ形式で実証実験が行われ、コストと性能の両面でケミレスがベストな評価を獲得した。既存技術に対し、環境対応で優れているだけでなく、年間で約 70%の薬品費削減につながるため、建設会社などの事業主体にとってもメリットが大きい。具体的な受注はまだ先になるだろうが、トンネル工事などの大型土木工事など、新しい収益機会につながる可能性が高まってきている。

#### ◆ ベトナムでの受注

16年2月、ケミレスに関して、初の ODA 案件をベトナムで受注した。これはハノイの Tuong Mai 浄水場に対し、ケミレスの実機を納入するものである（受注金額は1億円）。この実機は、Tuong Mai 浄水場の浄水能力 24,000 m<sup>3</sup>/日のうち、2,500 m<sup>3</sup>/日の処理量をカバーする。

ベトナムでは主要な浄水場が 130 カ所あり、総浄水能力は 230 万 m<sup>3</sup>/日とされている。Tuong Mai 浄水場での実績を積み上げれば、これらのベトナムの浄水場が今後のターゲットとなる。

➤ 今後の業績見通し

◆ 16年6月期会社計画は据え置き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、期初計画が据え置かれた (図表 12)。

【図表 12】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)

	14/6期	15/6期	16/6期上期	16/6期下期	16/6期		17/6期	18/6期
	実績	実績	実績	会社計画	会社計画	前期比	中期計画	中期計画
売上高	6,357	5,858	1,064	5,123	6,187	5.6%	6,619	7,038
新セグメント								
エネルギー関連事業	-	3,872	627	3,253	3,880	0.2%	3,805	3,815
水関連事業 (旧取水関連事業と旧その他事業の合計)	-	1,985	436	1,871	2,307	16.2%	2,813	3,222
旧セグメント								
エネルギー関連事業	5,065	3,872	-	-	3,880	0.2%	3,805	3,815
取水関連事業	755	961	-	-	1,178	22.5%	975	1,065
その他事業	536	1,023	-	-	1,129	10.3%	1,838	2,157
売上総利益	1,657	1,771	296	-	-	-	-	-
売上総利益率	26.1%	30.2%	27.8%	-	-	-	-	-
営業利益	234	257	-374	756	382	48.3%	364	411
営業利益率	3.7%	4.4%	-	14.8%	6.2%	-	5.8%	0.0%
経常利益	243	412	-454	807	353	-14.4%	364	412
経常利益率	3.8%	7.0%	-	15.8%	5.7%	-	5.9%	0.0%
当期純利益	152	216	-288	516	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、エネルギー関連事業は前期比ほぼ横ばい、水関連事業は同 16.2%増と想定している。

エネルギー関連事業では、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ほか、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。16/6期上期で受注の遅れが発生しており、その挽回を目指す状況にある。

水関連事業のうち取水関連では、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を見込んでいたが、上述の通り、同社が事業領域とする取水設備への予算配分がされにくい状況になっている。その分は、東京外環道建設工事向けスクリーンの受注継続でカバーしていく予定である。

水関連事業のうち水処理関連では、ケミレスの拡販が牽引する計画で

ある。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。また、上述した通り、ベトナムの浄水場での案件で受注につながったケースもあり、引き合いは増加している。

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、営業増益を見込んでいる。一方、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。なお、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、水関連事業が全体の売上高の伸びを牽引する見通しである。水関連事業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。一方、エネルギー関連事業や水関連事業の中の取水関連での大きな増収は見込まず、安定収益の確保を目指している。

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（同順で23百万円、123百万円）を計画している。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、上期の状況を受けて、同社の16/6期の通期業績を、売上高5,900百万円（前期比0.7%増）、営業利益314百万円（同22.2%増）、経常利益135百万円（同67.2%減）、当期純利益87百万円（同59.7%減）と予想し、売上高、利益ともに前回予想を下方修正した（図表13）。なお、前回予想では、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していた。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) 前回予想では、売上高は会社計画を若干上回るものと予想していたが、エネルギー関連事業、および水関連事業のうちの取水関連について慎重に見て、合計で330百万円引き下げた。水関連事業のうちの水処理関連については、据え置いた。

(2) 売上総利益率は、当センターでは 30.5%と予想した。前回の 31.0%に比べて 0.5%ポイントの低下としたのは、16/6 期上期の状況を反映させてのことである。また、販売管理費は金額こそ前回予想より抑制されると見込むものの、売上高の伸び悩みを想定して、販売管理費率は上昇するものとした。これらの結果、営業利益率は、前回予想の 6.4%に対し、5.3%の水準にとどまるものと改めた（会社計画は 6.2%）。セグメント変更により、過去との比較はできないが、ケミレスの拡販により、水関連事業の中の水処理関連（旧セグメントではその他事業）の営業黒字が定着するという見方は変わっていない。

(3) 営業増益基調を維持するという見方に対し、経常減益を予想するのは、為替差損益の変動の影響による。15/6 期は 228 百万円の為替差益が発生したが、16/6 期上期は 51 百万円の為替差損が発生した。会社計画では 1 ドル 120 円を想定為替レートとしているが、現行のドル円レートは 110 円台前半の水準で推移している。当センターでは、16/6 期の為替差損を 141 百万円と想定し、経常利益の予想を 135 百万円まで引き下げた。前回予想の 359 百万円との差の 224 百万円のうち、半分以上が為替差損の発生を織り込んだものである。

16/6 期について短期的な受注の遅れと為替変動を要因として業績予想を下方修正したが、中期的な成長シナリオに対する見方は変えていない。

17/6 期以降、売上高は、エネルギー関連事業は微増で推移し、水関連事業のうち水処理関連の伸びで全体の成長を牽引すると予想する。

エネルギー関連事業は、設備更新やスペアの需要が出てくるサイクルに入るため、需要は堅いと考える。また、中国の大連工場が本格稼働となることで、生産能力が拡大することも追い風となろう。

水関連事業のうち、取水関連は売上高の平準化により 17/6 期はいったん減少するものの、18/6 期には 16/6 期の水準を回復するものと予想する。水処理関連の成長を牽引するのは、ケミレスの受注拡大である。

また、水関連事業の方が総じて売上総利益率が高いことから、水関連事業の売上構成比の上昇に応じて、全体の売上総利益率の上昇を見込む。営業利益について、17/6 期の伸びが緩やかなのは、取水関連の売上高の平準化と、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、18/6 期は研究開発費の増加ペースが一服することを前提に、営業利益で 4 億円台に乗せる展開を予想する。

【 図表 13 】 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期	15/6期	16/6期CE	17/6期CE	18/6期CE	16/6期E	16/6期E	17/6期E	17/6期E	18/6期E	18/6期E
<b>損益計算書</b>											
売上高	6,357	5,858	6,187	6,619	7,038	5,900	6,230	6,550	6,650	7,060	7,060
前期比	31.9%	-7.9%	5.6%	7.0%	6.3%	0.7%	6.4%	11.0%	6.7%	7.8%	6.2%
新セグメント											
エネルギー関連	5,065	3,872	3,880	3,805	3,815	3,700	3,880	3,800	3,800	3,810	3,810
水関連	1,291	1,985	2,307	2,813	3,222	2,200	2,350	2,750	2,850	3,250	3,250
参考:取水関連(旧セグメントの取水関連)	-	-	1,178	975	1,065	1,050	1,200	900	1,000	1,050	1,050
参考:水処理関連(旧セグメントのその他)	-	-	1,129	1,838	2,157	1,150	1,150	1,850	1,850	2,200	2,200
旧セグメント											
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	-	-	-	1,799	1,931	1,984	2,014	2,188	2,188
前期比	26.7%	6.9%	-	-	-	1.6%	9.0%	10.3%	4.3%	10.3%	8.6%
売上総利益率	26.1%	30.2%	-	-	-	30.5%	31.0%	30.3%	30.3%	31.0%	31.0%
販売管理費	1,422	1,513	-	-	-	1,485	1,535	1,635	1,635	1,760	1,760
販売管理费率	22.4%	25.8%	-	-	-	25.2%	24.6%	25.0%	24.6%	24.9%	24.9%
営業利益	234	257	382	364	411	314	396	349	379	428	428
前期比	-30.9%	9.8%	48.3%	-4.7%	12.9%	22.2%	54.1%	11.1%	-4.3%	22.6%	12.9%
営業利益率	3.7%	4.4%	6.2%	5.5%	5.8%	5.3%	6.4%	5.3%	5.7%	6.1%	6.1%
新セグメント											
エネルギー関連	-	-	-	-	-	259	-	266	-	274	-
水関連	-	-	-	-	-	154	-	165	-	211	-
調整額	-	-	-	-	-	-98	-	-81	-	-56	-
旧セグメント											
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	135	359	315	352	402	409
前期比	-26.1%	69.1%	-14.4%	3.1%	13.2%	-67.2%	-12.9%	133.3%	-1.9%	27.6%	16.2%
経常利益率	3.8%	7.0%	5.7%	5.5%	5.9%	2.3%	5.8%	4.8%	5.3%	5.7%	5.8%
当期純利益	152	216	228	246	272	87	231	212	238	265	270
前期比	-17.9%	41.5%	5.4%	7.9%	10.6%	-59.7%	6.9%	143.7%	3.0%	25.0%	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 14 】 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) (単位:百万円)

	14/6期	15/6期	16/6期CE	17/6期CE	18/6期CE	16/6期E	16/6期E	17/6期E	17/6期E	18/6期E	18/6期E
<b>貸借対照表</b>											
現預金	1,407	1,806	-	-	-	1,680	1,045	798	681	1,473	805
売掛金および受取手形	1,869	3,129	-	-	-	2,690	3,015	3,411	3,178	2,778	3,010
棚卸資産	702	851	-	-	-	765	855	939	875	801	865
その他	172	293	-	-	-	320	320	350	350	380	380
流動資産	4,152	6,079	-	-	-	5,455	5,236	5,499	5,085	5,432	5,061
有形固定資産	1,968	2,129	-	-	-	2,107	2,107	2,017	2,017	1,911	1,911
無形固定資産	300	362	-	-	-	370	370	380	380	390	390
投資その他の資産	148	162	-	-	-	175	175	190	190	205	205
固定資産	2,417	2,655	-	-	-	2,652	2,652	2,587	2,587	2,506	2,506
資産合計	6,570	8,735	-	-	-	8,108	7,889	8,086	7,673	7,939	7,567
買掛金および支払手形	491	896	-	-	-	509	588	746	686	607	667
短期借入金	1,174	1,310	-	-	-	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350
1年以内返済予定の長期借入金	357	516	-	-	-	408	408	227	227	120	120
1年内償還予定の社債	110	185	-	-	-	110	170	82	155	97	97
リース債務	77	59	-	-	-	63	63	62	62	13	13
未払金 未払費用 未払法人税等	255	541	-	-	-	560	591	622	631	670	670
前受金	81	51	-	-	-	50	50	50	50	50	50
その他	64	156	-	-	-	160	160	160	160	160	160
流動負債	2,614	3,716	-	-	-	3,212	3,382	3,301	3,323	3,069	3,128
長期借入金	611	756	-	-	-	947	347	720	120	600	0
社債	644	422	-	-	-	180	252	97	97	0	0
リース債務	243	140	-	-	-	77	77	14	14	0	0
長期前受収益	146	137	-	-	-	150	150	200	200	250	250
その他	136	156	-	-	-	160	160	170	170	180	180
固定負債	1,781	1,613	-	-	-	1,514	986	1,201	601	1,030	430
純資産合計	2,173	3,405	-	-	-	3,381	3,519	3,583	3,747	3,839	4,008
(自己資本)	1,578	2,692	-	-	-	3,381	3,519	3,583	3,747	3,839	4,008
(少数株主持分及び新株予約権)	595	712	-	-	-	0	0	0	0	0	0
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>											
税金等調整前当期純利益	242	400	-	-	-	135	359	315	352	402	409
減価償却費	147	198	-	-	-	208	208	229	229	246	246
売上債権の増減額 (-は増加)	-139	-1,253	-	-	-	-438	113	-721	-163	632	168
棚卸資産の増減額 (-は増加)	148	-84	-	-	-	85	-4	-174	-19	138	9
仕入債務の増減額 (-は減少)	-245	377	-	-	-	-386	-308	236	98	-138	-19
未払金 未払費用の増減額 (-は減少)	-21	80	-	-	-	18	49	61	39	48	38
前受金の増減額 (-は減少)	-218	-92	-	-	-	11	11	50	50	50	50
その他	-41	-18	-	-	-	-30	-30	-30	-30	-30	-30
法人税等の支払額	-397	5	-	-	-	-48	-127	-102	-114	-136	-139
営業活動によるキャッシュ・フロー	-307	-294	-	-	-	433	271	-134	443	1,212	733
有形固定資産の取得による支出	-435	-119	-	-	-	-200	-200	-140	-140	-140	-140
有形固定資産の売却による収入	0	1	-	-	-	0	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-42	-25	-	-	-	-7	-7	-10	-10	-10	-10
投資有価証券の取得による支出	0	0	-	-	-	0	0	0	0	0	0
投資有価証券の売却による収入	0	0	-	-	-	0	0	0	0	0	0
その他	-22	-23	-	-	-	-12	-12	-15	-15	-15	-15
投資活動によるキャッシュ・フロー	-500	-166	-	-	-	-219	-219	-165	-165	-165	-165
短期借入金の増減額 (-は減少)	477	108	-	-	-	-39	-39	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-10	299	-	-	-	83	-516	-408	-408	-227	-227
社債の増減額 (-は減少)	210	148	-	-	-	-317	-185	-110	-170	-82	-155
リース債務の返済による支出	-65	-168	-	-	-	-59	-59	-63	-63	-62	-62
株式の発行による収入 (上場費用控除後)	0	415	-	-	-	0	0	0	0	0	0
自己株式の処分による収入	78	0	-	-	-	0	0	0	0	0	0
少数株主からの払込みによる収入	0	0	-	-	-	0	0	0	0	0	0
配当金の支払額	0	0	-	-	-	0	0	0	0	0	0
その他	282	-7	-	-	-	0	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	972	795	-	-	-	-333	-800	-582	-642	-372	-445
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	198	399	-	-	-	-119	-748	-882	-364	674	123
現金及び現金同等物の期首残高	1,197	1,395	-	-	-	1,794	1,794	1,675	1,045	793	681
現金及び現金同等物の期末残高	1,395	1,794	-	-	-	1,675	1,045	793	681	1,467	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・オーナーの設備投資姿勢によって、プロジェクトのスケジュールが変わるためである。長期的な需要がなくなることはなくとも、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。実際、16/6 期上期には受注の遅れが発生している。

### ◆ ベンチャーキャピタルの保有株の多さ

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割合は 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いき、16/6 期の営業キャッシュ・フローの黒字化を見込んでいる。

### ◆ 無配が続く可能性

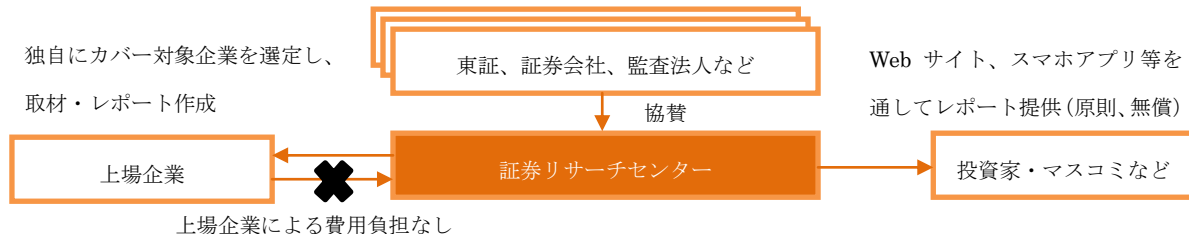
同社は成長事業と位置づけるケミレスとハイシスの展開のために、研究開発費を必要としている。これまでも無配が続いてきたことと、成長のための資金需要が大きいことから、当面無配が続く可能性が高い。

### ◆ 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、債務の返済が迫られる内容である。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

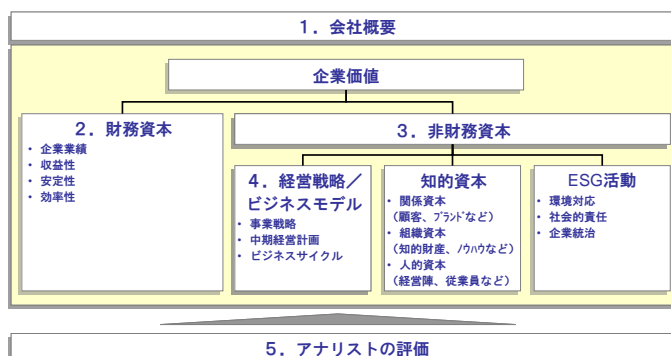
**本レポートの構成**

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。