

前田工織（7821）

担当 近藤 浩之

レーティング： OUTPERFORM (2018/9/18) → OUTPERFORM

公共工事向け、自動車ホイールともに需要堅調。

	売上高 (百万円)	伸び率 (%)	営業利益 (百万円)	伸び率 (%)	経常利益 (百万円)	伸び率 (%)	純利益 (百万円)	伸び率 (%)	EPS (円)	1株配 (円)
連 15/9	26,774	9.0	3,421	4.1	3,592	8.0	2,577	20.1	79.99	10.00
連 16/9	29,888	11.6	3,848	12.5	3,793	5.6	2,871	11.4	89.11	16.00
連 17/9	31,255	4.6	4,066	5.7	4,197	10.6	3,106	8.2	96.37	16.00
連 18/9	34,613	10.7	5,092	25.2	5,177	23.4	3,709	19.4	115.08	18.00
連 19/9(予)	37,300	7.8	5,400	6.0	5,400	4.3	3,900	5.1	120.99	-
第1四半期累計期間										
連 17/10-12	8,663	4.3	1,210	6.1	1,229	1.4	864	1.9	26.81	-
連 18/10-12	9,845	13.6	1,581	30.7	1,594	29.7	1,337	54.7	41.48	-
株価(2019/2/12)			2,823	円						
発行済み株式数(18/12/20)			32,236	千株						
自己株式数(18/12/20)			2	千株						
時価総額			91,003	百万円						
企業価値(EV)			88,725	百万円						
ROE(18/9実績)			13.2	%						
予想配当利回り			-	%						
予想PER			23.3	倍						
BPS(18/9実績)			924.03	円						
PBR			3.1	倍						
CFPS(18/9実績)			159.9	円						
PCFR			17.7	倍						
EV/EBITDA(18/9実績)			9.4	倍						

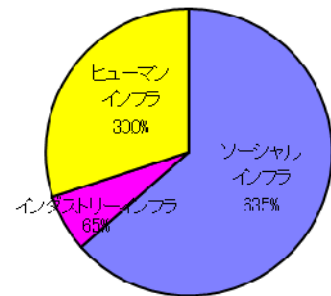
出所：前田工織、ブルームバーグ、今村証券

主力はがけ崩れや地すべり、洪水など自然災害による被害を軽減する工事で用いられる資材（盛土補強材、排水材、河川護岸材、耐震補強材等）の製造・販売（以下、ソーシャルインフラ事業）（資料1、出所：同社決算短信）（資料2、出所：同社ホームページ）。道路、河川に限らず、港湾、トンネル、橋梁などの防災・減災対策用の資材を数多く扱っている。

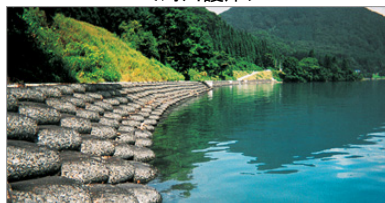
第2の柱は、自動車用軽合金鍛造ホイールを生産・販売するヒューマンインフラ事業である。高級車向けを中心にしたOEM（相手先ブランドによる生産）供給や、カーショップを通じた販売（以下、アフター市場向け）、レース用としても供給している（資料3、出所：BBSジャパンホームページ）。

インダストリーインフラ事業は細巾織物二次製品、ワイピングクロスを生産・販売等を手掛ける。

（資料1）
売上構成比(2018年9月期)



（資料2）同社製品を用いた施工例
＜盛土補強＞ ＜河川護岸＞



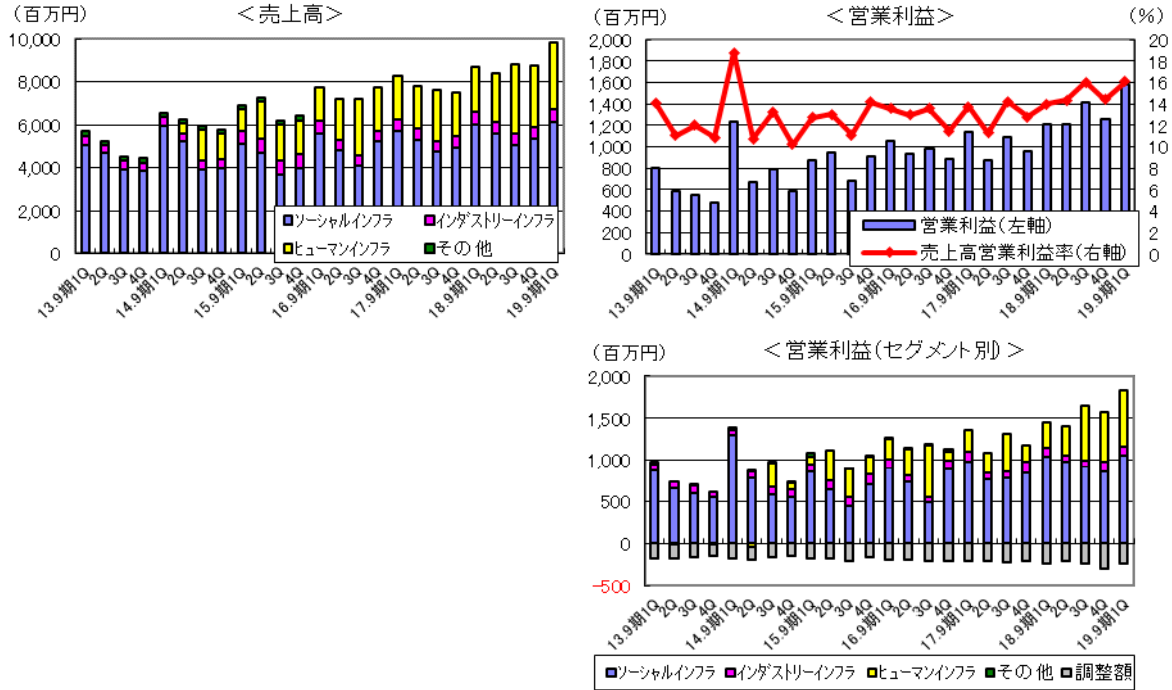
（資料3）
自動車用アルミホイール



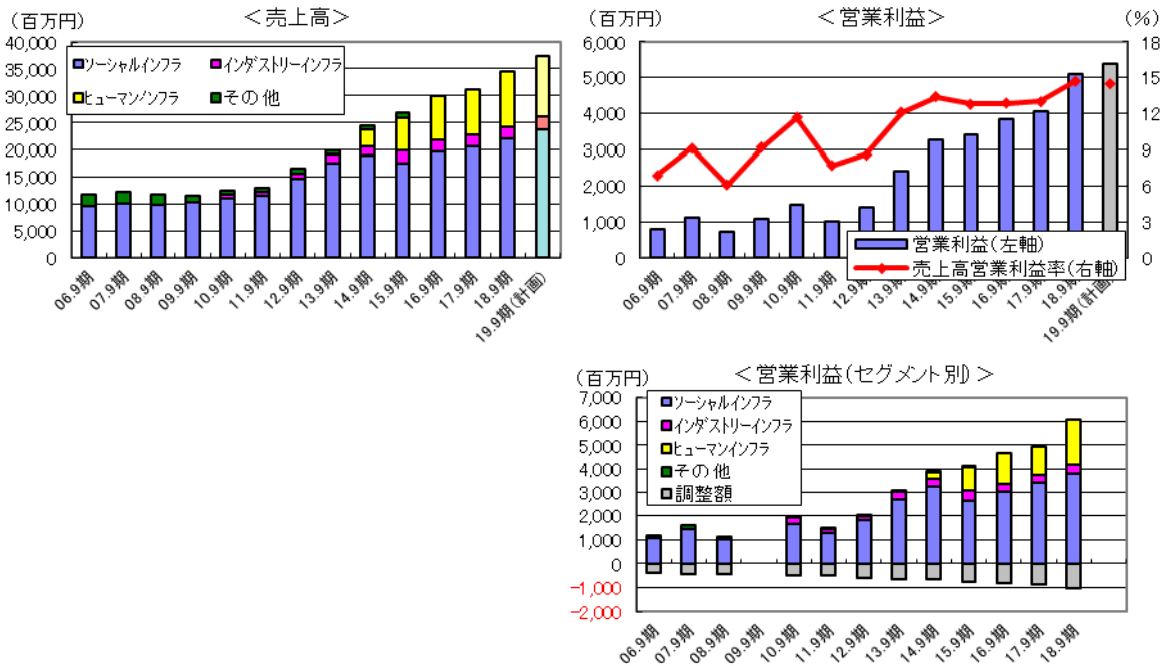
※ 業績

2019年9月期第1四半期は1割強の増収、3割の営業増益。純利益は5割強増えており、昨年10月の株式会社釧路ハイミール（以下、釧路ハイミール）買収に伴った負ののれん発生益（2億13百万円）を特別利益に計上したことが寄与した。通期の会社予想に対する進捗率でも、売上高26.4%、営業利益29.3%と順調で、純利益は負ののれん発生益を予想に織り込んでいなかったことから34.3%と高水準である（資料4・5、出所：同社決算短信）。

(資料4) 業績の推移(四半期)



(資料5) 業績の推移(通期)



セグメント別では、ヒューマンインフラ事業が売上高31億14百万円（前年同期比+10億40百万円）、営業利益6億61百万円（同+3億57百万円）と、増収率5割、利益倍増と大きく伸び、通期の会社予想売上高（111億円（前期比+7億6百万円））に対する進捗率も28.1%と高い。ソーシャルインフラ事業は売上高61億17百万円（前年同期比+1億10百万円）、営業利益10億52百万円（同+15百万円）と、インダストリーインフラ事業は売上高6億13百万円（同+30百万円）、営業利益1億13百万円（同▲1百万円）と、前年同期から大きな変化はみられず、進捗率はソーシャルインフラ事業（通期の会社予想売上高238億20百万円（前期比+18億39百万円））が25.7%、インダストリーインフラ事業（同23億80百万円（同+1億42百万円））が25.8%となっている。

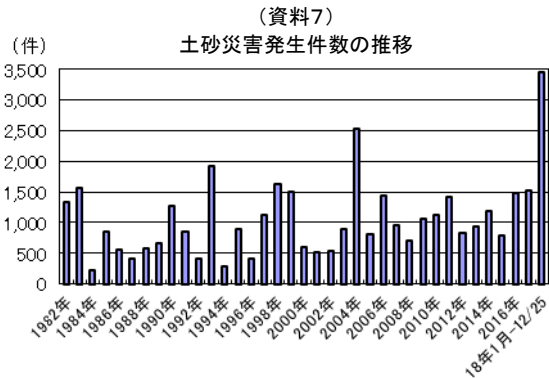
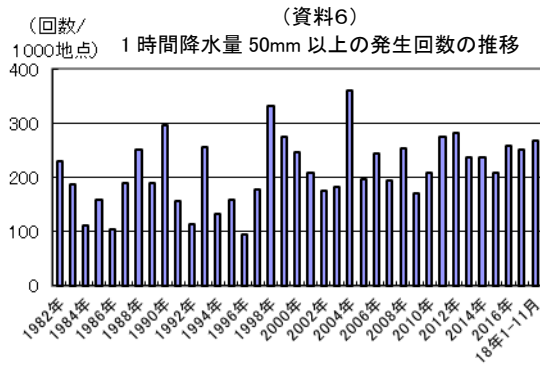
以下で、主力2事業の現状、見通しをまとめる。

・ ソーシャルインフラ事業

第1四半期が小幅な増収増益にとどまったのは、東日本大震災に伴う復興関連製品の販売減少や、大型案件の納期に期ずれが生じたためであり、河川護岸材や斜面防災製品などの販売は伸びた。利益面では、原材料価格や物流費が上昇したものの、製品価格の値上げでカバーした。

事業環境は悪くない。近年は全国で災害が多発し、昨年は豪雨、台風、地震など災害が相次ぎ、土砂災害発生件数は過去最多を記録した。災害への備えは急務であり、インフラの老朽化で被害が深刻化しかねない状況にもある（資料6、出所：気象庁）（資料7・8、出所：国土交通省）。政府は昨年、防災のためや国民経済・生活を支える重要インフラの緊急点検を行い、「防災・減災、国土強靱化のための3か年緊急対策」を策定した。これに沿って、防災・減災、国土強靱化対策として、今月7日に成立した今年度第2次補正予算では1兆円を充て、来年度の予算案では1.3兆円を計上、2020年度も集中的実施期間となる（資料9、出所：財務省）。

この予算計上が同社にとって追い風になる。災害からの復旧・復興工事、期ずれした案件の納入も進むことで、今期の会社予想売上高の達成は可能だろう。かつ、来期以降も堅調な需要が見込める。



(資料8) 建築後50年以上経過する社会資本の割合

	2018年3月	2023年3月	2033年3月
道路橋 (約40万橋)	約25%	約39%	約63%
トンネル (約1万本)	約20%	約27%	約42%
河川管理施設(水門等) (約1万施設、国管理のみ)	約30%	約43%	約64%
下水道管きよ (総延長約45万km)	約4% (※)	約8%	約21%
港湾岸壁 (約5千施設)	約10% (※)	約32%	約58%

(注) ※は2016年3月時点

(資料9) 防災・減災、国土強靱化の具体的な取組

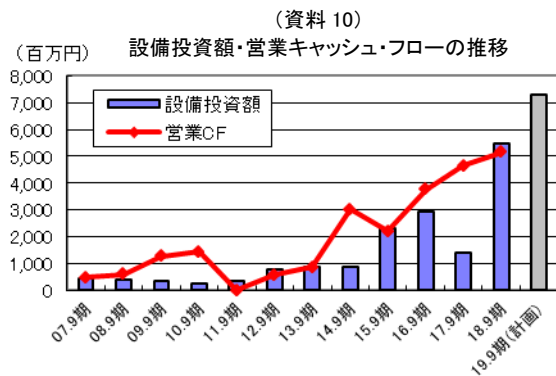
	2018年度 2次補正予算	2019年度 予算
河川、砂防、道路等の防災・減災対策	6,183億円	7,153億円
ため池、治山施設、森林、漁港等の防災・減災対策	938億円	1,207億円
水道施設の耐震化対策等	66億円	259億円
警察施設等の整備に関する緊急対策	545億円	124億円
自衛隊の防災関係資機材等に関する緊急対策	131億円	508億円
学校施設等の防災・減災、地震津波観測網等に関するインフラ緊急対策	698億円	1,518億円
電力インフラの緊急対策	125億円	329億円
製油所・油槽所の緊急対策	84億円	134億円
災害拠点病院等における耐震化対策等	43億円	75億円

・ ヒューマンインフラ事業

第1四半期は、自動車メーカー向けOEM供給、アフター市場向けともに国内外で好調だった。OEM供給では、世界的なSUV（Sport Utility Vehicle：スポーツ用多目的車）人気、自動車の軽量化ニーズを映して、大型で軽量の鍛造ホイールの優位性が高まっており、海外では欧州や北米での販売が伸びた。アフター市場向けは中国での販売も増えた。こうした状況は第2四半期以降も続きそうだ。

将来の事業拡大を見据えた、新工場建設、設備増強の準備も進めている。今期中に塗装を手掛ける新工場が完成し、来期に稼働する。自動化設備を導入し、人員削減、良品率の向上を進める。大型ホイール需要に対応すべく、大型プレス機（1.2万t）も来期に導入する。

塗装工場とプレス機を合わせた投資額は100億円で、設備投資額は過去に比べると巨額である。しかし、営業活動によるキャッシュ・フローの水準からすると財務面で不安が生じることはない（資料10、出所：同社有価証券報告書・決算説明会資料）。業績に与える影響としては、来期は増収が期待できる半面、減価償却の負担が嵩んで減益を余儀なくされるだろう。再来期は増収効果のほか、生産効率化、減価償却負担の減少、のれん償却負担がなくなることから再び増益に戻るとみられる。



※ 買収・新規事業

買収への積極姿勢は堅持する（資料11、出所：同社リリース・新聞報道）。既存事業との相乗効果だけでなく、事業領域の拡大などを視野に、①原則、モノづくりの会社であること、②優秀な人材と特別な技術、製品があること、③営業、生産体制に改善の余地があること、④過大なのれんが発生しないこと一などを基本方針に検討を進めている。

昨年10月に買収した鉧路ハイミールは、主に魚類の養殖用の飼料に利用されるフィッシュミール（魚を乾燥して砕き粉状にしたもの）、フィードオイル（養魚飼料油脂）や健康食品原料などに利用される魚油（魚から採取される脂肪油）の製造を手掛けている。新規事業分野として検討しているヘルスケア事業（詳細は未開示）の一環としての活用も見据える。

食の安全、健康維持への貢献を目的に、鉧路ハイミールと新規事業で構成する新セグメント（ライフインフラ事業）を立ち上げ、現在の3セグメントに次ぐ第4の柱としての確立を目指す。

(資料11) 主な買収・事業譲受の実績(2010年以降)

被取得企業・譲渡会社	事業内容	取得原価 (千円)	企業結合日	買収前売上高 (千円)
北原電牧株式会社	鳥獣害対策製品、電気柵、放牧施設等の製造・販売	761,234	11/04/01	1,669,463 (10/3期)
テクノス株式会社	高機能ワイピングクロス等の製造・販売・受託加工	817,082	12/04/02	963,579 (10/12期)
更生会社 ワシ興産株式会社 更生会社 ワシマイヤー株式会社	自動車用軽合金鍛造ホイール製造販売	2社で 5,786,785	13/11/01	-
株式会社ダイイチ	衣料や各種産業資材用の燃糸及びニット製造業	425,095	14/10/20	924,215 (14/3期)
株式会社オガワテクノ	防衛省の天幕・個人装備品(背囊・バッグ・擬装網・担架等)の製造・販売事業並びに海洋土木品のシルトフェンス・オイルフェンス・メッシュシート等及びテント倉庫他厚手の帆布生地製品の製造・販売	360,000	15/07/31	271,948 (14/7期(4ヶ月))
株式会社グリーンシステム	園芸用ハウス、農業資材及び栽培システムの設計・施工・販売	619,996	16/06/01	1,911,727 (15/5期)
株式会社鉧路ハイミール	フィッシュミール及び魚油の製造・販売	555,800	18/10/29	10億円強

※ まとめ

今村証券では、今期業績は営業利益60億円程、EPS140円程と予想する。第2四半期以降、ヒューマンインフラ事業の好調が続き、ソーシャルインフラ事業の増収率が高まることで、会社予想を営業利益が1割強、EPSが約15%上回り、前期比では営業利益が約18%伸びるとみた。配当金は、期末を未定（中間は9円（前年同期比+1円））としているが、堅調な業績が予想される一方で、大規模な設備投資を控えていることを踏まえ、20円（前期比+2円）と予想する。

来期は、ソーシャルインフラ事業の堅調な需要や釧路ハイミールの業績がフルに寄与し、新たな買収の案件が加算される可能性があるのに対して、ヒューマンインフラ事業で先行費用が嵩むため、営業利益は今期の今村証券予想並み（60億円程）にとどまるだろう。再来期はヒューマンインフラ事業が増益に転じることで、全体の増益率は1割強に戻ると予想する。

株価は、昨年12月14日に2,847円の過去最高値（株式分割考慮後）を付けるなど、全体相場が急落する場面でも堅調に推移した。第1四半期決算発表後も上昇基調にあり、最高値に接近する場面もあった。今後、過去最高値を上回る展開を見込み、投資判断はOUTPERFORMを継続する。

アナリストによる証明

本資料に示された見解は、言及されている発行会社とその発行会社等の有価証券について、各アナリストの個人的見解を正確に反映しており、さらに、アナリストは本資料に特定の推奨または見解を掲載したことに対して、いかなる報酬も受け取っておらず、今後も受け取らないことを認めます。

レーティングの定義

OUTPERFORM：今後12ヶ月間のトータルリターンがTOPIXの予想リターンを10%超上回ると予想される。

NEUTRAL：今後12ヶ月間のトータルリターンがTOPIXの予想リターンの+10%と-10%の間に入ると予想される。

UNDERPERFORM：今後12ヶ月間のトータルリターンがTOPIXの予想リターンを10%超下回ると予想される。

トータルリターン：株価変動率+配当利回り

目標株価は12ヶ月間の投資を想定しており、将来発行されるレポートで修正されることもあります。

本資料に記載された意見及び予想は、記載された日付における今村証券の判断であり、これらは予告なく変更される場合があります。今村証券は本資料の記載された日付以降に内容の変更・修正を行う義務を負いません。本資料はお客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券売買に関する申込または勧誘を意図するものではなく、お客様に対して投資の助言を提供するものでもありません。また、本資料に記載されている情報もしくは分析がお客様にとって適切であると表明するものでもありません。投資に関する最終決定はあくまでもお客様ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。

本資料に記載された内容は、信頼できると思われる情報、または信頼できる情報源から得た情報を基に今村証券が作成しておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその内容の正確性や妥当性、適時性または完全性を保証するものではありませんし、本資料における過誤又は遺漏に対して何らの責任を負うものでもありません。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、アドレス等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料は、当然にお客様の投資結果を保証するものではありませんので、今村証券は、本資料の内容について第三者のいかなる損害賠償の責任を負うものでもありませんし、お客様が本資料に依拠した結果としてお客様が被った損害または損失については一切責任を負いません。また、今村証券は本資料に関するお客様からのご質問やご意見に対して、何ら対応する責任を負うものではありません。

当社および関係会社の役職員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りのポジションを有している場合があります、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。

日本および外国の株式・債券への投資は、株価の変動や、発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより、投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承認なく、また電子的・機械的な方法を問わず、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

今村証券の営業サービスネットワーク

《今村証券の店舗網》

本 店 : 076-263-5111	小松支店 : 0761-23-1525
弥生支店 : 076-242-2122	加賀支店 : 0761-73-3133
七尾支店 : 0767-52-3122	富山支店 : 076-432-2131
高岡支店 : 0766-26-1770	砺波支店 : 0763-33-2131
福井支店 : 0776-22-6644	板垣支店 : 0776-34-6996

株式、債券、投資信託の手数料等およびリスクについて

- 国内株式等の売買取引には、約定金額に対して最大 1.1799% (税込) (1.1799% に相当する金額が 2,565 円未満の場合は 2,565 円 (税込)) の委託手数料をご負担いただきます。
- 国内株式等を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみのお支払いとなります。
- 国内株式等は、株価など売買価格の変動により損失が生じるおそれがあります。
- 外国株式 (外国 ETF、外国預託証券を含む) の外国金融商品市場等における委託取引にあたっては、売買金額 (約定金額に外国金融商品市場における手数料と税金等を購入の場合には加え、売却の場合は差し引いた額) に対し、最大 0.9720% (税込) の国内取次手数料をいただきます。外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等は国 (市場) により異なります。
- 外国株式の国内店頭取引にあたっては、取引価格に取引の実行に必要なコストが含まれているため、別途手数料は必要ありません。
- 外国株式 (外国 ETF、外国預託証券を含む) の売買、配当金等の受取り等にあたり、円貨と外貨を交換する際は、外国為替市場の動向をふまえて今村証券が決定した為替レートを用います。
- 債券を募集・売出し等によってご購入いただく場合は、購入対価のみのお支払いとなります。
- 債券は、市場の金利水準の変動等により債券の価格が変動しますので、損失が生じるおそれがあります。さらに外国債券は、為替相場の変動等により元本損失を生じる場合があります。また、倒産等、発行会社の財務状態の悪化により元本損失を生じる場合があります。
- 投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資 1 単位当りの価値が変動します。したがって、お客さまのご投資された金額を下回ることもあります。
- 投資信託にご投資いただくお客様には、銘柄毎に設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等をご負担いただきます。
- 株式、債券および投資信託のリスクにつきましては、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

今村証券株式会社

金融商品取引業者 北陸財務局長 (金商) 第 3 号
日本証券業協会加入