

## 前田工織 (7821)

担当 近藤 浩之

レーティング: OUTPERFORM (2018/6/4) → OUTPERFORM

今期は増額修正へ。来期も好調持続を予想。

	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14/9	24,571	23.4	3,286	36.2	3,324	30.2	2,146	41.1	71.56	8.00
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(予)	34,000	8.8	4,400	8.2	4,400	4.8	3,270	5.2	101.44	-
第3四半期累計期間										
連16/10-17/6	23,748	7.2	3,105	4.9	3,205	9.3	2,380	9.2	73.85	-
連17/10-18/6	25,861	8.9	3,830	23.3	3,885	21.2	2,788	17.2	86.52	-
株価(2018/9/14)			2,153	円						
発行済み株式数(18/6/20)			32,236	千株						
自己株式数(18/6/20)			2	千株						
時価総額			69,405	百万円						
企業価値(EV)			62,154	百万円						
ROE(17/9実績)			12.3	%						
予想配当利回り			-	%						
予想PER			21.2	倍						
BPS(17/9実績)			825.18	円						
PBR			2.6	倍						
CFPS(17/9実績)			144.6	円						
PCFR			14.9	倍						
EV/EBITDA(17/9実績)			9.3	倍						

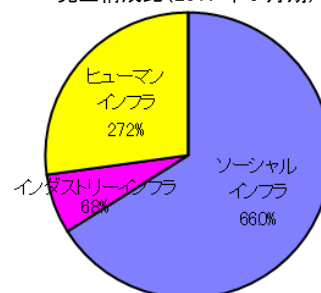
出所:前田工織、ブルームバーグ、今村証券

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。

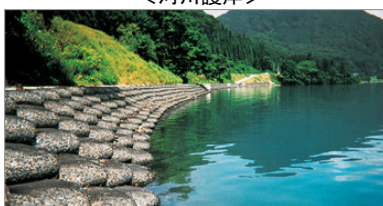
第2の柱は、自動車用軽合金鍛造ホイールを生産・販売するヒューマンインフラ事業である。高級車向けを中心としたOEM(相手先ブランドによる生産)供給や、カーショップを通じた販売、レース用としても供給している(資料3、出所:BBSジャパンホームページ)。

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(2017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



※ 2018年9月期業績

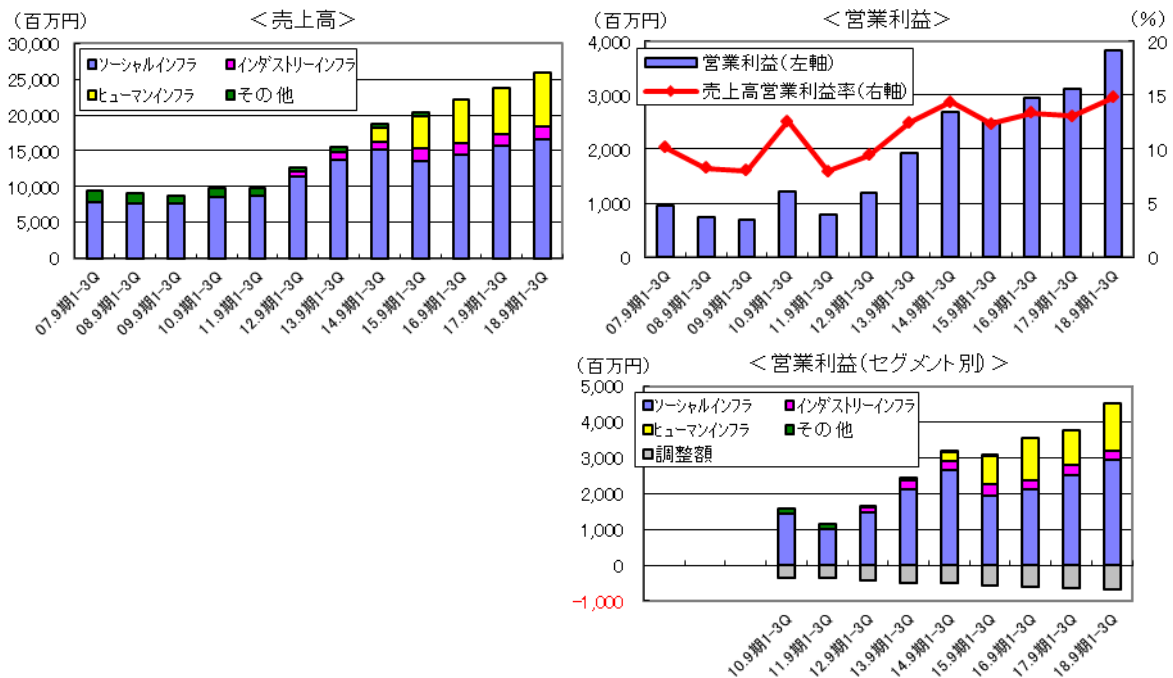
第3四半期累計期間の増収率は8.9%、営業増益率は23.3%と好調を維持し、売上高営業利益率の14.8%（前年同期比+1.7ポイント）は同期間で上場以来の最高水準である（資料4、出所：同社決算短信）。セグメント別では、3つすべてが増収増益となった。なかでも主力の2セグメントの伸びが目立ち、ソーシャルインフラ事業は売上高166億63百万円（前年同期比+6.0%）、営業利益29億29百万円（同+15.9%）、ヒューマンインフラ事業は売上高75億50百万円（同+17.1%）、営業利益13億11百万円（同+37.1%）、インダストリーインフラ事業は売上高16億46百万円（同+4.2%）、営業利益2億80百万円（同+1.4%）であった。通期の会社予想に対する進捗率は、売上高が76.1%、営業利益が87.0%、セグメント別売上高の進捗率は、ソーシャルインフラ事業が72.9%、ヒューマンインフラ事業が84.7%、インダストリーインフラ事業が73.8%で、営業利益やヒューマンインフラ事業の売上高が高い進捗となっている。

第3四半期会計期間（4-6月）でみると、増収率は15.1%、営業増益率は29.9%と、第3四半期累計期間の増収率、増益率よりも大きくなる（資料5、出所：同社決算短信）。ヒューマンインフラ事業の増収率が33.8%、営業増益率が43.4%となったことが要因だ。

この好調を受けて、今村証券では今期予想を上方修正する（資料6、出所：同社決算短信）。6月時点の予想（営業利益47億円程、EPS108円程）から約8%上乗せして、営業利益は51億円程、EPSは117円程とする。営業利益は、前期比で+25.4%、会社予想比で+15.9%の水準となる。配当金は、堅調な業績と、創業100周年を迎えたことに伴う記念配当を期待して、年間で18~20円を予想する。

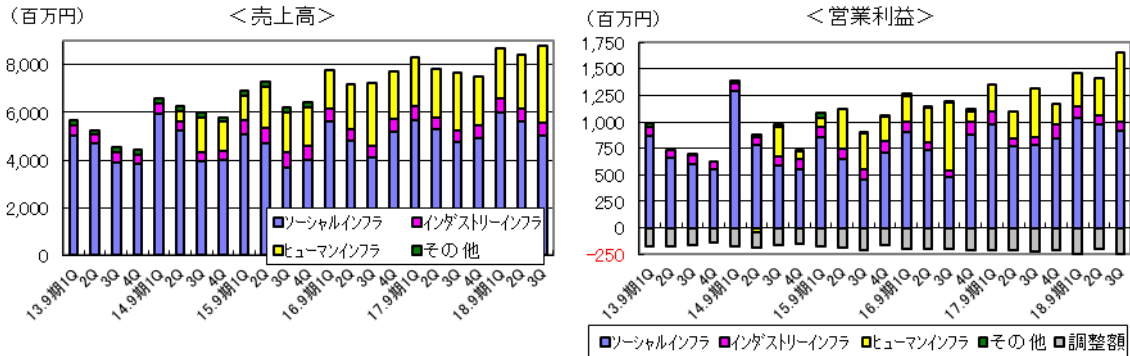
以下で、主力2セグメントの現状、見通しをまとめる。

（資料4）業績の推移（第3四半期累計期間）

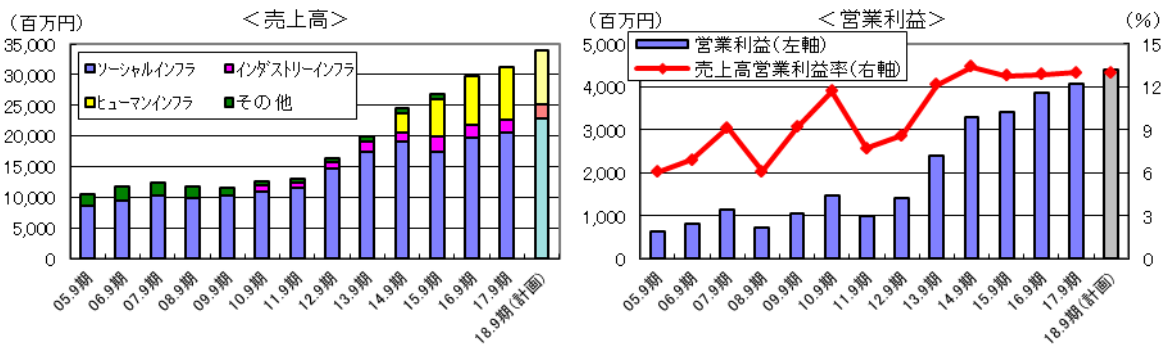


（注）～11.9期は「その他」に「インダストリーインフラ」が含まれ、「ヒューマンインフラ」は14.9期に加わった。  
16.9期～は「ソーシャルインフラ」に「その他」が含まれる。

(資料5) 業績の推移(四半期、セグメント別)



(資料6) 業績の推移(通期)



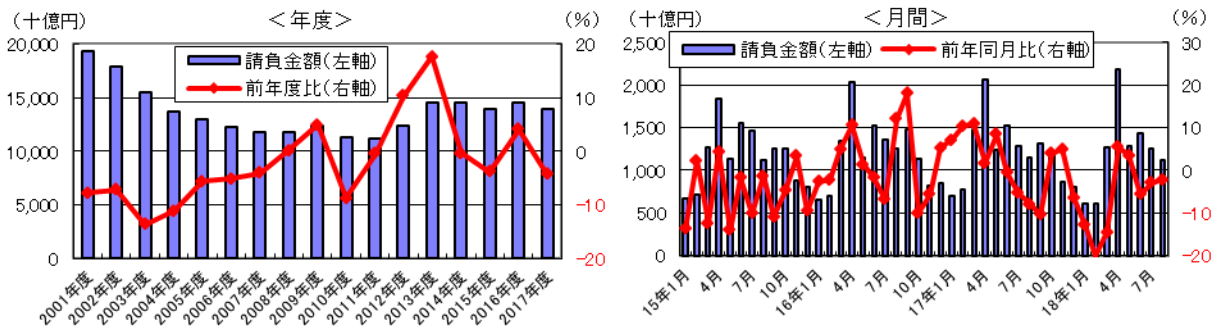
## ・ ソーシャルインフラ事業

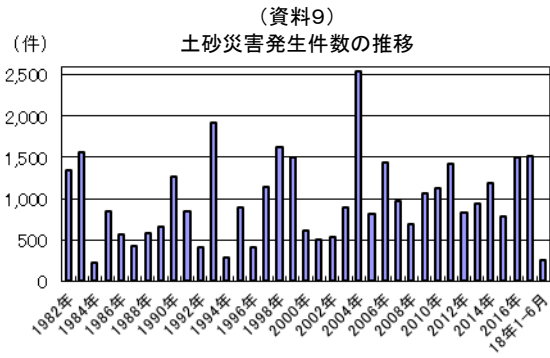
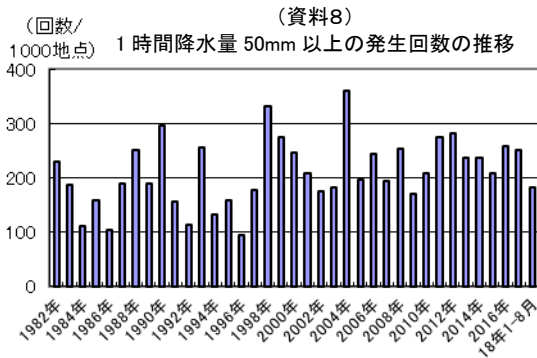
2017年度の公共工事の動向は前年度比▲4.3%と2年ぶりに減少、2018年4-8月は前年同期比+0.1%と横ばいである(資料7、出所:東日本建設業保証株式会社)。ただ今年、西日本豪雨、台風21号、北海道胆振東部地震と災害が相次いだように、近年は全国で災害が多発しており、災害への備えが急務になっている。インフラの老朽化で被害が深刻化しかねない状況にもある。そのため、治水、耐震といった事前防災・減災対策の工事が求められている(資料8、出所:気象庁)(資料9・10、出所:国土交通省)。リニア中央新幹線の工事、新幹線の延長の工事など、大型案件も目白押しだ。

こうした状況下、同社は今第3四半期累計期間において、盛土補強材や排水材、森林保全製品、景観資材などの販売が好調だった。2月に福井県を襲った大雪の影響も限られ、下期からは運送費の値上がりに対応するために値上げを実施した。

子会社で、獣害対策製品、園芸用ハウス、農業資材を取り扱う、未来のアグリ株式会社は千歳工場(北海道)を有する。胆振東部地震の影響で、製品の出荷が遅れる可能性があるとしている。もっとも、同社グループに占めるウエイトが小さく、業績に与える影響は軽微とみられる。

(資料7) 公共工事請負金額の推移





(資料10) 建築後50年以上経過する社会資本の割合

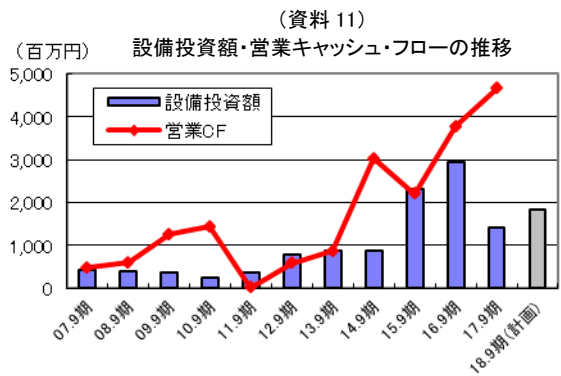
	2013年3月	2023年3月	2033年3月
道路橋 (約40万橋、橋長2m以上)	約18%	約43%	約67%
トンネル (約1万本)	約20%	約34%	約50%
河川管理施設(水門等) (約1万施設、国管理のみ)	約25%	約43%	約64%
下水道管きよ (総延長約45万km)	約2%	約9%	約24%
港湾岸壁 (約5千施設、水深-4.5m以深)	約8%	約32%	約58%

・ ヒューマンインフラ事業

今第3四半期累計期間は、自動車メーカー向けOEM供給、カーショップを通じた販売（アフター市場向け）ともに増加した。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いる。アフター市場向けは国内だけでなく、海外でも好調だ。第3四半期会計期間の大幅な伸びは、海外向けが牽引した。

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。来年に塗装を手掛ける新工場が完成する。自動化設備を導入し、人員削減、良品率の向上を進める。2020年には大型プレス機（1.2万t）を導入し、大型ホイール需要に対応する。

会社では、この設備投資が完了すれば生産能力が現状の2倍に高まるとしている。投資総額は合計100億円で、来期以降の設備投資額は過去に比べると巨額となる。しかしながら、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さそうだ（資料11、出所：同社有価証券報告書・決算説明会資料）。



※ 成長戦略

買収への積極姿勢を堅持する。2009年から年間1社ペースで買収を実施してきたが、2016年以降2年間、実施していない（資料12、出所：同社リリース）。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検討を進めているものの、高い技術力を持つ企業であることなどの条件や、価格面で折り合いがつかない模様だ。

ベンチャー企業との業務提携にも注力している。今年3月と4月に、農業関連での販路拡大が見込める企業と提携を発表し、今後も積極的に農業事業への進出を図る（資料13、出所：同社リリース）。

（資料12）上場後の主な買収・事業譲受の実績

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)
マグネ株式会社	多機能特殊ポリマーセメントモルタル等の開発・製造・販売	256,310	09/10/16	347,337 (09/2期)
株式会社サングリーン	植生製品、間伐材製品、水際製品の製造・販売	316,700	09/10/20	239,511 (08/12期)
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)

（資料13）業務提携の内容

<p><b>銀座農園株式会社</b>（リリース日：2018/3/12）</p> <p>① 当社グループが持つネットワークを活用した顧客紹介を行うことで、銀座農園の事業拡大をサポート。併せて、自らの農業資材の販売拡大を目指す。</p> <p>② 銀座農園が持つ農作物の栽培技術と、当社子会社である未来のアグリが持つ園芸ハウスの技術を融合させ、低コストで効率的なハウス開発に取り組む。</p> <p>③ 将来的には2社の提携に止まらず、他業種メーカーとの連携も行いながら、施設栽培を効率的に行うための資材開発や農業ロボット開発にも取り組む予定。</p> <p>④ 日本で培った施設栽培技術を、海外へ普及させるための取り組みを協働で行う。</p>
<p><b>有限会社社のいちご</b>（リリース日：2018/4/27）</p> <p>① 温室ハウスと栽培システムのセット販売 いちごの周年栽培を可能にするためのノウハウを顧客に提供する。</p> <p>② 観光農園のプロデュース 商業施設が併設する観光農園の需要増加を受け、女性が集まる観光農園など、顧客要望に応じた開設支援事業を行う。</p> <p>③ 栽培システムの最適化 温室ハウスや栽培システム、環境制御システム、AI（人工知能）の技術を融合し、先端農業技術の実用化を目指す。</p> <p>④ いちごの販売支援 業務用いちごを中心に、顧客が生産したいちごの販売活動を支援する。</p>

## ※ まとめ

ソーシャルインフラ事業の根強い需要、ヒューマンインフラ事業の事業拡大、買収・業務提携によるシナジー効果・事業領域の拡大を背景に、中長期的な成長が期待できる。業績は、今期が営業利益51億円程（前期比+25.4%）、EPS117円程一、来期が営業利益55億円程（今期今村証券予想比+7.8%）、EPS126円程一を予想する。来期も主力2セグメントが好調ながら、ヒューマンインフラ事業は設備増強前のため今期ほどの押し上げは難しいとみた。この場合の今期予想PERは18.4倍、来期予想PERは17.1倍となる。

株価は8月1日、約7カ月ぶりの過去最高値（株式分割考慮後）となる2,307円を付けた。1,800



円台まで下げた後、このところは相次いだ災害からの復興需要の思惑も手伝って上昇基調にある。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ヵ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。