

|| 企業調査レポート ||

品川リフラクトリーズ

5351 東証プライム市場・札証

[企業情報はこちら >>>](#)

2024年7月8日(月)

執筆：客員アナリスト

松本章弘

FISCO Ltd. Analyst **Akihiro Matsumoto**



FISCO Ltd.

<https://www.fisco.co.jp>

目次

| | |
|--|----|
| ■ 要約 | 01 |
| 1. 2024年3月期の業績概要 | 01 |
| 2. 「ビジョン2030」と第6次中期経営計画 | 01 |
| 3. 株主還元策 – 第6次中期経営計画では配当性向を40%へ引き上げ、 持続的な株主還元の充実を図る | 02 |
| ■ 会社概要 | 03 |
| 1. 会社概要 | 03 |
| 2. 沿革 | 03 |
| ■ 事業概要 | 04 |
| 1. 経営体制 | 04 |
| 2. 事業内容 | 06 |
| 3. 海外事業 | 08 |
| 4. サステナビリティ経営 | 11 |
| ■ 業績動向 | 13 |
| 1. 2024年3月期の業績概要 | 13 |
| 2. 事業セグメント別動向 | 14 |
| 3. 財務状況と経営指標 | 16 |
| ■ 今後の見通し | 17 |
| ● 2025年3月期の業績見通し | 17 |
| ■ 中長期の成長戦略 | 18 |
| 1. 「ビジョン2030」の概要 | 18 |
| 2. 第6次中期経営計画の概要 | 19 |
| 3. 第6次中期経営計画の重点方針 | 20 |
| ■ 株主還元策 | 26 |

要約

2024年3月期の売上高、各利益は2期連続で過去最高更新。 ROIC 経営と積極的な成長投資による事業成長を目指す

品川リフラクトリーズ<5351>は、世界で五指に入る工業用耐火物メーカーであり、同社を含む国内8社、海外16社を擁してグループ経営を推進している。海外売上高比率は2024年3月期に約3割に達し、2020年3月期の1.8倍に成長している。2025年3月期は、事業成長と社会課題解決を表裏一体として追求することを基本方針とした長期ビジョンを策定し、グローバル展開を加速し、ROIC 経営と積極的な成長投資を進める第6次中期経営計画（2024～2026年度）をスタートしている。

1. 2024年3月期の業績概要

2024年3月期の連結業績は、原料費の高止まりやエネルギーコストの高騰を踏まえた販売価格の改定、販売構成の改善によるスプレッドの向上、海外事業の業績寄与などにより2期連続で過去最高業績を記録した。売上高は前期比15.4%増の144,175百万円、経常利益は同30.1%増の14,903百万円となった。親会社株主に帰属する当期純利益は同83.9%増の15,280百万円となったが、これは、遊休資産（名古屋市港区他の土地）の売却益（6,564百万円）、投資有価証券売却益（2,102百万円）を特別利益に計上したことによる。その売却代金は、2022年に実施したイソライト工業（株）の完全子会社化とブラジルにおける耐火物事業及び米国における耐摩耗性セラミックス事業の買収に要した資金、並びに2023年11月より2024年3月までに実施した自己株式の取得資金（2,249百万円）に充当している。

2. 「ビジョン2030」と第6次中期経営計画

2024年5月に公表した長期ビジョン「ビジョン2030」において、事業成長における財務目標と社会課題解決におけるサステナビリティ目標を設定した。2025年3月期から7ヶ年累計で1,280億円の積極的な設備投資・事業投資を実施していくことで、2031年3月期に売上高2,400億円、海外売上高比率50%などを達成する。資金は、事業成長により7ヶ年累計で1,500億円のキャッシュ・フローを創出するほか、440億円を外部調達するが、有利子負債/EBITDA倍率は1.9倍と健全性は維持する計画である。この資金は、株主還元や業容拡大に伴う増加運転資金にも充当する。また、2023年3月期のCO₂排出量50%削減、グリーン原料*使用比率の20%への引き上げ、人的資本戦略をサステナビリティ目標として掲げる。同社は2025年に創業150年を迎えるが、その先の未来に向けた第一歩としての第6次中期経営計画（2024～2026年度）は、「ビジョン2030」からバックキャストの手法により策定している。2027年3月期の売上高1,800億円、ROS（営業利益ベース）11%、ROIC10%、海外売上高比率45%を目標とする。ROICを重要な評価指標としたグループ経営により、経営資源の配分見直し、資本コストを重視した3ヶ年累計410億円の積極的な設備投資・事業投資を進める。セクター戦略の深化、生産基盤の整備、グローバル展開の加速、サステナビリティ経営の推進を図る。ただし、2025年3月期は、JFEスチール（株）京浜地区の高炉、転炉休止や大型工事案件の減少の影響が大きく、売上高は143,000百万円と前期比0.8%減を見込む。海外向けを中心とした高収益品の拡販やさらなるコストダウンなどにより経常利益は同0.6%増の15,000百万円を計画する。2027年3月期の目標に向け成長の種を仕込む重要な期となろう。

* グリーン原料：使用後耐火物リサイクル原料、社内発生リサイクル原料、他産業の副産物等の合計

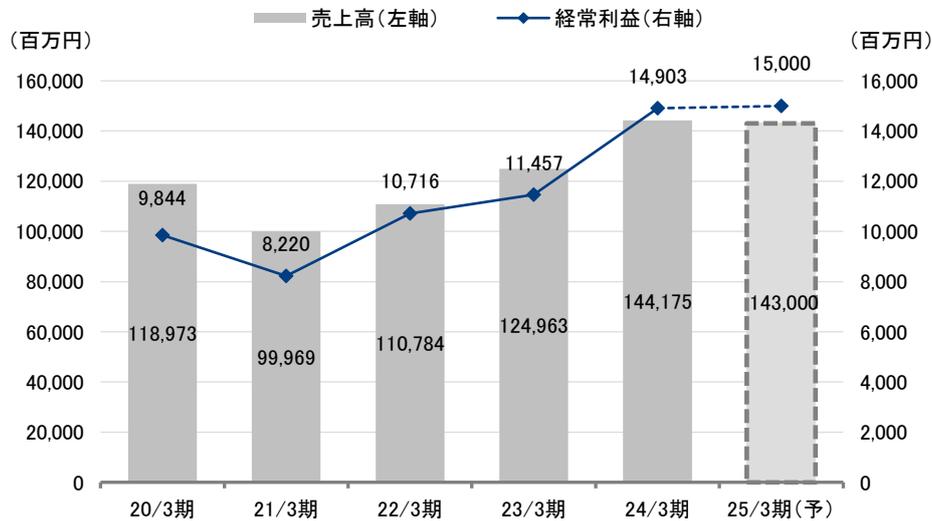
要約

3. 株主還元策 – 第6次中期経営計画では配当性向を40%へ引き上げ、持続的な株主還元の充実を図る

2023年10月1日に普通株式1株につき5株の割合で株式分割を行った。2024年3月期の株式分割修正後の1株当たり年間配当金は前期比28.0円増配の68.0円とした。第5次中期経営計画から基準とする配当性向を20%から30%へ引き上げたことと増益傾向により、3期前の水準と比べると1株当たり配当金は3倍強となる。増配は、特別利益の計上を反映した一時的なものではなく、特別損失が発生した期は配当性向の上昇を許容し、安定的な配当を行った。配当性向は表面的には20.7%と基準の30%を下回るが、遊休資産の売却益など特別損益の影響額を除くと実質的には30%程度となる。さらに、株式市場の高騰を利用して政策株の売却を進め、得られた資金を活用して自己株式を取得した。第6次中期経営計画からは目標とする配当性向を40%に引き上げるとともに、利益還元額の総額を基本的に維持すべく自己株式取得も機動的に行い、株主還元の充実を図る。2025年3月期の1株当たり年間配当金は前期比22.0円増配の90.0円(中間45.0円、期末45.0円)、配当性向は41.0%としている。

Key Points

- ・2024年3月期は売上高、各段階利益とも2年連続過去最高を更新
- ・2025年3月期以降の中期経営計画ではROIC経営により積極的な成長投資を進める
- ・配当性向を40%に引き上げ、自己株式取得と併せた持続的な利益還元の充実を目指す

業績推移


出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

高温技術のリーディングカンパニーとして 持続可能な社会の実現を目指す

1. 会社概要

同社グループは、世界の耐火物市場で五指に入る。高温技術のリーディングカンパニーとして耐火物の製造・販売及び窯炉の設計・築炉工事等のエンジニアリングサービスの提供を通じて、産業の発展と豊かな社会の実現に貢献することを理念とする。鉄鋼をはじめ非鉄金属、セメント、ガラス、焼却炉、ごみ溶融炉、ガス・電力など日本の産業基盤に各種の耐火物や装置を提供している。単体の顧客業種別では、売上高の8割以上が鉄鋼業向けで、残りは焼却炉やセメント、その他になる。耐火物市場で黒崎播磨<5352>と双壁を成す。

世界では気候変動問題が深刻化している。地球温暖化対策として、2015年の国連気候変動枠組条約締約会議(COP21)で採択されたパリ協定では、世界平均気温上昇を産業革命以前と比べて「2℃より十分低く、できれば1.5℃に抑える」という目標を掲げた。2021年のCOP26のグラスゴー気候合意では、「+1.5℃」に抑えるために、世界のCO₂排出量を「2030年に2010年比45%削減」「2050年頃までに実質ゼロ」にする必要が確認された。2023年夏の暑さは史上最も厳しく、世界の平均気温「+1.5℃」目標を超えた日数が過去最多となった。7月に国連のグテーレス事務総長は「地球温暖化の時代は終わりました。地球沸騰化の時代が到来しました。」と警告を発したほどである。

こうしたなかで同社は、持続可能な社会の実現のためサステナビリティ経営を標榜している。世界の基幹産業の多くが、製造現場に高温プロセスを有する。基幹産業である鉄鋼、化学、機械などは、エネルギー多消費型の装置産業であるため温室効果ガス(GHG)の排出量が多い。GHG排出量の削減をバックアップする同社グループの製品及び役務サービスに対するニーズは、中長期的に拡大しよう。

2025年に創業150周年を迎える老舗企業であるが、“稼ぐ力”のさらなる創出・強化に向け経営改革を進めている。2024年3月期より、「セクター制」を核としたグループ経営体制と資本効率を重視したセクター別ROIC経営を導入した。セクター間の協業をバックアップする「コーポレート本部」を設置し、グループ経営戦略会議により複数セクターにまたがる独自ソリューションの一体販売を推進する。

2. 沿革

同社は、2009年10月に品川白煉瓦(株)とJFE炉材(株)が合併してできた。前身の品川白煉瓦は1875年に創業し、民間として日本で初めて耐火レンガの製造を開始した。その後、鉄鋼業界は世界規模の競争が激化したことから業界再編が起り、高炉メーカー5社のうち、2002年9月に日本鋼管(株)と川崎製鉄(株)が合併してJFEホールディングス<5411>に、2012年10月には新日本製鐵(株)と住友金属工業(株)が合併して日本製鉄<5401>(旧新日鐵住金(株))となった。日本鋼管と川崎製鉄系の耐火物メーカー同士が事業統合してできた同社の株主は、2024年3月末時点でJFEホールディングス傘下のJFEスチールが所有比率34.9%で筆頭株主となっている。第3位の神戸製鋼所<5406>が3.9%を所有する。

会社概要

JFE スチールは非上場だが、完全親会社の JFE ホールディングスは上場会社である。同社は、JFE スチールの持分法適用会社に位置付けられているが、役員の兼務はない。業務遂行のため人材交流はあるが、両社間の取り引きは一般取引先と同様に個別交渉で行う。経営は同社独自の判断に基づき実行しており、独立性は確保されていると考えられる。

1949年に、東京証券取引所第1部に株式を上場した。市場区分の見直しにより、2022年4月には「プライム市場」に移行した。

■ 事業概要

2024年3月期より「セクター制」を核としたグループ経営体制へ移行

1. 経営体制

今後の持続的な成長に向けて、2024年3月期より事業区分を変更した。従来の経営体制は、同社単体とグループ会社各社の事業・運営を基本とし、事業セグメントを「耐火物及び関連製品」「エンジニアリング」「その他(不動産)」に分けていた。新たな区分では、「耐火物及び関連製品」を「耐火物」「断熱材」及び「セラミックス」に分け、「エンジニアリング」を加えた主要4区分と「その他」とした。従来区分では耐火物の関連製品という位置付けであった「断熱材」と「セラミックス」が、「耐火物」と並列的な地位に格上げされた。グループ企業の事業ドメイン別内訳は、「耐火物セクター」が耐火物事業本部(同社)、品川ゼネラル(株)、(株)セラテクノ、海外関係会社、「断熱材セクター」がイソライト工業グループ、「セラミックスセクター」が品川ファインセラミックス(株)と事業譲受をした米国子会社、「エンジニアリングセクター」がエンジニアリング事業本部(同社)と品川口コー(株)となる。加えて企画管理本部を擁する「コーポレート本部」の組織立てとなった。経営の運営体制は、従来の「社長(CEO) + 常務会」から「社長(CEO) + 経営会議」+ グループ経営戦略会議」に変更された。なお、「セラミックスセクター」は2025年3月期より「先端機材セクター」に組織改編した。2024年3月に半導体製造装置の組み立てを主な事業とするコムイノベーション(有)を買収により連結子会社としたことを契機に、今後の成長の柱として半導体製造装置業界に関する事業を事業領域に取り込む。

事業概要

「セクター制」を核としたグループ経営体制

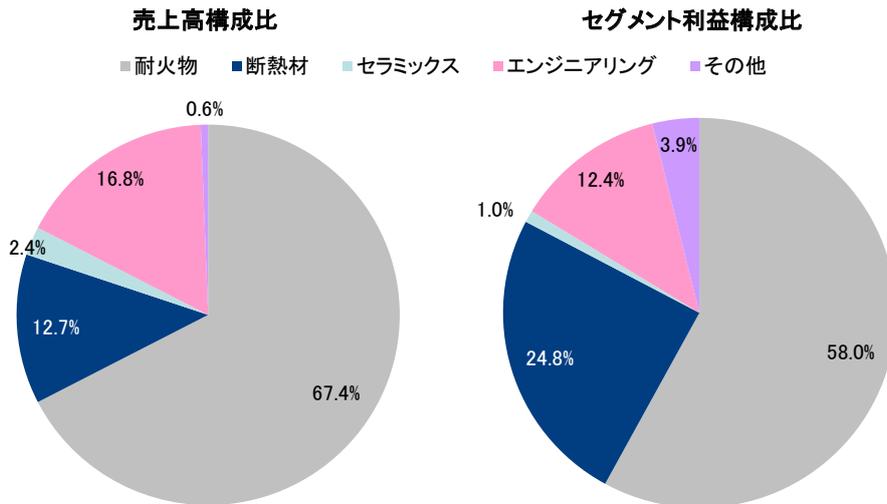


出所：株主通信より掲載

新たな経営体制により、4つの事業セクターはドメインごとに利益と資本効率を考慮した経営を心がけるようになった。グループ経営戦略会議での議論も活発であり、従来は耐火物と断熱材の一体販売を進めていたが、現在は断熱材とセラミックスが半導体製造装置メーカーなどお互いの顧客を紹介し合うといった動きが活発化している。

2024年3月期の事業区分別売上高構成比・セグメント利益構成比（いずれも調整額控除前）、売上高セグメント利益率は、「耐火物」が67.4%・58.0%、8.2%、「断熱材」が12.7%・24.8%、18.5%、「セラミックス」が2.4%、1.0%、3.9%、「エンジニアリング」が16.8%・12.4%、7.0%、「その他」が0.6%・3.9%、59.8%であった。「その他」は、保有不動産の賃貸や土地の有効活用を行う不動産事業であり、売上高構成比は小さいが、収益性が高い。

新事業区分の売上高と営業利益の構成比(調整額控除前、2024年3月期)



出所：決算短信よりフィスコ作成

事業概要

2. 事業内容

(1) 耐火物セクター

耐火物セクターは、同社の耐火物事業本部、セラテクノ、品川ゼネラルの国内関係会社2社、及び瀋陽品川（中国）、品川和豊（中国）、SRA（豪州）、SAM（米国）、SRB（ブラジル）、SGSR（インド）等の海外関係会社9社から構成されており、グローバル展開をしている。耐火物事業は、顧客ごとの使用条件に適合した製品を提供する顧客密着型ソリューションが求められる。グループ丸となってグローバルな顧客から第一に選ばれる事業者となることを目指している。

連結の売上高の顧客業種別売上高構成比は、鉄鋼業向けが8割超を占め依存度が高く、その他焼却炉、セメントと続く。JFEスチールと神戸製鋼所への連結売上高の依存度は5割を超える。高炉メーカーへの売上依存度が高いため、同社は主要顧客の製鉄所内に営業所やエンジニアリング事業部の拠点を置くなど顧客密着型の体制を取っている。装置産業である鉄鋼メーカーのニーズは、設備稼働率の維持、高い歩留り、高品質である。今後は、GHG排出量削減への貢献が加わる。同社は、主要顧客に対して緊密な営業と迅速なサポート体制を取り、顧客ニーズに応えている。

a) 国内生産体制

2009年の合併以降、第2次中期経営計画まで統合効果と競争力強化のため生産集約による最適生産体制への再編を行った。現在では、湯本工場、鹿島工場、赤穂工場、日生工場、岡山工場、帝窯工場及び玉島工場の7工場体制をとっている。さらに、第5次中期経営計画では、2022年3月期の上期から西日本地区の不定形耐火物の生産拠点集約（4拠点→2拠点）に取りかかり、赤穂工場に建設した最新鋭プラントが2024年6月に稼働開始した。

主要国内定形耐火物プラントの多くは、高度に自動化されており、省力化・自動化のために工業用ロボットが導入されている。製造工程は、秤量・混練・成形・乾燥・焼成・検査・梱包となる。最新のコンピュータ統合生産システムによる生産管理方式を取り入れ、製造工程の管理と自動全数検査システムの導入による徹底した品質管理体制の実現に取り組んでいる。成形には、最大5,000トンの油圧真空プレス機を使用し、焼成の最高温度は1,850℃、トンネルキルンで約1週間かけて焼き上げる。

b) 主要製品

耐火物及び関連製品は、定形耐火物、不定形耐火物、連続鑄造用モールドパウダー、断熱材、ファインセラミックスで構成される。

定形耐火物は、それぞれの高温設備の操業条件に合わせて組成と形状を最適化させた製品で、塩基性れんが、カーボン含有れんが、粘土質れんが、高アルミナ質れんが、炭化珪素質れんが、珪石れんがなどをラインナップとしている。

事業概要

不定形耐火物は、キャストブル（流し込み材）、プレキャスト、吹付材、プラスチック、ラミングミックス、モルタル、圧入材、こて塗り材など、用途や施工方法に合わせた製品が数多くある。緻密性、断熱性、耐酸性など各種要求、施工方法や工期に応じた最適な製品を揃える。吹付材は、施工枠が不要で、大量の施工が短時間に行え、緊急時の熱間補修にも最適である。プレキャストは、現場での流し込み施工が困難な場合に、キャストブルを所定の形状に最適条件で流し込み成形した製品で、工期の短縮になる。欧州の鉄鋼メーカーは、製造設備に標準化された製品を使用してコストダウンを図る経営スタイルをとっている。日本の鉄鋼メーカーは、継続的な改善により、炉の設計や炉材を常に進化させている。耐火物の需要は、海外では定形品4：不定形品6の割合だが、日本では定形品3：不定形品7となる。

連続铸造用モールドパウダーは、高品質な鋼材生産に不可欠な製品である。国内の耐火物メーカーでは同社だけが手掛けており、競争力が高い。鑄型内に添加される粉末状潤滑剤で、溶鋼表面の保温と酸化防止、鑄型と鋼塊間の潤滑などの重要な機能を持つ。連続铸造とは、溶融した鋼を連続的に冷却・凝固させて、板状や棒状の鋼塊にする工程である。その工程で使用されるスライドゲートプレート、浸漬ノズルなどの機能性耐火物とともに、モールドパウダーは戦略製品に位置付けられている。浸漬ノズルは、連続铸造工程において溶鋼の酸化防止やモールド内の流動の制御など重要な役割を果たす。同社は、浸漬ノズルの販売だけでなく浸漬ノズル迅速交換装置も提供しており、顧客の作業負荷の低減にも貢献している。

(2) 断熱材セクター

断熱材のセラミックファイバーは、軽量で低熱伝導率、高断熱性で省エネルギーには欠かせない素材である。施工性に優れた各種モジュール、成形品、断熱ボード、シート、ガスカートなど、様々な製品でニーズに対応している。2004年に断熱材事業を行うイソライト工業を買収した。持株比率が54.9%であったが、2022年3月末にTOB + 株式売渡請求により完全子会社化した。環境課題への対応等を背景に、全世界的な事業環境の大変革期が到来したことを認識し、大胆な意思決定を迅速に行えるグループ経営体制の構築を進めた。

(3) 先端機材セクター（旧セラミックスセクター）

同社は、1978年にファインセラミックス事業を開始した。先端産業の成長を見据え、2002年に品川ファインセラミックスとして分社化した。同セクターは、品川ファインセラミックスと米国で事業譲受したSSCA (Shinagawa Specialty Ceramics Americas LLC) の2社で構成される。ファインセラミックスは、高度に微細組織を制御したセラミック素材である。アルミナ、ジルコニア、炭化珪素、サイアロンなど、様々な機能や特性を備えた素材で、各種ローラー、ダイス、ポンプパーツから半導体・液晶製造装置用セラミック部材まで、多様なエンジニアリングセラミックスを提供している。2024年3月に半導体製造装置の組み立てを主な事業とするコムイノベーションを買収により連結子会社としたことを契機に、今後の成長の柱として半導体製造装置業界に関する事業を事業領域に取り込むため、2025年3月期より「セラミックスセクター」を「先端機材セクター」に組織改編した。

事業概要

(4) エンジニアリングセクター

エンジニアリング事業は、工業窯炉での耐火物の設計、施工、メンテナンスを行う。各種施工機械や耐火物周辺設備の設計、製作など、超高温の世界を支える総合エンジニアリングを提供している。近年の工業炉は環境に配慮した省エネルギー、省力化、無害化、安全性などが要求されており、窯炉の設計や施工には高度の技術が必要となる。鉄鋼業向けには取鍋、連続鑄造に使用されるスライドゲート溶鋼流量制御装置、浸漬ノズル迅速交換装置など幅広いニーズに最新技術で応えている。また、大型ブロックリング工法による高炉改修工事に参画し、超短期改修に貢献したことで大きな評価を得ている。ごみ焼却炉、溶融炉などの環境関連設備において国内随一の実績を持つ。

(5) その他

その他の不動産事業は、保有不動産の賃貸や土地の有効活用を行う。賃貸契約が終了し遊休資産となった物件を売却し、コアビジネスである耐火物及び関連製品事業の設備投資や M&A の資金に充当している。

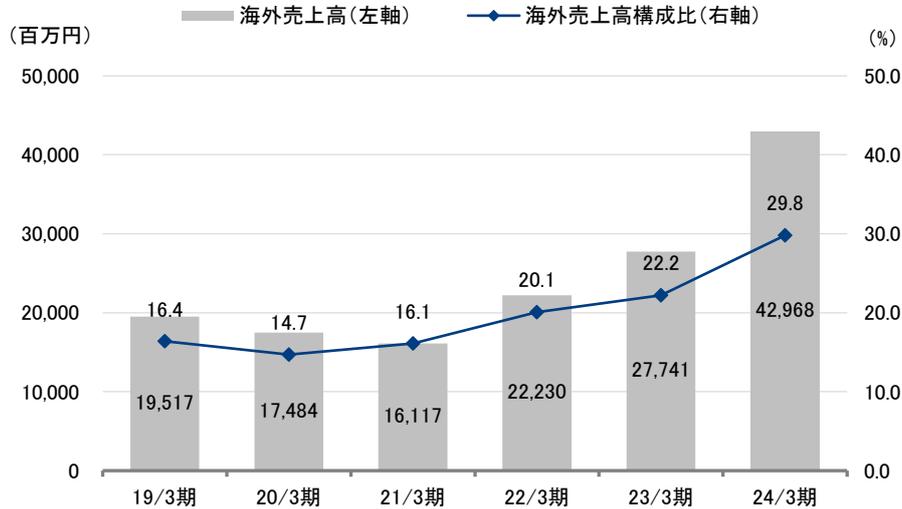
3. 海外事業
(1) 海外売上高比率

(一社)日本鉄鋼連盟は、新興国の経済成長に伴い、世界の鉄鋼需要は2020年の約18億トンから2050年に約27億トンへ増加すると予測している。一方、日本経済の潜在成長力は低く、鉄鋼製品の需要が縮小して国内粗鋼生産は漸減すると見られる。

同社は、海外で積極的な拠点展開を行ってきた。第5次中期経営計画(2022年3月期～2024年3月期)において、海外ビジネスの強化・拡大を重点施策の1つとしてきた。海外売上高は、2021年3月期の16,117百万円から2024年3月期に42,968百万円と2.7倍になった。海外売上高比率は16.1%から29.8%へ上昇した。海外事業は販売数量が増加するなど業績が好調であるうえ、M&Aにより業容を拡大している。原材料を主に海外に依存していることから、円安は利益へのマイナス要因であったが、海外事業の拡大により影響は解消されてきた。「ビジョン2030」においては、現地で製造し現地で販売する「世界の総合耐火物メーカー」を目指し、海外売上高比率50%を目標とする。2025年3月期よりスタートした第6次中期経営計画においては、2027年3月期の海外売上高比率45%を目標に設定し、M&A・JA等を積極的に推進しグローバル展開を加速させる計画である。

事業概要

海外売上高と海外売上高構成比



出所：決算短信よりフィスコ作成

(2) 海外拠点展開

日本の国内粗鋼生産量は、2019年に10年ぶりに1億トンを超えた。米中貿易戦争の長期化による世界景気の減速で輸出が減り、内需も低迷したうえ、自然災害が重なったことが背景となっている。2023年の生産量は、自動車向け鉄鋼需要は回復したが輸出が伸び悩み8,700万トンと2年続けて前年を下回った。世界粗鋼生産における2023年の日本のシェアは4.6%と2000年の半分以下の水準となった。一方、中国は53.9%と高水準を維持している。近年ではインドの成長が著しく、2018年に年間生産量で日本を抜いた。ちなみに2023年のインドの世界シェアは7.3%に高まった。インドは2023年に人口で中国を抜いて世界一となり、持続的な成長が見込まれる。

主要国別 粗鋼の生産量・構成比の推移

(単位：千トン)

| | 国別粗鋼生産 | | | | 前年比増減率 | | | | 構成比 | | | |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
| 日本 | 83,186 | 96,336 | 89,227 | 87,001 | -16.2% | 15.8% | -7.4% | -2.5% | 4.4% | 4.9% | 4.7% | 4.6% |
| 中国 | 1,064,767 | 1,035,243 | 1,017,959 | 1,019,080 | 7.0% | -2.8% | -1.7% | 0.1% | 56.5% | 52.8% | 53.9% | 53.9% |
| 韓国 | 67,190 | 70,516 | 65,734 | 66,492 | -5.9% | 5.0% | -6.8% | 1.2% | 3.6% | 3.6% | 3.5% | 3.5% |
| ベトナム | 19,900 | 23,019 | 20,004 | 19,215 | 13.9% | 15.7% | -13.1% | -3.9% | 1.1% | 1.2% | 1.1% | 1.0% |
| インド | 100,256 | 118,201 | 125,378 | 138,697 | -10.0% | 17.9% | 6.1% | 10.6% | 5.3% | 6.0% | 6.6% | 7.3% |
| ロシア | 71,621 | 77,020 | 71,746 | 76,029 | -0.2% | 7.5% | -6.8% | 6.0% | 3.8% | 3.9% | 3.8% | 4.0% |
| ドイツ | 35,680 | 40,241 | 36,860 | 35,438 | -10.0% | 12.8% | -8.4% | -3.9% | 1.9% | 2.1% | 2.0% | 1.9% |
| 米国 | 72,732 | 85,791 | 80,535 | 81,392 | -17.1% | 18.0% | -6.1% | 1.1% | 3.9% | 4.4% | 4.3% | 4.3% |
| ブラジル | 31,415 | 36,071 | 34,089 | 31,816 | -3.5% | 14.8% | -5.5% | -6.7% | 1.7% | 1.8% | 1.8% | 1.7% |
| メキシコ | 16,803 | 18,454 | 18,386 | 16,180 | -8.6% | 9.8% | -0.4% | -12.0% | 0.9% | 0.9% | 1.0% | 0.9% |
| 世界計 | 1,884,011 | 1,962,439 | 1,890,064 | 1,892,036 | 0.4% | 4.2% | -3.7% | 0.1% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

出所：(一社)日本鉄鋼連盟のデータよりフィスコ作成

品川リファクトリーズ | 2024年7月8日(月)
 5351 東証プライム市場・札証 | <https://www.shinagawa.co.jp/finance/>

事業概要

同社の海外拠点の展開は、1997年の中国子会社の設立から本格的に始まり、2019年までにオーストラリア、米国、インドネシア、インドへ進出した。中国には耐火物等の製造・販売と連続鑄造用モールドパウダーの製造・販売を手掛ける合併会社を設立した。オセアニアでは、オーストラリアとニュージーランドに拠点を持つ。2014年に設立したインドネシアの子会社と併せて、オセアニア・東南アジアへの販売展開を図っている。米国のオハイオ州には、モールドパウダーの製造・販売を行う子会社を設立した。現在では、米州における同社の戦略アイテムの販売拠点としても機能している。また、今後のグローバル展開において重要アイテムとなる断熱材の製造・販売拠点を、マレーシア・台湾・中国・ドイツに置いている。

2022年12月に、仏サンゴバン社からブラジルにおける耐火物事業及び米国における耐摩耗性セラミックス事業を譲受した。同社とサンゴバン社は、これまで30年にわたり良好な協力関係を築いてきた。1991年よりサンゴバンブラジルに鉄鋼用耐火物の製造技術ライセンス提供を行い、近年はサンゴバンブラジルが販売店として、南米で鉄鋼、セメントなどの市場向けに同社製品を販売していた。また、2019年にサンゴバン社の子会社である Grindwell Norton Ltd. との共同出資により、SG Shinagawa Refractories India Pvt. Ltd. をインドに設立した。これらを背景として、本事業買収の合意へと至った。

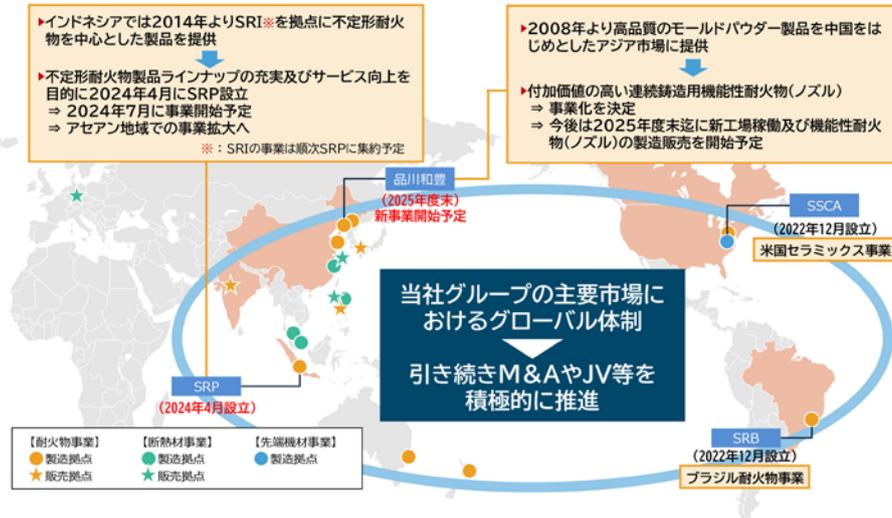
今回買収した事業は、ブラジルにおける鉄鋼、鑄造、非鉄金属、石油化学、セメント等向け耐火物の製造・販売と米国の鋳業・鋳物処理、鉄鋼、アスファルト、エネルギー等向け耐摩耗性セラミックスの製造・販売になる。2021年の売上高規模は、ブラジル事業が約99億円、米国事業が約12億円であった。買収には、約120億円を要した。本事業買収により同社グループは、成長著しいブラジル耐火物市場においてリーディング・ポジションを確立できる。また、耐摩耗性セラミックスに関する米国拠点を入手したことにより、同社グループで技術的親和性が認められるファインセラミックス事業において、米国市場へのアクセスを得られた。今後、ブラジル事業・米国事業は、同社グループのさらなる成長のための強力なプラットフォームとなり、事業の成長やシナジーはもとより収益のさらなる多様性と柔軟性をもたらすものと考えられる。

2024年4月に、インドネシアにおいて現地 PT. Refratech MandalaPerkasa (RMP) と共同出資により PT. Shinagawa Refratech Perkasa (SRP) を設立した。2014年よりインドネシアで不定形耐火物の中～高級品を生産・販売してきた同社子会社の SRI の事業と RMP が手掛けてきた汎用品を中心とした不定形耐火物事業を統合し、製品のラインアップを充実させインドネシア市場はもとよりアセアン地域での事業拡大を目指す。2024年7月より事業を開始する予定である。

同社グループは、グループ子会社の新設や M&A により主要市場におけるグローバルな生産体制を確保した。海外事業の強化・拡大を成長戦略の柱としていることから、今後も M&A を含めた投資機会を探り、条件次第では躊躇なく投資を実行する考えだ。

事業概要

同社グループの海外展開



出所：決算説明会資料より掲載

4. サステナビリティ経営

同社グループは、成長戦略とサステナビリティの取り組みが表裏一体となる長期ビジョンの策定を進めている。気候変動問題など世界的なメガトレンドに対応する。日本政府は、2021年4月に2030年度の温室効果ガス削減目標（2013年度比）を26%減から46%減へ改定した。部門別では、産業部門の目標が7%減から38%減へ拡大された。2020年度の産業部門のCO₂排出量は、3億5,553万トンであった。業種別構成比は、鉄鋼が37%、化学が15%、機械が13%、セメント、窯業・土石が8%、その他が27%であった。窯業・土石に分類される同社の排出量は全体から見れば微々たるものだが、エネルギー多消費型の鉄鋼、化学、機械など基幹産業に世界最高水準の技術力とソリューションを提供することで、取引先の高温プロセスにおけるCO₂排出量削減に貢献することは持続可能な社会の実現に大きく寄与することになる。

同社は、2022年6月に「気候変動リスク及び収益機会について」を開示した。気候変動への対応を重大な経営課題と受け止め、リスクに的確に対応するとともに、収益機会を積極的に活用していく。2050年度のカーボンニュートラル実現に挑戦し、2030年度のScope1・2を対象とするCO₂排出量（連結ベース）を2022年度の年139,000トンから50%に半減することを目指す。同社グループのCO₂排出量（Scope1・2）の約半分を電力消費が占めている。省電力機器への交換はもとより、グループの工場や倉庫などの施設に太陽光発電システムを設置するなど創エネも行う。グループ会社では、イソライト工業がマレーシアの耐火断熱レンガ工場など3ヶ所に、また品川ゼネラルも1ヶ所に太陽光発電を設置済である。焼成炉の燃料は、重油からLNGへ切り替える。また、不定形耐火物の販売を促進する。不定形耐火物は、定形耐火物の製造工程にあるプレス・乾燥・焼成におけるエネルギー消費が不要で省エネとなるためだ。西日本地区の不定形耐火物の生産体制の最適化を進めるため、赤穂工場に44億円かけて最新鋭プラントを建設し、2024年6月から稼働する。新プラントの建屋建設、大容量設備の導入、操業の無人化や高速化により、生産性は現在の約2倍と飛躍的に向上する。拡販と競争力強化だけでなく、CO₂排出量削減にも寄与する。

事業概要

サプライチェーンにおける温室効果ガス排出のカテゴリー

| 上流 Scope3 | | | 自社 Scope1 Scope2 | | 下流 Scope3 | | | |
|--------------|------------|------|------------------------|-----------|--------------|----|------|----------|
| 原料鉱山 | 原料 処理業者 | 運送業者 | 燃料の 燃焼 | 電気の 使用 | 鉄鋼 | 化学 | セメント | 非鉄 金属 |

出所：統合報告書よりフィスコ作成

同社は、2022年4月にサステナビリティ経営を推進するためサステナビリティ委員会と各部門の工場、技術研究所、営業や各種委員会、プロジェクトチーム、グループ企業に働きかけ、報告を受ける事務局となるサステナビリティ推進室を設置した。国連サミットで採択された持続可能な開発目標であるSDGs（Sustainable Development Goals）の17ゴールのうち10ゴールに関与する。SDGsなどに関して、自社に関わる「重要課題」として11のマテリアリティを掲げている。それらを、ESG（環境：Environment、社会：Social、ガバナンス：Governance）で分類すると、環境が3、社会が6、ガバナンスが2に分けられる。

サステナビリティへの取り組み

| | |
|----------|--|
| 2021年10月 | 使用後耐火物リサイクルの事業化検討を開始 |
| 2021年12月 | TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）提言への賛同表明 |
| 2022年 4月 | サステナビリティ委員会を設置 サステナビリティ推進室を設置 |
| 2022年 6月 | サステナビリティ基本方針を制定 マテリアリティを設定 TCFD 提言に沿った情報開示 |
| 2022年10月 | IR・広報部を設置 |
| 2022年11月 | 統合報告書 2022 を発行 |
| 2023年 3月 | ホームページをリニューアル |
| 2023年 4月 | マテリアリティに対する KPI を設定 |
| 2023年 5月 | 人権基本方針を制定 |
| 2023年11月 | 統合報告書 2023 を発行 |

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

■ 業績動向

2024年3月期は、 スプレッドの向上と海外事業拡大により過去最高益

1. 2024年3月期の業績概要

2024年3月期の連結業績は、売上高と各段階利益ともに過去最高を更新した。売上高は前期比15.4%増の144,175百万円、営業利益は同28.1%増の13,887百万円、経常利益は同30.1%増の14,903百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同83.9%増の15,280百万円となった。重要評価項目として2024年3月期より開示したEBITDAも同28.5%増と17,695百万円となった。2023年度の鉄鋼需要は自動車向けが回復したものの輸出向けが低調となり、国内粗鋼生産量(日本鉄鋼連盟調べ)は8,683万トンと前年比1.1%減少した。一方、新たに加わったブラジル、北米での事業が寄与したほか、国内外への拡販活動の進展、原材料の高止まりやエネルギーコストの高騰を踏まえた販売価格の改定、低収益品から高収益品への販売構成の改善によるスプレッドの向上により、増収増益となった。また、遊休資産(名古屋市港区の土地)の売却益(1,119百万円)、投資有価証券売却益(2,102百万円)を特別利益に計上し、親会社株主に帰属する当期純利益は前期の約1.8倍となった。土地売却代金は、2022年に実施したイソライト工業の完全子会社化とブラジルにおける耐火物事業及び米国における耐摩耗性セラミックス事業の買収に要した資金に充てる。また、株価が高騰したこともあり、株主還元を充実するために有価証券を売却し、2023年11月より2024年3月までに実施した自己株式の取得資金(2,249百万円)に充てた。

業績動向

2024年3月期業績

(単位：百万円)

| | 23/3期 | | 24/3期 計画※ | 24/3期 | | 前期比 | |
|---------------------|---------|--------|--------------|---------|--------|--------|-------|
| | 実績 | 売上比 | | 実績 | 売上比 | 増減額 | 増減率 |
| 売上高 | 124,963 | 100.0% | 145,000 | 144,175 | 100.0% | 19,212 | 15.4% |
| 耐火物 | 80,708 | 64.6% | - | 98,469 | 68.3% | 17,761 | 22.0% |
| 断熱材 | 17,944 | 14.4% | - | 18,583 | 12.9% | 639 | 3.6% |
| セラミックス | 2,162 | 1.7% | - | 3,551 | 2.5% | 1,389 | 64.2% |
| エンジニアリング | 24,603 | 19.7% | - | 24,551 | 17.0% | -52 | -0.2% |
| その他 | 889 | 0.7% | - | 900 | 0.6% | 11 | 1.3% |
| 調整額 | -1,345 | -1.1% | - | -1,880 | -1.3% | -535 | - |
| 売上総利益 | 27,413 | 21.9% | - | 33,032 | 22.9% | 5,619 | 20.5% |
| 販管費 | 16,568 | 13.3% | - | 19,144 | 13.3% | 2,576 | 15.5% |
| EBITDA | 13,775 | 11.0% | - | 17,695 | 12.3% | 3,920 | 28.5% |
| 営業利益 | 10,844 | 8.7% | 14,500 | 13,887 | 9.6% | 3,043 | 28.1% |
| 耐火物 | 5,356 | 6.6% | - | 8,062 | 8.2% | 2,706 | 50.5% |
| 断熱材 | 3,205 | 17.9% | - | 3,443 | 18.5% | 238 | 7.4% |
| セラミックス | 139 | 6.4% | - | 138 | 3.9% | -1 | -0.5% |
| エンジニアリング | 1,663 | 6.8% | - | 1,725 | 7.0% | 62 | 3.7% |
| その他 | 483 | 54.3% | - | 538 | 59.8% | 55 | 11.4% |
| 調整額 | -3 | - | - | -20 | - | -17 | - |
| 経常利益 | 11,457 | 9.2% | 15,000 | 14,903 | 10.3% | 3,446 | 30.1% |
| 親会社株主に帰属する 当期純利益 | 8,307 | 6.6% | 15,000 | 15,280 | 10.6% | 6,973 | 83.9% |

※ 24/3期計画値は、2023年9月7日に公表した修正予想数値
 出所：決算短信よりフィスコ作成

セグメント別ではスプレッドが改善した耐火物事業が増益に寄与

2. 事業セグメント別動向

2024年3月期の営業利益は前期比3,043百万円の増加となった。セグメント別では、耐火物セクターが2,706百万円増加し全体の利益を押し上げた。断熱材セクターが238百万円、エンジニアリングセクターが62百万円、その他が55百万円それぞれ増益となり、セラミックスセクターが1百万円の減益となった。

(1) 耐火物セクター

耐火物セクターの売上高は、販売価格の改定やSRB(ブラジル)の業績が寄与し、前期比22.0%増の98,469百万円となった。セグメント利益は主に販売構成の改善に伴うスプレッドの向上やコストダウンにより同50.5%増の8,062百万円となった。売上高利益率は同2.0ポイント上昇の8.2%となった。セグメント利益27億円の増減要因は、減少要因が国内粗鋼生産量減少などによる数量減(18億円減)、在庫評価差(16億円減)、販管費等増加(10億円減)で計44億円減であった。販管費増加は、賃金アップと運送費等の諸経費増加などが主な要因だ。増加要因が、販価・原料等、販売構成、スプレッド、為替(46億円増)、M&A(17億円増)、海外グループ会社(2億円増)、コストダウン等(5億円増)、国内拡販(2億円増)で計72億円増であった。

業績動向

(2) 断熱材セクター

断熱材セクターにおいては、主に国内外でプラント向け耐火断熱レンガの販売が増加し、売上高は前期比 3.6% 増の 18,583 百万円、セグメント利益は同 7.4% 増の 3,443 百万円となった。売上高利益率は同 0.6 ポイント上昇の 18.5% となった。

(3) セラミックスセクター

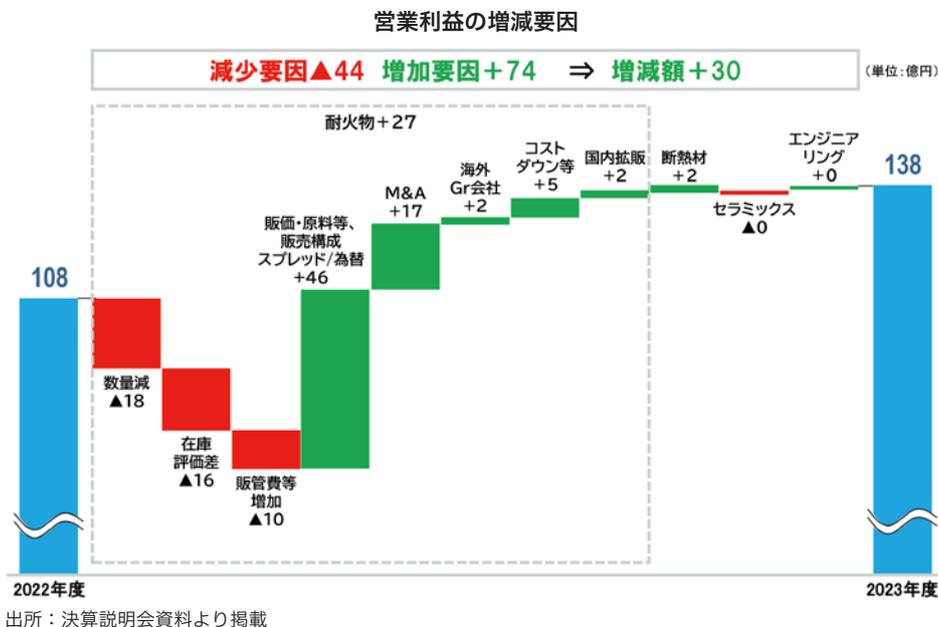
セラミックスセクターにおいては、2023年3月期に加わったSSCA（米国）の耐摩耗性セラミックス事業が業績に寄与し、売上高は前期比 64.2% 増の 3,551 百万円と大幅な増収となった。一方、セグメント利益は買収に伴いシステム整備費用など一時的な支出が生じ、同 0.5% 減の 138 百万円となった。売上高利益率は同 2.5 ポイント低下の 3.9% となった。

(4) エンジニアリングセクター

エンジニアリングセクターの売上高は、大型の工事案件が減少したものの前期比 0.2% 減の 24,551 百万円とほぼ横ばいで推移した。セグメント利益は、収益性の高い工事案件が増加したため同 3.7% 増の 1,725 百万円、売上高利益率は同 0.2 ポイント上昇の 7.0% となった。

(5) その他

その他事業の売上高は、前期比 1.3% 増の 900 百万円、セグメント利益は同 11.4% 増の 538 百万円、売上高利益率は同 5.5 ポイント上昇の 59.8% であった。



業績動向

3. 財務状況と経営指標

2024年3月期末の総資産は、前期末比11,236百万円増加の155,137百万円となった。流動資産は5,886百万円増加の97,566百万円であった。受取手形、売掛金及び契約資産・電子記録債権が6,947百万円、現金及び預金・有価証券が3,056百万円それぞれ増加、たな卸資産が3,609百万円減少した。固定資産では、有形固定資産が2,159百万円、無形固定資産が661百万円、投資その他の資産が2,529百万円それぞれ増加した。無形固定資産はのれんの増加、投資その他の資産は投資有価証券を一部売却したものの株価の上昇により時価評価額が増加した。負債合計は同4,305百万円減少の68,170百万円となり、有利子負債は6,334百万円減少の27,689百万円となった。純資産は、同15,541百万円増加の86,967百万円となった。配当の支払い2,432百万円、自己株式取得2,251百万円、親会社株主に帰属する当期純利益15,280百万円の計上により利益剰余金が12,848百万円増加したほか、その他有価証券評価差額金が1,591百万円、為替換算調整勘定が2,705百万円それぞれ増加した。

なお、2022年12月に実施されたSRB(ブラジル)のM&Aに伴うのれんは、前期末は暫定的に算定された6,256百万円を計上していたが、2024年3月第3四半期に会計処理が確定した。のれんは5,136百万円減額され、1,119百万円に修正された。減額された5,136百万円は、前期末において商品及び製品245百万円、建物及び構築物646百万円、機械装置及び運搬具557百万円、土地1,086百万円、無形固定資産その他2,599百万円に振り替えている。

連結貸借対照表の推移

(単位：百万円)

| | 20/3 期末 | 21/3 期末 | 22/3 期末 | 23/3 期末 | 24/3 期末 | 増減額 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 流動資産 | 72,010 | 71,654 | 78,740 | 91,680 | 97,566 | 5,886 |
| (現金及び預金・有価証券) | 12,998 | 15,717 | 16,886 | 18,323 | 21,379 | 3,056 |
| 固定資産 | 38,237 | 38,550 | 40,969 | 52,221 | 57,570 | 5,349 |
| 総資産 | 110,247 | 110,205 | 119,710 | 143,901 | 155,137 | 11,236 |
| 流動負債 | 34,246 | 35,149 | 39,400 | 55,422 | 53,488 | -1,934 |
| 固定負債 | 9,286 | 4,722 | 17,070 | 17,053 | 14,681 | -2,372 |
| 負債合計 | 43,532 | 39,872 | 56,470 | 72,475 | 68,170 | -4,305 |
| (有利子負債) | 14,680 | 13,632 | 22,776 | 34,023 | 27,689 | -6,334 |
| 純資産 | 66,714 | 70,333 | 63,239 | 71,425 | 86,967 | 15,542 |

出所：決算短信よりフィスコ作成

財務の安全性指標となる流動比率が前期末比17.0ポイント上昇の182.4%、自己資本比率が同6.4ポイント上昇の53.8%となった。同社は、自己資本比率50%をめどとする堅固な財務体質を保ちM&A時の機動的な資金手当を可能としてきたが、前期末は北米、ブラジルへの積極投資により有利子負債が増加し、財務比率が一時的に低下した。2024年3月期末は、遊休資産の売却益計上により安全性の指標は改善された。新型コロナウイルス感染症拡大により業績が悪化した2021年3月期を除くと、収益性の総合指標となるROE(自己資本当期純利益率)とROA(総資産経常利益率)は通常資本コストとされる8%を上回る水準をキープしてきた。2024年3月期は、前期よりも多額の特別利益を計上したためROEが前期比7.2ポイント上昇し20.2%に、ROAも同1.3ポイント上昇し10.0%となった。

業績動向

主要な経営指標の推移

(単位：百万円)

| | 20/3 期末 | 21/3 期末 | 22/3 期末 | 23/3 期末 | 24/3 期末 | 増減 |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 【安全性】 | | | | | | |
| 流動比率 | 210.3% | 203.9% | 199.8% | 165.4% | 182.4% | 17.0pt |
| 自己資本比率 | 52.6% | 55.1% | 50.3% | 47.3% | 53.8% | 6.4pt |
| D/E レシオ (実質有利子負債÷自己資本) (倍) | 0.03 | - | 0.10 | 0.23 | 0.08 | - |
| 【収益性】 | | | | | | |
| ROE (b × c × d) | 9.9% | 3.6% | 8.8% | 13.0% | 20.2% | 7.2pt |
| ROA (a × c) | 8.9% | 7.5% | 9.3% | 8.7% | 10.0% | 1.3pt |
| 売上高営業利益率 | 8.1% | 7.3% | 9.1% | 8.7% | 9.6% | 1.0pt |
| a 売上高経常利益率 | 8.3% | 8.2% | 9.7% | 9.2% | 10.3% | 1.2pt |
| b 売上高当期純利益率 | 4.7% | 2.1% | 4.8% | 6.6% | 10.6% | 4.0pt |
| c 総資産回転率 (回) | 1.07 | 0.91 | 0.96 | 0.95 | 0.96 | -0.02pt |
| d 財務レバレッジ (倍) | 1.97 | 1.86 | 1.90 | 2.05 | 1.97 | 0.08pt |

出所：決算短信よりフィスコ作成

今後の見通し

2025年3月期は高炉休止の影響を受け減収となるが 各セクター戦略の深化により増益確保

● 2025年3月期の業績見通し

2025年3月期の連結業績は、売上高で前期比0.8%減の143,000百万円、EBITDAで同4.5%増の18,500百万円、営業利益で同4.4%増の14,500百万円、経常利益で同0.6%増の15,000百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で同34.6%減の10,000百万円を見込む。国内の粗鋼生産量は横ばいの見通しであるが、JFEスチール京浜地区の高炉、転炉休止や前期に発生した大型工事案件の減少の影響が大きく、減収となる計画だ。一方、前期から継続している低収益品の受注見直しや海外向けを中心とした高収益品の拡販、さらには赤穂の最新鋭プラント稼働や省力化投資によるコストダウンなどによりEBITDA、営業利益、経常利益は増益を計画する。親会社株主に帰属する当期純利益は、前期に発生した遊休資産の売却などが見込まれないため減益となる。

2025年3月期連結業績見通し

(単位：百万円)

| | 24/3 期 | | 25/3 期 | | 前期比 | |
|---------------------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | 実績 | 売上比 | 予想 | 売上比 | 増減額 | 増減率 |
| 売上高 | 144,175 | 100.0% | 143,000 | 100.0% | -1,175 | -0.8% |
| EBITDA | 17,695 | 12.3% | 18,500 | 12.9% | 805 | 4.5% |
| 営業利益 | 13,887 | 9.6% | 14,500 | 10.1% | 613 | 4.4% |
| 経常利益 | 14,903 | 10.3% | 15,000 | 10.5% | 97 | 0.6% |
| 親会社株主に帰属する 当期純利益 | 15,280 | 10.6% | 10,000 | 7.0% | -5,280 | -34.6% |

出所：決算短信よりフィスコ作成

今後の見通し

事業セグメント別の EBITDA の増減予想は、耐火物セクターが前期比で 6 億円増、断熱材セクターが同 2 億円増、先端機材セクターが同 3 億円増、エンジニアリングセクターが同 4 億円減となる。耐火物セクターでは、減益要因として高炉の休止などに伴う減収 22 億円による影響 4 億円、賃金上昇を中心とした販管費・労務費等の増加 4 億円を、増益要因として高収益品への販売構成シフト 6 億円、赤穂新工場の稼働などのコストダウン等 8 億円を見込んでいる。断熱材セクターは、コア事業である耐火断熱れんが、セラミックファイバー及び半導体製造装置業界をはじめとする成長分野、海外向けなどを複合的に拡販し、増益を計画する。先端機材セクターは、新たにコムイノベーションの業績が加わるほか、下期より半導体製造装置業界の部材の需要増加を見込んでおり増益を計画する。エンジニアリングセクターは、高炉の休止及び前期に発生した大型工事案件の減少により減益を見込む。

■ 中長期の成長戦略

長期ビジョン「ビジョン 2030」及び第 6 次中期経営計画を発表

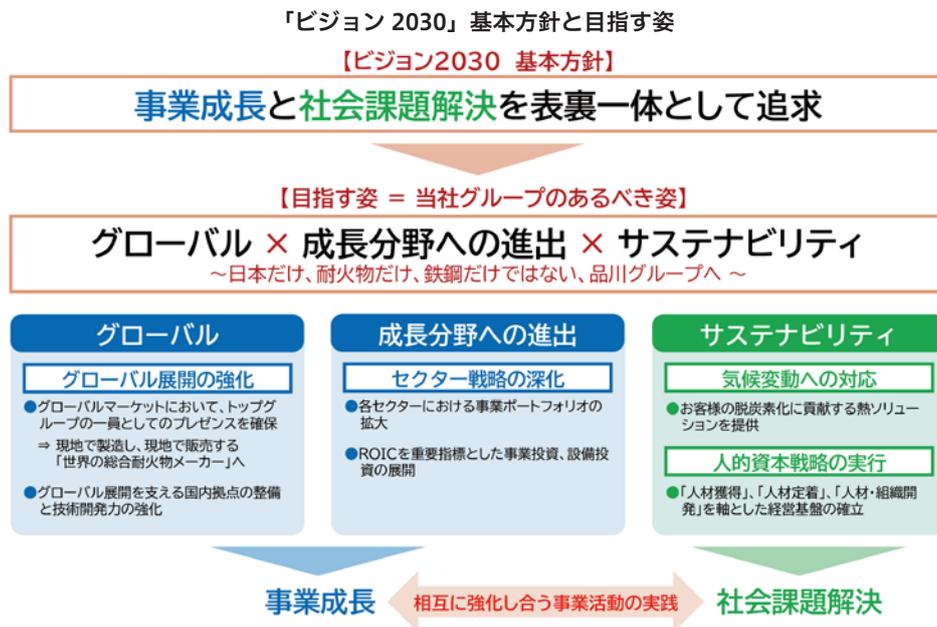
2024 年 5 月に長期ビジョン「ビジョン 2030」及び第 6 次中期経営計画（2025 年 3 月期～2027 年 3 月期）を公表した。同社は 2025 年に創業 150 年を迎えるが、第 6 次中期経営計画はその先の未来に向けた第一歩として、「ビジョン 2030」からバックキャストिंगの手法により策定している。2026 年 3 月期には企業理念を再構築する予定である。

1. 「ビジョン 2030」の概要

「ビジョン 2030」は事業成長と社会課題解決を表裏一体として追求する、すなわち両立させることを基本方針としている。グローバル展開を強化し、セクター戦略を深化させ成長分野へ進出することで事業成長を図る。同時に、気候変動への対応や人的資本戦略の実行を進め社会課題解決を目指す。キャッチフレーズは「日本だけ、耐火物だけ、鉄鋼だけではない、品川グループへ」としている。グローバル展開の強化により、現地で製造し、現地で販売する「世界の耐火物メーカー」として、世界トップグループとしてのプレゼンスを確保する。グローバル展開を支える国内拠点の整備と技術開発力も強化する。各セクターにおいては、セクター戦略を深化させることで成長分野への進出、事業ポートフォリオの拡大を図り、ROIC を重要指標として資本効率を重視した事業投資、設備投資を展開する。社会課題解決としては、取引先に脱炭素化に貢献する熱ソリューションを提供するなど気候変動への対応を進める。また、「人材獲得」「人材定着」「人材・組織開発」を軸に人的資本戦略の実行を進め、経営基盤を確立する。

中長期の成長戦略

2031年3月期の具体的な目標としては、財務目標とサステナビリティ目標を設定した。財務目標は、売上高2,400億円(2024年3月期1,441億円)、ROS(営業利益ベース)12%(同9.6%)、ROIC10%(同9.1%)、海外売上高比率50%(同29.8%)とし、持続的な成長を推進する。サステナビリティ目標は、気候変動対応関連においては、2023年3月期のCO₂排出量139千トン(50%削減、グリーン原料の使用比率20%(2024年3月期10%))をKPIとする。人的資本戦略関連においては、経営戦略に即した人材・組織開発、ダイバーシティ&インクルージョンの確立、働きやすい職場環境の創造を目標とする。



出所：決算説明会資料より掲載

目標に向けた財務・資本戦略として、2025年3月期からの7ヶ年累計で1,280億円の積極的な設備投資と事業投資を実施する。資金は売上高・利益の拡大により7ヶ年累計で1,500億円のキャッシュ・フローを創出するほか、440億円を外部調達するが、有利子負債/EBITDA倍率は1.9倍と健全性は維持する戦略である。さらに配当性向40%を目標とした株主還元の充実を図る。

2. 第6次中期経営計画の概要

一般的に、中期3ヶ年計画では「ありたい姿」の実現のため、現在の延長線上で未来を予測する「フォアキャストリング」の手法が用いられる。一方、SDGsやカーボンニュートラル実現などの長期計画では、過去の原因分析よりも「実現したい未来」のため目的の達成に焦点を当てる「バックキャストリング」のアプローチが採られる。同社は、サステナビリティへの取り組みを深化させるため、2030年に向けた長期ビジョンを策定し、それを踏まえた第6次中期経営計画(2025年3月期～2027年3月期)を立てるバックキャストリングの手法を用いた。

中長期の成長戦略

第6次中期経営計画は、「ビジョン2030」実現に向けたマイルストーンとして、持続的成長に必要な組織能力の強化を図り、財務目標達成とサステナブルな企業に向けたステップを踏む。主要取引先の高炉休止などの影響が一定の業績低下要因となるが、海外ビジネスをはじめとした事業拡大とコストダウンなどの取り組みによりカバーし、売上・利益ともに拡大する計画だ。2027年3月期の財務目標として、売上高は2024年3月期比24.8%増の1,800億円、ROS(営業利益ベース)11%、ROIC10%、海外売上高比率45%を掲げる。同社によれば、2027年3月期の売上高には、現時点で検討中のM&A・JAのうち、本中期経営計画期間中に実現する可能性の高い案件は含んでいるという。一方、サステナビリティ目標については、「ビジョン2030」で設定した目標について中期経営計画期間中に諸施策の検討を行う考えで、マイルストーンとしての2027年3月期の目標は現時点では設定していない。

財務目標の達成に向けては、ROIC経営を徹底し、既存事業における経営資源の配分見直し、3ヶ年累計410億円の積極的な成長投資(206億円の設備投資204億円の事業投資)を進め、資本コスト(同社のコストは6.5%)を上回る効果を発現する計画である。投資効率を重視した経営で“稼ぐ力”を創出・強化することでセクター戦略の深化を図り、企業価値の最大化を目指す。3ヶ年累計で500億円のキャッシュ・フローを創出するほか、200億円の外部調達を行い、この資金を再投資と株主への還元140億円や増加運転資金に充てる計画だ。

3. 第6次中期経営計画の重点方針

第6次中期経営計画においては、セクター戦略の深化、生産基盤の整備、グローバル展開の加速、サステナビリティ経営の推進の4項目を重点方針とする。

(1) セクター戦略の深化

各セクターは、「セクタービジョン」に基づき各セクター戦略を深化する計画である。また、セクター別の売上高・営業利益・EBITDA・ROIC目標値を設定している。ただし、売上高・営業利益・ROICの目標数値には、未公表のM&A、JAは含んでいない。

a) 耐火物セクター

「非鉄鋼業界(非鉄・工業炉等)に向けた販売拡大による国内事業規模の維持」「サステナビリティ課題への技術対応力の強化(新製鉄法への対応他)」「海外向け拡販とM&Aの推進」をセクタービジョンとする。国内市場におけるセクター戦略は、国内粗鋼生産量が漸減の傾向にあるため、非鉄鋼業(非鉄・工業炉等)へ業容を拡大するとともに、サステナビリティへの対応を強化する。業界では耐火物と断熱材の両方の事業を行う事業者が他になく、同社グループ独自の強みである。両製品の技術融合による省エネ性能を向上した製品の開発、使用後耐火物のリサイクル原料化により産業廃棄物と新規原料製造時に発生するCO₂発生量の削減、熱口ス低減対策となる炉の設計と築炉技術の開発、交換頻度の少ない装置の提供などを、セクター間の協業により推進する。2023年4月には米国Allied Mineral Products社と国内のアルミニウム業界向け不定形耐火物の独占販売契約を結んだ。同社の競争力のある豊富な製品群を生かして拡販に取り組む。また、国内高炉メーカーも大型電炉、水素還元製鉄などCO₂発生量を削減する新しい製鉄法を検討しており、こうした製法に対応した製品のラインナップ拡充、Green Refractoryの浸透を図る。

品川リファクトリーズ | 2024年7月8日(月)
5351 東証プライム市場・札証 | <https://www.shinagawa.co.jp/finance/>

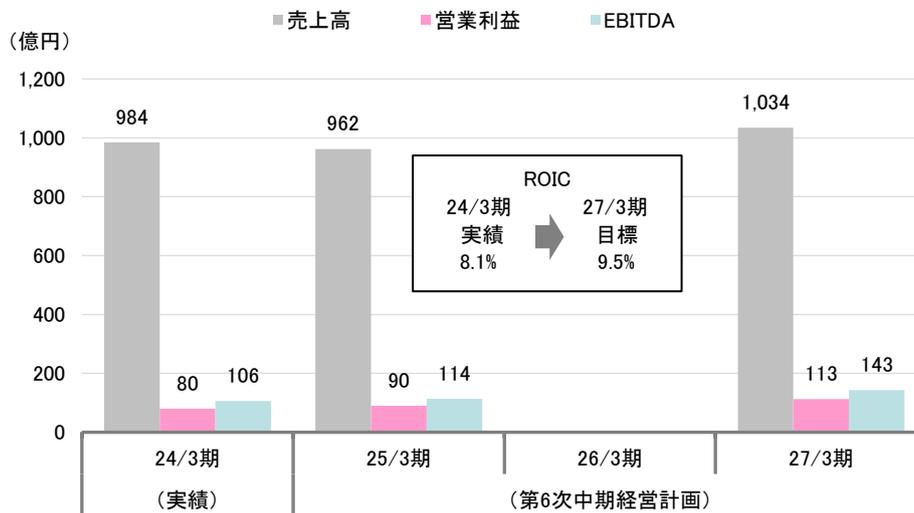
中長期の成長戦略

海外市場におけるセクター戦略は、技術力やグローバル拠点を持つ強みを最大限発揮し、機能性耐火物、モールドパウダーなどの拡販、M&Aによりグループ入りしたSRB社製品の北米への販売などを展開していく。また、M&A・JVによる現地製造、これによる事業ポートフォリオ拡大を目指す。2024年4月にはインドネシアに現地合弁会社SRPを設立し、同年7月より不定形耐火物の製造品目を増やして販売を開始する予定だ。

リサイクル原料を活用したGreen Refractoryについては、まずセメント業界に提案・展開中である。従来、セメント製造の回転式窯であるセメントキルンに使用されるマグネシア・スピネル質れんがは、使用後に廃棄処分されてきた。同社はその使用後れんがをリサイクル原料とするための管理徹底と、リサイクル原料を含めた製品粒度構成の最適化による再活用技術(特許取得済)を確立した。同社の優位性は、自社製品だけでなく他社製品も含めた使用後れんがをリサイクル原料化できることだ。新規に採掘・加工された原料の使用比率を減少させることで、原料製造時に発生するCO₂排出量削減に寄与する。繰り返し再原料化を行うことで、原料の安全保証面から製品の安定供給が可能となる。また製品が軽量化される。セメントメーカーの上流Scope3を含めたサプライチェーンにおけるGHG排出量削減に寄与する。今後はセメント業界のみならず、耐火物を使用するすべての業界に向け展開する考えだ。海外では、リサイクル原料化のビジネスをすでに確立している企業もある。

2027年3月期の売上高は1,034億円(2024年3月期比5.1%増)、営業利益は113億円(同41.3%増)、EBITDAは143億円(同34.9%増)、ROICは9.5%(同1.4ポイント上昇)を目標とする。

耐火物セクターの目標数値



出所: 決算説明会資料よりフィスコ作成

中長期の成長戦略

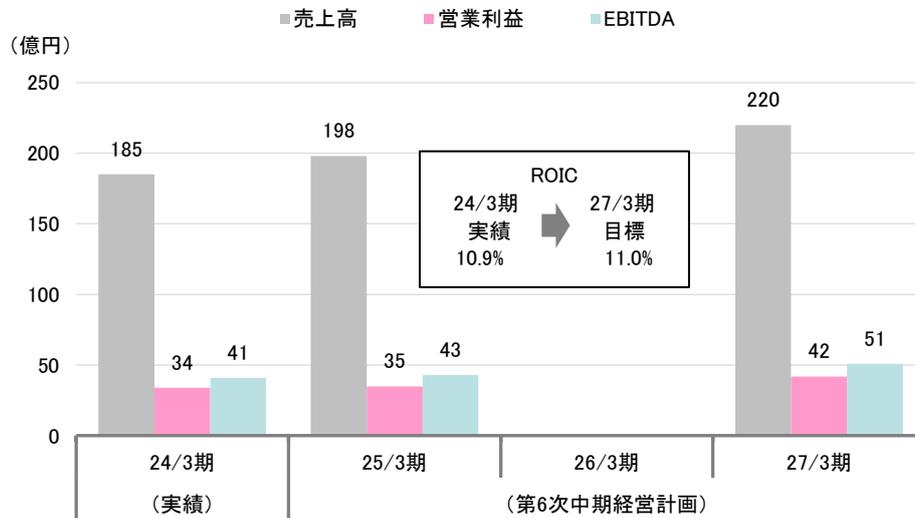
b) 断熱材セクター

「環境負荷を低減する断熱製品のグローバル供給」「成長市場（半導体製造装置業界等）向け拡販に対応する技術開発力の強化」「積極的な M&A の推進」をセクタービジョンとする。セクター戦略は、脱炭素、省力化、合理化、IT 化等への投資を積極的に展開する。3 ヶ年累計で 54 億円の設備投資を投入し、生産基盤を強化する。次に、今後の成長が期待できる半導体製造装置業界や燃料電池（リチウム、NAS 電池）用の部材、断熱性に加えて耐火性も兼ね備えた建築用不燃材などを拡販する。この他、コア事業となる耐火断熱レンガ及びセラミックファイバーの製造販売の持続的成長、成長分野での拡販、海外向けの拡販を強化し、年 5% の持続的な成長を目指す。

2027 年 3 月期の売上高は 220 億円（2024 年 3 月期比 18.9% 増）、営業利益は 42 億円（同 23.5% 増）、EBITDA は 51 億円（同 24.4% 増）、ROIC は 11.0%（同 0.1 ポイント上昇）を目標とする。ROIC は、持続的成長に向けた投資を拡大するため横ばいを見込む。

高まる省エネ需要に対応し、超低熱伝導率断熱材（LTC シリーズ）を開発した。LTC シリーズは、従来品より断熱性能が高く、厚みが薄くでき、強度が高く、加工性に優れ、人と環境に優しい。熱ロス低減効果が大きく、省エネへの寄与率が向上し、炉内容積の拡大も可能になる。

断熱材セクターの目標数値



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

中長期の成長戦略

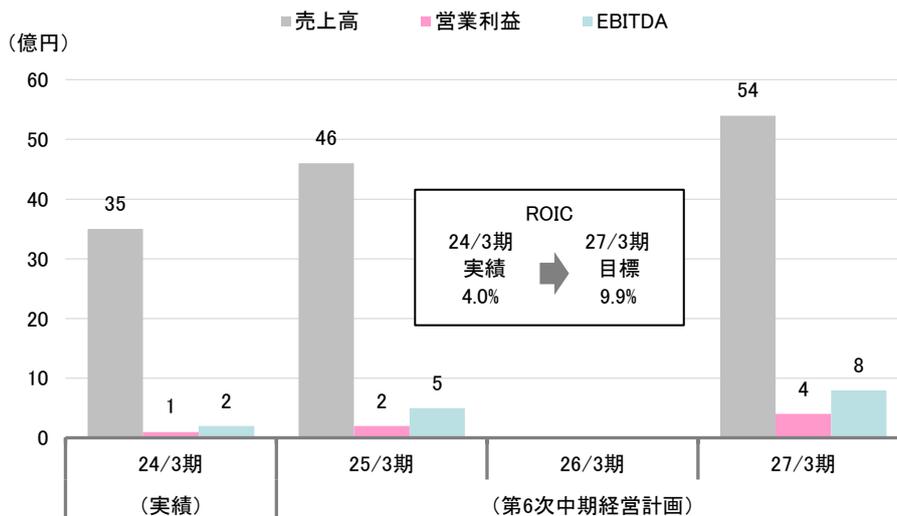
c) 先端機材セクター（旧セラミックスセクター）

「金属代替品としての構造材料から、先端産業における機能性材料への軸足移行」「技術開発力と生産能力の拡充」「M&A や JV による事業拡大」をセクタービジョンとする。ファインセラミックスや無機塗料・無機接着剤など「高付加価値」に属する製品を取り扱っている。主力製品であるファインセラミックスは、金属や樹脂などの素材と比べて耐熱性・耐食性や機械的強度などで優れ、半導体・自動車・産業用機械など幅広い分野で使用されており、軽量素材などとしても今後需要がさらに伸びることが期待される。生産能力の増強、競争力強化や事業規模の拡大が重要な課題となる。米国で高性能ポンプの需要が増加しており、セラミック部材の増産対応中である。無機塗料・無機接着剤は、主力の事業である耐火物研究の成果を応用しており、有機物を含む通常の塗料・接着剤では実現できない耐熱性・電気絶縁性・耐候性や離型性が特長である。足元では加工工程の移設、自動加工機導入、設備更新など設備投資を積極的に進め生産能力を拡大している。

また、新しい成長分野として、半導体製造装置向け部材、航空機向け関連製品や特殊蒸着材、リチウムイオン電池向けの耐摩耗部材・溶湯部材、鉄鋼向け窒化ケイ素ロール等の市場参入・拡販、製品ラインナップの拡充、外部技術の導入・組織強化による規模の拡大を図る。窒化ケイ素ロールは第6次中期経営計画期間中に開発の完了を予定するなど、第6次中期経営計画期間は2028年3月期以降の本格参入に向けた製品開発強化と生産基盤構築期と位置付けている。2024年3月には半導体製造装置の組み立てを主な事業とするコムイノベーションを買収したが、引き続き M&A、JV による事業ポートフォリオの拡大を目指す。

2027年3月期の売上高は54億円（2024年3月期比54.3%増）、営業利益は4億円、EBITDAは8億円とそれぞれ2024年3月期の4倍、ROICは9.9%（同5.9ポイント上昇）を目標とし、各セクターの中で特に成長を期待している。

先端機材セクターの目標数値



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

品川リファクトリーズ | 2024年7月8日(月)
5351 東証プライム市場・札証 | https://www.shinagawa.co.jp/finance/

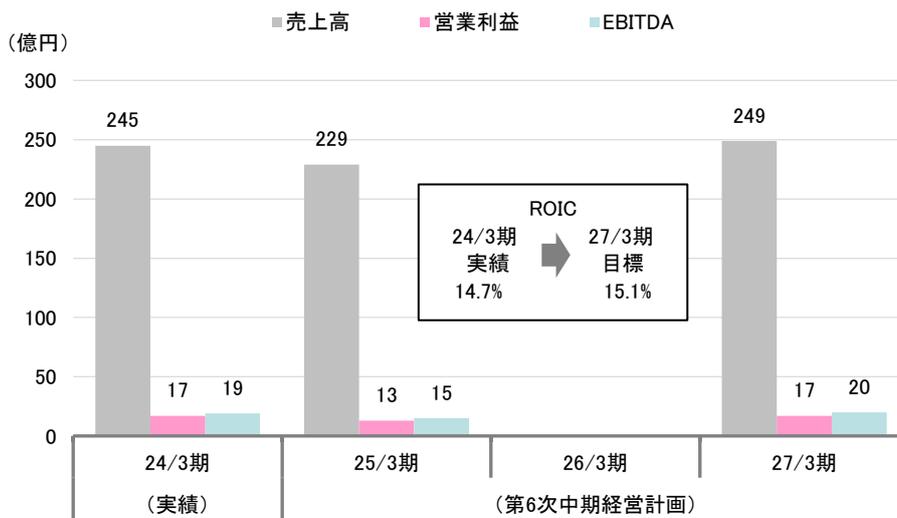
中長期の成長戦略

d) エンジニアリングセクター

「カーボンニュートラル案件の確実な受注」「成長が見込まれる工業炉分野(非鉄、半導体関連)への積極参入」「工事対応力の強化(新技術の開発、工事体制の見直し、M&Aの推進)」をセクタービジョンとする。エンジニアリングセクターは、近年の国内粗鋼生産の縮小やカーボンニュートラルの加速などにより経営環境が大きく変わろうとしている。既存分野への対応に加え、今後の成長分野を見据えた新事業創出への挑戦が重要な課題と同社は認識している。高炉メーカーが進める大型電気炉、カーボンリサイクル高炉等カーボンニュートラル案件については、取引先の検討段階から参画し、技術の蓄積と確実な受注につなげる戦略だ。カーボン焼成炉等工業炉分野については、成長分野として人材を投入し受注拡大を目指す。既存分野においても、新たな施工技術・点検技術の導入・開発により働き方改革と作業効率を推進する。そして、国内外での業務提携・M&Aを推進し、労働力を確保しながらシナジー効果を追求していく。

2027年3月期の売上高は249億円(2024年3月期比1.6%増)、営業利益は17億円、EBITDAは20億円とそれぞれ2024年3月期比横ばい、ROICは15.1%(同0.4ポイント上昇)を目標とする。

エンジニアリングセクターの目標数値



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

各セクターのビジョン

| セクター名 | セクター・ビジョン |
|----------|---|
| 耐火物 | <ul style="list-style-type: none"> サステナビリティ課題への技術的対応の強化(新製鉄法への対応) 非鉄鋼業界(非鉄・工業炉等)に向けた販売拡大による国内事業規模の維持 海外向け拡販とM&Aの推進 |
| 断熱材 | <ul style="list-style-type: none"> 環境負荷を低減する断熱製品のグローバル供給 成長市場(半導体製造装置業界等)向け拡販に対する技術開発力の強化 積極的なM&Aの推進 |
| 先端機材 | <ul style="list-style-type: none"> 金属代替品としての構造材料から、先端産業における機能性材料への軸足移行 技術開発力と生産能力の拡充 M&AやJVによる事業拡大 |
| エンジニアリング | <ul style="list-style-type: none"> カーボンニュートラル案件の確実な受注 成長が見込まれる工業炉分野(非鉄・半導体関連)への積極参入 工事対応力の強化(新技術の開発、工事体制の見直し、M&Aの推進) |

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項(ディスクレーマー)をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

中長期の成長戦略

(2) 生産基盤の整備

東西の国内拠点を再編・統合し、国内拡販とグローバルマーケットにおける成長への生産基盤を整備する。西日本地区においては、不定形耐火物の競争力強化のため、生産拠点を集約（4拠点→2拠点）しており、不定形耐火物の生産集約拠点として、赤穂工場に建設した最新鋭プラントを2024年6月に稼働開始した。その結果、帝窯工場は閉鎖、日生工場はモールドパウダー専門工場となる。また、岡山工場のさらなる最適生産体制に向けた再構築を検討する。東日本地区においては、高炉各社の生産体制再編への対応として、湯本工場のプレキャストを除く不定形耐火物を鹿島工場と西日本地区の赤穂工場に集約した（2024年3月完了）。第6次中期経営計画期間では、海外ビジネスのマザー工場化も視野に入れ湯本工場の機能性耐火物の生産ラインを最新鋭化するなど、生産拠点の集約をスタートする。

(3) グローバル展開の加速

オーガニックな成長に加え、耐火物セクターを中心に新規 M&A・JV によるグローバル展開を加速する。2022年12月にSRB（ブラジル）の耐火物事業、SSCA（米国）の耐摩耗性セラミックス事業を譲受したのについて、2024年4月にインドネシアに合併でSRPを設立した。2014年よりSRI（インドネシア）を拠点に不定形耐火物を中心とした製品を提供してきたが、SRPの設立により不定形耐火物製品のラインナップの充実とサービスの向上を図る。2024年7月より事業を開始する予定で、今後アセアン地域で事業を拡大する計画だ。また、2008年より高品質のモールドパウダー製品を中国などアジア市場に提供してきた品川和豊において、付加価値の高い連続製造用機能性耐火物（ノズル）の事業化を決定し、2026年3月期末までに新工場稼働及び機能性耐火物（ノズル）の製造販売を開始する計画である。海外売上高は、第5次中期経営計画で急速に拡大したが、第6次中期経営計画期間は現地製造・現地販売の体制強化を押し進め、2027年3月期には海外売上高822億円、海外売上高比率45%を目指す。

(4) サステナビリティ経営の推進

同社においては、事業活動を通じた気候変動への取り組みを重要な成長戦略エレメントとして根付かせていく方針である。Scope1、2においては、LNGなどCO₂排出量削減となる燃料への転換、太陽光発電の導入推進、不焼成製品の開発・販売強化による省エネルギーを促進している。Scope3の下流工程においては、低熱伝導製品の開発・販売強化のほか、耐火物技術、断熱材技術、築炉エンジニアリング技術の融合によるソリューション提供などにより、取引先の高温プロセスにおける熱ロス低減を推進する。使用後耐火物（従来はその多くを産業廃棄物として処理）の回収も強化し、取引先のカーボンニュートラルへの貢献を進める。さらに、Scope3の上流工程においては、2024年4月にリサイクル推進部を発足した。使用後耐火物の選別・加工技術の向上、Green Refractoryの開発・浸透などにより、サプライチェーンを通じたCO₂排出量削減に貢献していく。

(5) 人的資本戦略

「人材獲得」「人材定着」「人材・組織開発」を軸とした経営基盤の確立を目指す。教育研修（階層別・専門研修等）の充実、グローバルなグループ間交流の積極推進、企業理念をベースにした組織開発の展開などグローバル企業として経営戦略に即した人材・組織を開発する。ダイバーシティ採用の推進、コンプライアンス教育やハラスメント防止対策の充実など、多様な人材が十分に活躍できる企業文化を醸成するためダイバーシティ&インクルージョンを推進する。そして、フレックスタイム・テレワーク勤務制度の活用推進、育児・介護休業の取得促進、年次有給休暇の取得促進などワークライフバランスや個人の生活環境に応じた多様な働き方を支援し、働きやすい職場を創造する。

■ 株主還元策

2025年3月期より配当性向目標を40%に引き上げ、 配当と自己株式取得による持続的な利益還元充実へ

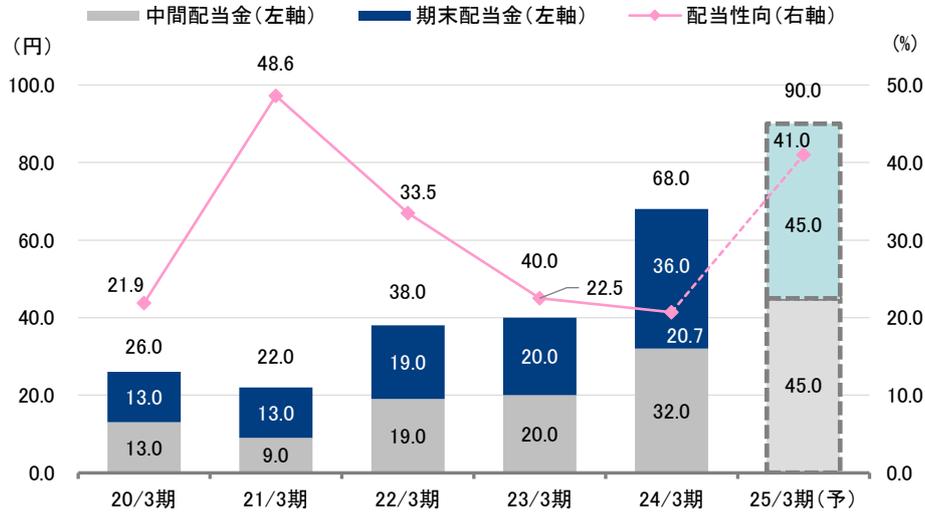
同社は、株主への安定した配当を確保しつつ将来の増配を心掛け、併せて企業体質の強化のため内部留保の充実を図ることを利益配分の基本方針としている。2024年3月期は、2023年10月1日に普通株式1株につき5株の割合で株式分割を行った。分割修正後の中間配当金は1株当たり32.0円（修正前160円）とし、期末配当金を36.0円（修正前180円）、年68.0円（修正前340円）とした。前期の分割修正後の1株当たり配当金は40.0円（修正前200円）であり、28.0円の増配となる。1株当たり年間配当金は、第5次中期経営計画前の2021年3月期との比較では3倍強になる。

第5次中期経営計画より配当性向の基準を20%から30%に引き上げ、2022年3月期は期初に予定していなかった環境対策引当金繰入の特別損失が発生したものの、1株当たり配当金は当初計画どおりで配当性向を33.5%となった。2023年3月期は22.5%と基準となる30%を下回ったが、特別利益の固定資産売却益の影響を除外すると実質的におおむね30%となった。2024年3月期も20.7%と基準の30%を下回るが、固定資産売却益の影響額を除外すると実質的におおむね30%となる。特別利益・損失の発生が配当性向を変動させるものの、配当政策に沿って安定配当と本業の利益拡大により増配を心掛けていることが見て取れる。さらに、株式市場の高騰を利用して政策株の売却を進め、得られた資金を活用して2023年11月から2024年3月末までに自己株式1,220千株、2,249百万円を取得した。自己株式の取得も含めた総還元性向の観点から株主還元の充実を進めていく強い姿勢がうかがえる。

第6次中期経営計画においては、配当方針として配当性向の目標を40%に引き上げることとした。一方、同社はキャッシュ・フローをM&Aを含めた成長投資に優先的に振り向ける考えだ。また、のれんの償却の増加により利益が圧縮され配当性向を40%としていても配当金の総額が変動することも想定されるが、基本的に利益還元の総額を維持すべく、キャッシュ・フローの状況を踏まえながら自己株式取得を機動的に行い、総還元性向の観点から持続的な利益還元の充実を図る方針だ。2025年3月期の1株当たり年間配当金は前期比22.0円増配の90円（中間45.0円、期末45.0円）、配当性向は41.0%としている。

株主還元策

1株当たり配当金と配当性向



出所：決算短信よりフィスコ作成

重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp