

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
2017年3月31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 20170328

ナガオカ(6239 東証 JQS)

発行日:2017/3/31

**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
17年6月期も赤字が続き、継続企業の前提に関する注記が付与**

> 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ろう。

◆ 17年6月期上期決算の概要

- ・17/6期第2四半期累計期間(以下、上期)決算は、売上高1,213百万円(前年同期比14.0%増)、営業赤字220百万円、経常赤字165百万円となった。売上高は期初会社計画の1,580百万円を下回り、営業赤字も169百万円の赤字想定より拡大した。一方、為替差益が発生し、経常赤字幅は期初計画より若干縮小した。
- ・海外の水関連事業での受注獲得が進まなかったことと、エネルギー関連事業での需要の縮小と新規競合の出現で価格競争が厳しくなったことが影響した。

◆ 17年6月期の業績予想

- ・17/6期業績について、同社は売上高3,164百万円(前期比1.3%増)、営業赤字319百万円(前期は597百万円の赤字)、経常赤字293百万円(同871百万円の赤字)と予想し、期初に目指していた黒字転換(187百万円の営業黒字)から計画を引き下げた。
- ・証券リサーチセンターでは、17/6期上期決算より「継続企業の前提に関する注記」が付けられるようになったことを受け、17/6期以降の業績予想を無効として取り下げた。

◆ 今後の注目点

- ・2期連続の経常赤字の見通しとなったことを受けて、代表取締役等が交代した。新代表取締役の下での業績立て直しが急がれる。
- ・17/6期から主力事業と位置付けた水関連事業では、一旦海外での受注活動を停止し、国内案件の受注に注力する方針となった。価格競争激化で採算性が低下しているエネルギー関連事業での受注回復がしばらく見込みにくいことを考えると、国内の水関連事業の受注が、業績回復の速度を決定づけることとなろう。

【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)
2015/6	5,858	-7.9	257	9.8	412	69.1	216	41.5	134.5	1,328.8	0.0
2016/6	3,123	-46.7	-597	—	-871	—	-814	—	-393.0	822.4	0.0
2017/6 CE	3,164	1.3	-319	—	-293	—	-284	—	-137.1	—	0.0
2017/6 E	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2018/6 E	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2019/6 E	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

(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

2/16

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】

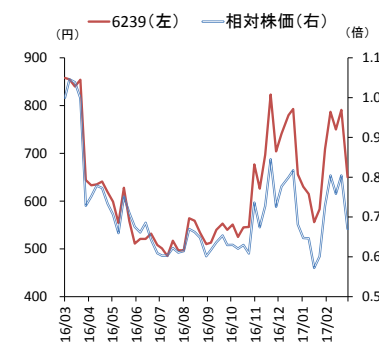
	2017/3/24
株価(円)	650
発行済株式数(株)	2,101,000
時価総額(百万円)	1,366

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	—	—	—
PBR(倍)	0.8	—	—
配当利回り(%)	0.0	—	—

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-27.4	-12.3	-26.1
対TOPIX(%)	-19.9	6.8	-13.2

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2016/3/25

> 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システム販売、顧客のビジネスのプロセスの一部分を丸ごと提供するプロセス販売へと発展してきた。

◆ 水関連とエネルギー関連の2セグメントに分類

同社の事業は、16/6期以降、エネルギー関連事業と水関連事業の2つのセグメントに分類されている(図表1)。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。また、17/6期からは主力セグメントが従来のエネルギー関連から水関連に変更された。

【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			
		15/6期	16/6期	前期比	15/6期	16/6期	前期比	営業利益率
報告 セグメント	エネルギー関連	3,872	1,743	-55.0%	453	-296	-	-17.0%
	水関連	1,985	1,380	-30.5%	485	237	-51.1%	17.2%
調整額		0	0	-	-681	-538	-	-
合計		5,858	3,123	-46.7%	257	-597	-	-19.1%

(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

> ビジネスモデル

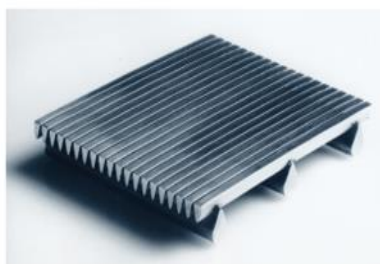
◆ 中核製品のナガオカスクリーン

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。

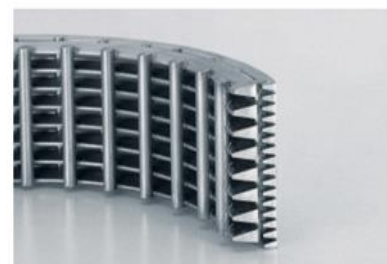
一般的に、物理的に通過できるかどうかによって、固体と液体（または気体）を分離するのが、スクリーンである。何を通すか、または通さないかによって、開口率を変えて設計していく。

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 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 (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。

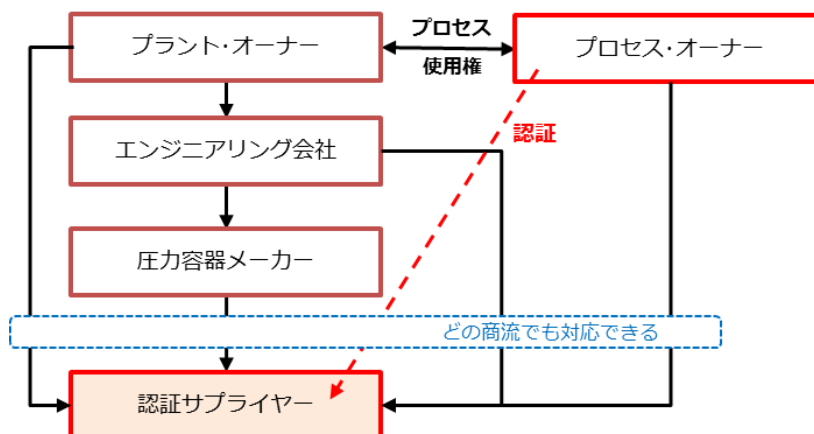
◆ エネルギー関連 (2) ～石油関連プラントの建設のプレイヤー

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 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 (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 3 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 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

◆ 水関連 (1) ～浅井戸の取水が得意

同社の取水関連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。取水用スクリーンは、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。

同社が得意とする浅井戸は、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、取水用スクリーンも、一品受注の分野となる。

一般的に、開口率が小さい（スクリーンの目が細かい）ほど、流入速度が速くなり、水を多く取ることができる。ただし、流入速度が速い分、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

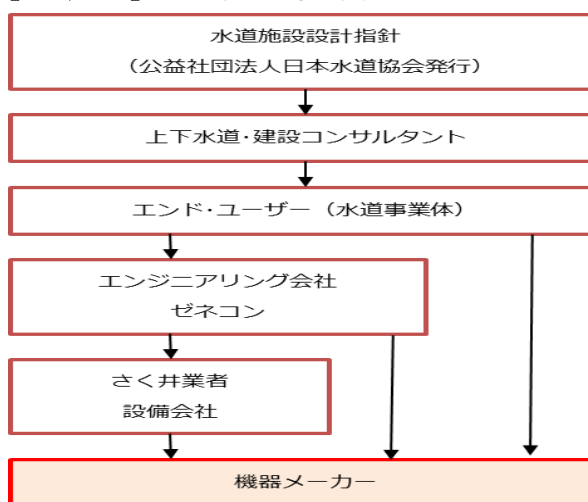
項目	ナガオカのスクリーン	一般的なスクリーン	備考
開口率	大きい	小さい	開口率と流入速度は反比例する (大きいほど流入速度は緩やか)
流入速度	緩やか	速い	流入速度が速いほど時間あたり取水量は増える 流入速度が速いほど目詰まりしやすい
集水面積	広い	狭い	集水面積が広いほど水がたくさん取れるが、作るのが難しい
出砂	少ない	多い	流入速度が速いほど砂も多く流入し、井戸が砂に埋もれやすい
目詰まり	少ない	多い	流入速度が速いほど目詰まりしやすい

(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

◆ 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6)。

【図表6】取水事業に関係するプレイヤー



(出所) ナガオカ有価証券報告書

◆ 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。

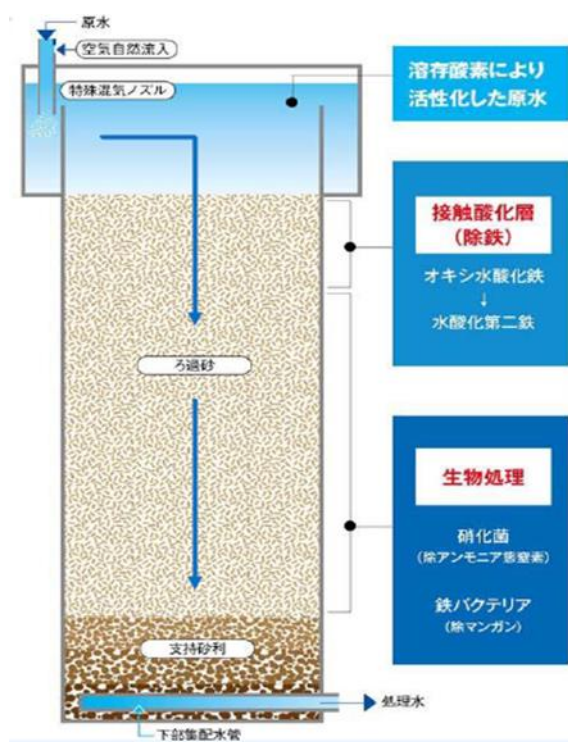
◆ 水関連 (4) ～ケミレス (超高速無薬注生物処理装置)

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。

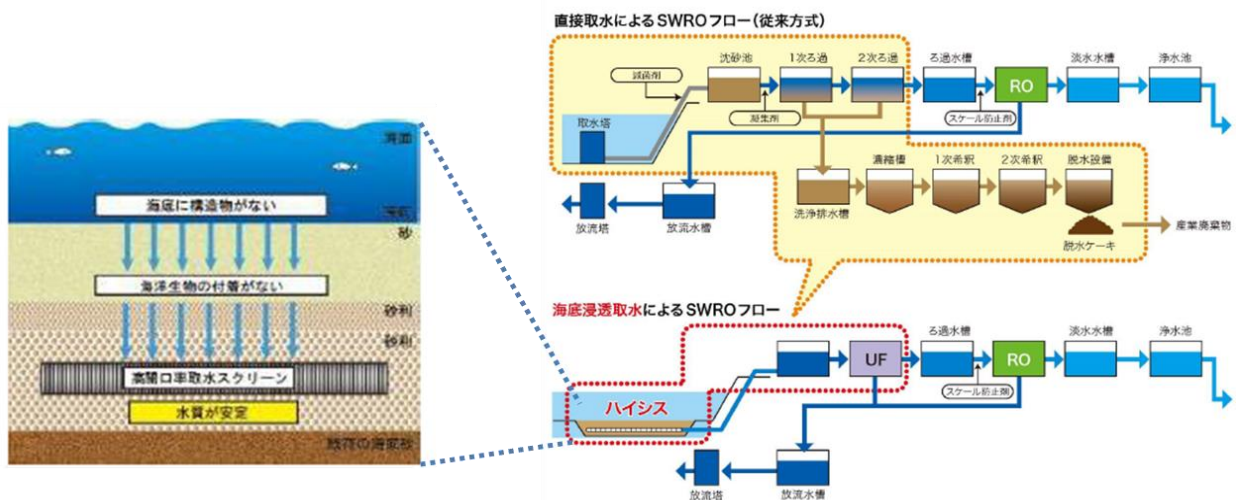
◆ 水関連 (5) ~ハイシス (HiSIS 高速海底浸透取水システム)

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

これまで、ハイシスの実証実験は、アラブ首長国連邦のアブダビ（14年6月～16年3月）と中国の河北省（14年9月～16年9月）で行われた。

> 決算概要**◆ 16年6月期は赤字転落**

16/6 期決算は、売上高は 3,123 百万円（前期比 46.7%減）、営業利益は 597 百万円の赤字（前期は 257 百万円の黒字）、経常利益は 871 百万円の赤字（同 412 百万円の黒字）、当期純利益は 814 百万円の赤字（同 216 百万円の黒字）となった。

売上高は、期初の会社計画の 6,187 百万円に対して 50.4%の達成率にとどまった。一方、営業利益は、期初計画の 382 百万円の黒字を 979 百万円下回り、赤字に転落した。

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に伴い、顧客の設備投資姿勢が慎重となった。その結果、中国と米国を中心に想定していた受注が獲得できなかった。また、認証サプライヤー間での受注獲得競争が起き、低採算案件も発生した模様である。操業度の低下と価格競争激化に為替変動が加わり、16/6 期の売上総利益率は 15/6 期の 23.5%に対し、8.7%まで落ち込んだ。

水関連事業のうち、国内の取水関連では、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、受注が伸び悩んだ。

水処理関連のケミレス案件でも、中国やマレーシアでの景気減速や政治動向により、受注の遅れが発生した。また、米国市場でケミレスの代理店網の構築を目指していたが、アプローチ先との交渉が物別れに終わった。

◆ 17年6月期上期も苦しい状況が続く

17/6 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）決算は、売上高は 1,213 百万円（前年同期比 14.0%増）、営業利益は 220 百万円の赤字（前年同期は 374 百万円の赤字）、経常利益は 165 百万円の赤字（同 454 百万円の赤字）、親会社株主に帰属する四半期純利益は 207 百万円（同 288 百万円の赤字）となった。

売上高 1,580 百万円、営業利益 169 百万円の赤字という期初計画に対し、売上高は 367 百万円下回り、営業利益は 51 百万円赤字が拡大した。

売上高の未達 367 百万円の内訳は、水関連事業が 260 百万円、エネルギー関連事業が 107 百万円である。

水関連事業での未達は、主に海外の案件によるものである。中国や米

国で案件の立ち上がりに時間がかかっていることに加え、マレーシアでの入札案件の失注が起きた。

エネルギー関連事業での未達は、認証サプライヤー間の価格競争が一層激化したことが要因である。原油価格下落で落ち込んだ需要の回復が鈍いことに加え、中国市場で準認証サプライヤーが出現したことが大きい。さらに、こうした外部の競争環境の変化に対して、同社の情報収集活動や営業活動が後手に回ったようで、そのための案件の失注も散見されたようである。

> 期中の変化

◆ 継続企業の前提に関する注記の付与

17/6 期上期までの状況から、後に詳述する通り、黒字転換を見込んでいた 17/6 期会社計画は赤字予想へと修正された。16/6 期に続く 2 期連続の経常損失の計上の見通しとなったことで、取引金融機関との間で締結しているコミットメントライン契約の財務制限条項に抵触する可能性が高まってきた。

そのため、17 年 2 月 9 日に公表された第 2 四半期決算より、継続企業の前提に関する重要な不確実性が認められる「継続企業の前提に関する注記」が付けられることとなった。

◆ 代表者の交代

2 期連続の赤字計上の経営責任を明確にするため、代表取締役だった三村等氏の代表辞任、役付取締役 2 名の専務職解任（うち 1 名は取締役も辞任）が行われた。

新たに 11 年より同社の社外取締役を務めていた梅津泰久氏が代表取締役役に就任した。

➤ 今後の業績見通し

◆ 17年6月期会社計画は2期連続の赤字に下方修正

17/6期の会社計画は、売上高が3,164百万円(前期比1.3%増)、営業利益が319百万円の赤字(前期は597百万円の赤字)、経常利益が293百万円の赤字(同871百万円の赤字)、親会社株主に帰属する当期純利益が284百万円の赤字(同814百万円の赤字)である。

期初の段階では、売上高5,037百万円(前期比61.3%増)、営業利益187百万円、経常利益161百万円、親会社株主に帰属する当期純利益113百万円と黒字回復を目指していたが、大幅に引き下げられた(図表9)。

【図表9】ナガオカの17年6月期の業績計画

(単位:百万円)

	15/6期 実績	16/6期 実績	17/6期					
			上期 実績	下期 計画	修正後通期計画		期初通期計画	
					前期比	前期比	前期比	前期比
売上高	5,858	3,123	1,213	1,951	3,164	1.3%	5,037	61.3%
セグメント								
エネルギー関連事業	3,872	1,743	707	-	-	-	2,771	59.0%
水関連事業	1,985	1,380	505	-	-	-	2,266	64.1%
売上総利益	1,771	682	284	-	-	-	1,317	-
売上総利益率	30.2%	21.9%	23.5%	-	-	-	26.1%	-
営業利益	257	-597	-220	-99	-319	-	187	-
売上高営業利益率	4.4%	-19.1%	-18.1%	-5.1%	-10.1%	-	3.7%	-
経常利益	412	-871	-165	-128	-293	-	161	-
売上高経常利益率	7.0%	-27.9%	-13.6%	-6.5%	-9.3%	-	3.2%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	216	-814	-207	-77	-284	-	113	-
売上高当期純利益率	3.7%	-26.1%	-17.1%	-3.9%	-9.0%	-	2.2%	-

(注) 17/6期下期の会社計画は、通期計画から上期実績の差で算出した

(出所) ナガオカ決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

修正後の計画のセグメント別の内訳は開示されていないが、受注計画に大きな差異が生じ、期初計画に対して売上高が1,873百万円引き下げられた。17/6期上期に発生した受注差異(計画と実績の差)は、海外の水関連事業で437百万円、エネルギー関連事業で1,519百万円の合計1,956百万円に上った(図表10)。

【 図表 10 】 17 年 6 月期上期に発生した主な受注差異 (単位:百万円)

認証年		計画	実績	差異
水関連事業	中国案件	136	0	-136
	米国案件	193	0	-193
	マレーシア案件	100	0	-100
	ベトナム案件	8	0	-8
	小計	437	0	-437
エネルギー関連事業	UOP向け	1,340	310	-1,030
	うち新設案件	756	111	-645
	うち更新案件	584	199	-385
	UOP以外向け	1,110	620	-489
	うち新設案件	472	68	-404
	うち更新案件	638	552	-85
小計	2,450	930	-1,519	
合計		2,887	930	-1,956

(出所) ナガオカ IR リリースより証券リサーチセンター作成

◆ 今後の施策

業績と財務状況の改善に向けて、以下の施策を早急を実施している。

(1) 水関連事業の国内回帰

17/6 期期初より、主力セグメントをエネルギー関連事業から水関連事業へと転換する方針を採り、水関連事業の営業に注力してきた。しかし、海外の水関連事業では、遅々として進まない案件が多いことから、水関連事業のうち、海外案件の新規営業は一旦停止し、当面は国内での案件開拓に注力することとなる。

(2) 利益率の改善

価格競争が激化しているエネルギー関連事業は、安値受注を回避して原価管理を強化する。また、水関連事業の国内回帰も、事業の採算性上昇につながるとしている。

(3) コスト削減

海外の水関連事業の新規営業により、これまで先行投資として支出していた海外渡航費等の経費を削減する。また、現状の売上高規模では工場設備が過剰という認識の下、工場設備の在り方の見直しに着手する。その一環で、17/6 期の期初はケミレスの内製化という方針を打ち出していたが、外注を用いた製造に方針転換し、貝塚工場を見直すこ

ととした。なお、現段階では、人員の削減を行うことは計画されていない。

◆ 中期計画は一旦取り下げ

同社は 19/6 期までの中期計画を公表していたが、足元の業績の悪化を受けて、一旦取り下げることにした。現在見直し作業を行っており、17 年 8 月に新たな中期計画を公表する予定である。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンターでは、17/6 期上期決算より「継続企業の前提に関する注記」が付けられるようになったことを受けて、17/6 期以降の業績予想を無効として取り下げた。

> 投資に際しての留意点

◆ 継続企業の前提に関する注記

先述の通り、17/6 期上期より「継続企業の前提に関する注記」が付いている。

◆ 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おり、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。17/6 期が 2 期連続の経常赤字となる見込みのため、当条項に抵触する可能性が高まっている。

◆ ファンド等からの出資受け入れの検討

「継続企業の前提に関する注記」を外すためには財務体質の安定が不可欠である。そのためのひとつの方法として、ファンド等からの出資受け入れによる資本の充実を検討している。スキームと規模によっては、既存株式の希薄化等の影響が生じる可能性がある。

なお、16/6 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 19.7%となっている。

◆ 営業キャッシュフローの赤字の継続

14/6 期～16/6 期と 3 期連続で営業キャッシュ・フローが赤字となっている。17/6 期上期も赤字が続いており、17/6 期上期末の現金及び現金同等物残高は 565 百万円まで減少している。

◆ 無配が続く可能性

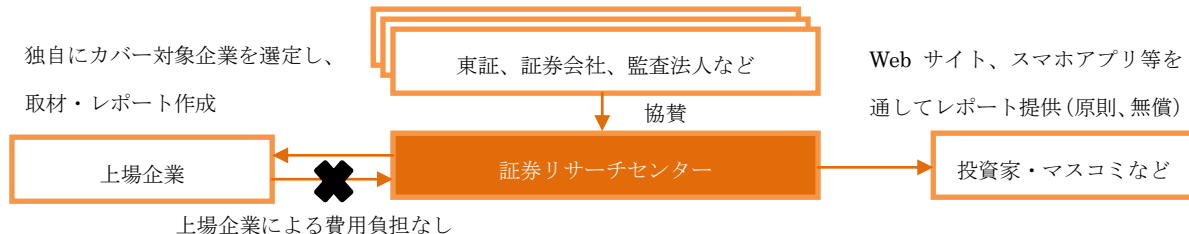
同社は業績回復と財務体質の安定に向けて事業資金を必要としているため、当面無配が続く可能性が高い。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 15 年 11 月 6 日より開始いたしました。

同社は 17 年 2 月 9 日公表の第 2 四半期決算より、継続企業の前提に関する重要な不確実性が認められ、「継続企業の前提に関する注記」が付けられることとなりました。そのため、当センターの銘柄カバー基準に基づき、業績予想を無効とし、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

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
宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス		

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

本レポートの構成

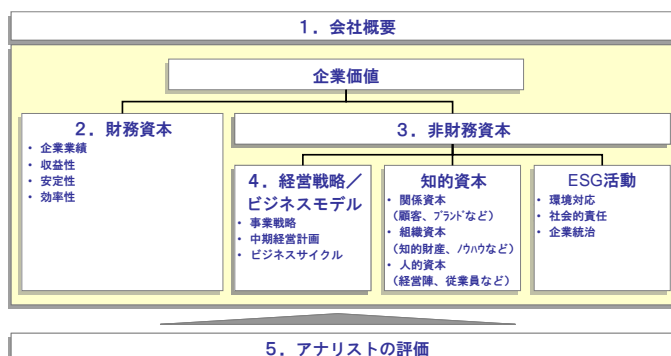
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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、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。