

|| 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 >>>](#)

2022年12月13日(火)

執筆：客員アナリスト

瀬川 健

FISCO Ltd. Analyst **Ken Segawa**



FISCO Ltd.

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

目次

■ 要約	01
1. 2023年3月期第2四半期の業績動向と2023年3月期の業績見通し	01
2. 気候変動リスク及び収益機会	01
3. 配当政策 – 2023年3月期は1株当たり年200円に増配	02
■ 会社概要	03
1. 会社概要	03
2. 沿革	03
■ 事業概要	04
1. 事業概要	04
2. グループ企業	04
3. 事業内容	04
4. 特長と強み	07
5. グローバル展開	08
■ 業績動向	08
1. 2023年3月期第2四半期の連結業績概要	08
2. 財務状況	11
■ 今後の見通し	12
● 2023年3月期の通期業績見通し	12
■ 中長期の成長戦略	13
1. 第5次中期経営計画の重点施策	13
2. 気候変動リスク及び収益機会	15
■ 株主還元策	18
■ サステナビリティ	19

■ 要約

2023年3月期上期業績は価格改定により経常増益。 2024年3月期以降は海外 M&A による業績拡大への寄与に期待

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る。2022年3月期に続き、2023年3月期も経常利益が過去最高を更新する見込みだが、自動車の減産長期化に伴う国内粗鋼生産量の減少と急速な円安傾向により小幅下方修正となった。中期経営計画に勘案していなかった海外での M&A が、来期以降の業績拡大に寄与しよう。

1. 2023年3月期第2四半期の業績動向と2023年3月期の業績見通し

2022年度上期の国内粗鋼生産量は4,480万トンと前年同期比7.5%減少した。当第2四半期累計の同社の連結業績は、売上高が前年同期比16.4%増、営業利益が同6.0%増、経常利益が同17.3%増、親会社株主に帰属する四半期純利益が29.3%増となった。原材料価格の高騰を価格に転嫁したことが増収増益の最大要因であった。期初計画では予定していなかった遊休資産の売却による利益を特別利益に計上したことから、四半期純利益の予実差が拡大し、増配を発表した。

半導体不足などによる自動車の減産が予想より長期化しており、鉄鋼メーカーが2022年度の生産計画を下方修正した。また、円安は同社にとって減益要因であり、急速な円安傾向がマイナスに働く。下期も価格改定に努めることから、通期予想の売上高を前回予想比4,000百万円増額したが、経常利益を500百万円減額した。修正後の経常利益予想は、前期比2.7%増の11,000百万円と過去最高益を僅かながら上回る見込みだ。

2. 気候変動リスク及び収益機会

2022年11月に開催された国連気候変動枠組み条約第27回締約国会議(COP27)において、昨年のCOP26で採択された産業革命前からの気温上昇を「+1.5°C」に抑える努力を追求するとの合意が再確認された。同社を含め世界の主要企業は、2050年カーボンニュートラル実現に挑戦することが不可避の情勢にある。JFEスチール(株)は、2030年までをトランジション期、それ以降の2050年までをイノベーション期と位置づけている。2030年度末に温室効果ガス排出量を2013年度比30%以上の削減を目標としているが、1兆円規模の設備投資が必要になる。同社は、高温技術のリーディングカンパニーとして、顧客密着型の強固な顧客基盤を築いており、グリーン鋼材の生産でも活躍することが期待される。高炉3社は、NEDOのグリーンイノベーション(GI)基金事業となる製鉄プロセスにおける水素活用プロジェクトに参画しており、プロセス技術の革新時期でも主要プレーヤーに変化はないであろう。

要約

3. 配当政策 – 2023年3月期は1株当たり年200円に増配

第5次中期経営計画から基準とする配当性向を従来の20%から30%に改めた。現中期経営計画の初年度であった2022年3月期は経常利益が過去最高を記録したこともあり、1株当たり配当金が前期の110円から190円へ引き上げられた。2023年3月期は、特別利益の計上から当期純利益が予想以上となり、配当金を前回計画比10円増の200円へと増額修正された。

Key Points

- ・ 2023年3月期の経常利益は小幅下方修正だが、過去最高益更新の見込み
- ・ 2024年3月期以降は海外 M&A による業績拡大への寄与に期待
- ・ 2023年3月期の配当は年200円へ増額修正



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

日本の産業基盤に各種の耐火物や装置を提供

1. 会社概要

同社は、1875年に民間企業として初めて耐火煉瓦を製造した。以来、鉄鋼をはじめ非鉄金属、セメント、ガラス、焼却炉、ごみ熔融炉、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きた。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>と双壁を成し、世界でも五指に入る規模である。近年はグローバル展開を進め、海外売上高比率は2022年3月期において20.0%となる。

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。社名の品川リフラクトリーズの「リフラクトリーズ」は、英語の“refractory”(耐火物)の複数形に由来する。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煉瓦の製造を開始した。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こり、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(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は、2022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34.0%で筆頭株主になる。第3位の神戸製鋼所<5406>が3.8%を所有する。

JFEスチールは非上場だが、完全親会社のJFEホールディングスが上場会社になる。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。人材交流と業務遂行の補完のため、JFEスチールから出向者を受け入れている。ただし、両社間の取引は、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、事業上の制約がなく、一定の独立性は確保されていると考えられる。

同社設立は1875年に遡り、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月以降は新たな区分となる「プライム市場」に移行した。

■ 事業概要

常に改善を進める顧客密着型の事業運営

1. 事業概要

同社の事業は、耐火物及び関連製品、エンジニアリング、不動産に分かれる。2023年3月期第2四半期における各事業セグメントの状況は、連結売上高構成比、セグメント利益構成比（調整額控除前）、売上高セグメント利益率の順で、耐火物及び関連製品事業が80.6%、82.7%、10.7%であった。同様に、エンジニアリング事業が18.5%、13.1%、7.4%、不動産事業が0.9%、4.2%、49.4%となった。耐火物及び関連製品は、定形耐火物、不定形耐火物、連続铸造用モールドパウダー、セラミックファイバー、ファインセラミックス、特殊製品の製造・販売である。エンジニアリングは、高炉・転炉・焼却炉等の築炉工事、工業窯炉の設計・施工などである。不動産は、保有不動産の賃貸や土地の有効活用になる。

2. グループ企業

同社グループは、同社、連結子会社21社及び関連会社6社（うち2社が持分法適用）で構成される（2022年3月末時点）。海外には、中国、オーストラリア、ニュージーランド、インドネシア、インド及び米国等に子会社を有し、いずれも耐火物及び関連製品の製造・販売をしている。また、近年粗鋼生産量の増加が著しいインドでは、2021年4月に製造子会社が耐火物の生産・出荷を開始した。

3. 事業内容

(1) 耐火物及び関連製品

2022年3月期の単体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、依存度が高い。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それぞれ43.7%と9.7%になり、2社合算すると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。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っている。JFEスチールに対して、東日本製鉄所の千葉地区と京浜地区で、西日本製鉄所では倉敷地区と福山地区の構内に営業所とエンジニアリング事業部事業所を配置している。神戸製鋼所には、神戸及び加古川の拠点に対応する営業所を置いている。仙台営業所もJFEスチール構内に所在する。日本製鉄では、同社の鹿島営業所が東日本製鉄所（鹿島地区）内で、和歌山営業所が関西製鉄所（和歌山地区）内で活動している。他の営業所（北海道室蘭市、東京都、愛知県東海市、大阪市中央区、兵庫県姫路市、福岡県北九州市）も日本製鉄向けにネットワークを築いている。

事業概要

a) 国内生産体制

2009年の合併以降、第2次中期3ヶ年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。2014年4月に、生産部門を湯本・赤穂・岡山の3工場体制から、東日本・西日本の2工場体制に再編した。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の集約に取りかかり、2024年3月期末の稼働開始を計画している。

主要国内煉瓦プラントの多くは、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・台車積載・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、すべての製造工程の管理と自動全数検査システムの導入により、徹底した品質管理体制を実現している。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、連続铸造用モールドパウダー、セラミックファイバー、ファインセラミックス、特殊製品で構成される。

定形耐火物では、用途に応じて塩基性煉瓦、カーボン含有煉瓦、粘土質煉瓦、高アルミナ質煉瓦、炭化珪素質煉瓦、珪石煉瓦をそろえている。

定形耐火物

塩基性煉瓦



カーボン含有煉瓦



粘土、
高アルミナ質煉瓦



出所：ホームページより掲載

不定形耐火物には、キャストブル、吹付材、プレキャスト、プラスチック、ラミングミックス、モルタルがある。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て最適の製品を提供する。キャストブルは、流し込み、圧入、こて塗りなど、施工方法に合わせた製品が数多くある。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、継続的な改善活動により、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7：不定形品3の割合だが、日本では定形品3：不定形品7となる。

事業概要

プレキャスト



不定形耐火物
キャストブル



吹付材



出所：決算説明会資料、ホームページより掲載

連続铸造用モールドパウダーは、耐火物業界では同社だけが手掛けている競争力が高い製品で、高品質な鋼材生産に不可欠な製品である。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品種に位置付けられている。

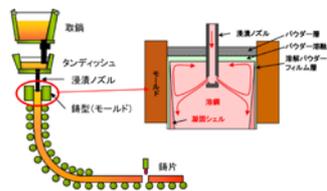
浸漬ノズルは、連続铸造工程において溶鋼の酸化防止やモールド内の流動の制御等重要な役割を果たす。同社は、浸漬ノズルの販売だけでなく浸漬ノズル迅速交換装置を提供し、顧客の作業負荷を低減し、連続铸造の稼働率向上に貢献している。

連続铸造用モールドパウダー



出所：決算説明会資料、ホームページより掲載

連続铸造用機材
連続铸造工程



浸漬ノズル迅速交換装置



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になる。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asketなど、様々な製品でニーズに対応している。

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、ポンプ部品から液晶・半導体製造装置用セラミックスまで、多様なエンジニアリングセラミックスを提供している。

事業概要

セラミックファイバー



出所：ホームページより掲載

ファインセラミックス
(高精度大型セラミックパーツ)



(2) エンジニアリング

同社の特長は、耐火物の製造に加えて、窯炉の設計、築炉工事等のエンジニアリングサービスと一貫体制を構築していることである。147年の伝統の中で蓄積された豊富なノウハウと技術開発力を持つ。工事部門は、崩れにくく溶損が抑えられる設計や作業などのノウハウを持つ。

高炉施工



出所：ホームページより掲載

エンジニアリング事業
築炉中のコークス炉



築炉中の取鍋



4. 特長と強み

同社の特長と強みは、長い年月をかけて培った伝統と技術をベースに、設計、製造、築炉、開発各部門の協力の下で顧客ニーズに適した提案をすることにあり、主に、高温技術のリーディングカンパニー、技術力を基礎とした強固な顧客基盤、積極的なグローバル展開の3点が挙げられる。

同社の主な特長・強み

1. 高温技術のリーディングカンパニー

- ・耐火物の製造技術と高度な築炉技術を併せ持ち、顧客ニーズに応える開発力で、顧客密着型の技術対応が可能
- ・設計、製造、築炉、開発の4部門の技術と経験を生かし、常に顧客と一体となった営業活動を遂行
- ・技術研究所における世界トップクラスの研究設備をもとに、顧客ニーズに応える製品開発に注力

2. 技術力を基礎とした強固な顧客基盤

- ・世界一の技術を誇る日本の鉄鋼業界をはじめ、あらゆる産業の顧客ニーズに、環境に優しい超高温技術で的確に対応

3. 積極的なグローバル展開

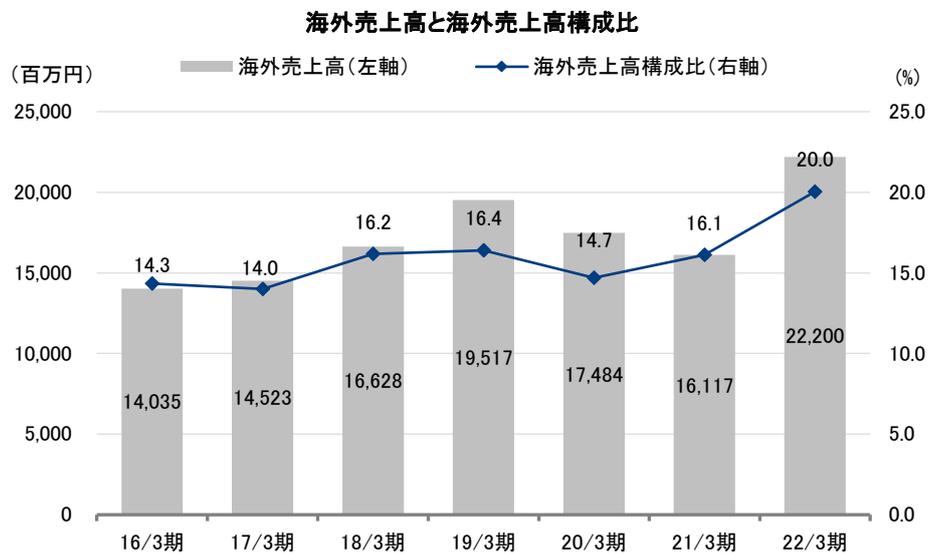
- ・1997年の中国進出を皮切りに、オーストラリア・米国にも市場を拡大、近年はアジアでの展開を強化し、事業のグローバル化を推進

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

事業概要

5. グローバル展開

海外拠点は、中国に耐火物等の製造・販売と連続鋳造用モールドパウダーの製造・販売を手掛ける合弁会社を設立している。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もち、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。米国では、オハイオ州にモールドパウダーの製造・販売を行う子会社を設立している。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3月期の海外売上高比率は、20.0%に伸長した。日本からの輸出は減少したものの、海外子会社のみでの売上高は増加した。



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

業績動向

2023年3月期第2四半期は16.4%の増収、17.3%の経常増益

1. 2023年3月期第2四半期の連結業績概要

(1) 2023年3月期第2四半期の業績概況

2023年3月期第2四半期の連結業績は、売上高が前年同期比16.4%増の61,064百万円、営業利益が同6.0%増の5,401百万円、経常利益が同17.3%増の6,299百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同29.3%増の4,587百万円となった。第1四半期決算発表時点の予想との比較では、売上高が1.8%増、営業利益が8.0%増、経常利益が5.0%増、四半期純利益が同52.9%増であった。

業績動向

2023年3月期第2四半期 連結業績

(単位：百万円)

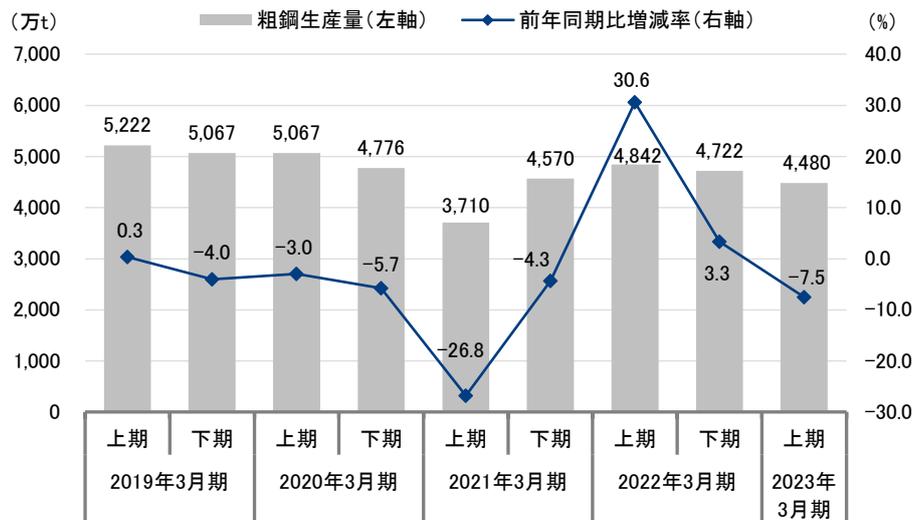
	22/3期2Q		23/3期2Q			前年同期比		計画比	
	実績	売上比	計画*	実績	売上比	増減額	増減率	増減額	増減率
売上高	52,453	100.0%	60,000	61,064	100.0%	8,611	16.4%	1,064	1.8%
耐火物及び関連製品	40,375	77.0%	-	49,204	80.6%	8,829	21.9%	-	-
エンジニアリング	11,515	22.0%	-	11,317	18.5%	-198	-1.7%	-	-
不動産	562	1.1%	-	542	0.9%	-20	-3.5%	-	-
売上総利益	11,938	22.8%	-	13,779	22.6%	1,841	15.4%	-	-
販管費	6,842	13.0%	-	8,378	13.7%	1,536	22.4%	-	-
営業利益	5,095	9.7%	5,000	5,401	8.8%	306	6.0%	401	8.0%
耐火物及び関連製品	4,843	12.0%	-	5,277	10.7%	434	9.0%	-	-
エンジニアリング	721	6.3%	-	834	7.4%	113	15.7%	-	-
不動産	256	45.6%	-	268	49.4%	12	4.9%	-	-
調整額	-725	-	-	-979	-	-254	-	-	-
経常利益	5,368	10.2%	6,000	6,299	10.3%	931	17.3%	299	5.0%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	3,547	6.8%	3,000	4,587	7.5%	1,040	29.3%	1,587	52.9%

注：* 計画値は第1四半期決算発表時の数値

出所：決算短信よりフィスコ作成

最大の需要先である鉄鋼業界は、半導体不足による自動車の減産が影響して2022年度上半期の国内粗鋼生産量が4,480万トンと前年同期比7.5%減少した。同社は、タイムラグがあるもののスプレッドを一定幅に保つよう価格改定に努めており、利益の増減は主に粗鋼生産量の変動に影響を受ける。当第2四半期の増収は、期中に急速に進んだ円安影響を十分に価格改定に反映ができなかったものの、市況による耐火物原料価格の高騰は販売価格に概ね転嫁できたことによる。

国内粗鋼生産量と増減率の推移(半期ベース)



出所：日本鉄鋼連盟のデータよりフィスコ作成

業績動向

第2四半期の平均為替レートは、前年同期の1ドル当たり109.8円から134.0円と24.2円、約22%の円安となった。同社の為替感応度は、1ドル当たり1円の円安で年60百万円から70百万円の営業減益要因となる。一方、棚卸資産評価益の発生や海外向け売上が堅調に推移したことに加え、急激な円安傾向が為替差益を増加させた。営業外収益に計上された為替差益は、前年同期の15百万円から566百万円に増え、経常利益の伸び率を大きくした。

当第2四半期純利益の予実差が大きくなったのは、社宅として使用していた遊休資産を売却し、固定資産売却損益(2,517百万円)を特別利益に計上したためである。売却代金は、持続的な成長に向けた投資資金に充てる。四半期純利益が予想以上となったため、1株当たり中間配当を当初計画の95円から100円へ増額した。年間予想配当も当初の1株当たり190円から200円に修正した。

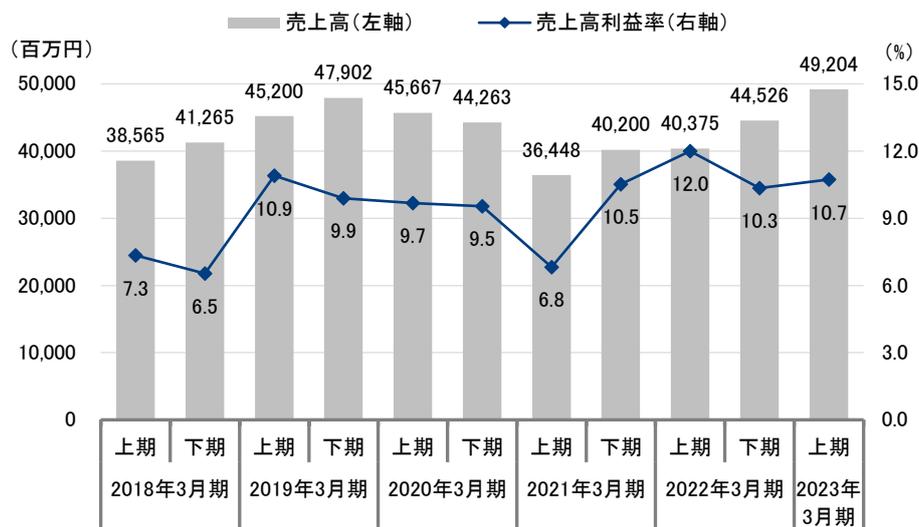
(2) 事業別動向

事業別では、耐火物及び関連製品部門が、原料価格上昇の販売価格への転嫁が進んだことにより増収増益となった。エンジニアリング事業と不動産事業は小幅減収となったものの、増益を確保した。

a) 耐火物及び関連製品

売上高の約8割を占める耐火物及び関連製品事業は、売上高が49,204百万円と前年同期比21.9%増加した。セグメント利益は5,277百万円、同9.0%増にとどまった。前述したように、価格転嫁が進んだ反面、国内粗鋼生産量が減少し、急激な円安が進行したためである。増収増益を実現したものの、売上高利益率は前年同期比1.3ポイント減の10.7%となった。海外子会社の業績は、現地通貨建てでも堅調に推移した。

同社耐火物及び関連製品の売上高と売上高利益率(半期ベース)



出所：決算短信よりフィスコ作成

b) エンジニアリング事業

エンジニアリング事業は、売上高が前年同期比1.7%減の11,317百万円、セグメント利益が同15.7%増の834百万円、売上高利益率は同1.1ポイント増の7.4%となった。利益率の改善は、工事案件の構成差による。

業績動向

c) 不動産事業

不動産事業は、売上高が前年同期比 3.5% 減の 542 百万円、セグメント利益が同 4.9% 増の 268 百万円であった。減収は一部物件の賃貸契約が終了したことによる。賃貸契約が終了した資産の取り壊しによる固定資産税額の減少が増益をもたらした。

2. 財務状況

2023年3月期第2四半期末の総資産は、前期末比5,917百万円増加の125,627百万円となった。流動資産は、同4,856百万円増の83,596百万円であった。現金及び預金が前期末比1,020百万円減少したが、受取手形・売掛金等が1,169百万円増加した。たな卸資産は、同4,509百万円増加した。増額分のうち原材料及び貯蔵品が2,657百万円を占めた。原材料価格が高騰していたことから、原材料の在庫を積み増した。また、新型コロナウイルス感染症拡大対策などで物流網が停滞するときのリスクに備えた。負債の部では、有利子負債の増加が525百万円に留まった。財務の健全性指標である、流動比率が前期末比7.5ポイント増の207.4%、自己資本比率が同1.4ポイント増の51.7%といずれも良好な水準だった。

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	19/3 期末	20/3 期末	21/3 期末	22/3 期末	23/3 期 2Q 末	増減額
流動資産	72,167	72,010	71,654	78,740	83,596	4,856
(現金及び預金・有価証券)	11,574	12,998	15,717	16,886	15,871	-1,015
固定資産	39,059	38,237	38,550	40,969	42,031	1,062
総資産	111,227	110,247	110,205	119,710	125,627	5,917
流動負債	37,526	34,246	35,149	39,400	40,308	908
固定負債	11,314	9,286	4,722	17,070	17,188	118
負債合計	48,841	43,532	39,871	56,470	57,497	1,027
(有利子負債)	15,688	14,748	13,683	22,854	23,379	525
純資産合計	62,385	66,714	70,333	63,239	68,130	4,891
【安全性】						
流動比率	192.3%	210.3%	203.9%	199.8%	207.4%	7.5%
自己資本比率	48.9%	52.6%	55.1%	50.3%	51.7%	1.4%

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2023年3月期は、経常利益は小幅下方修正も、過去最高益更新の見込み

● 2023年3月期の通期業績見通し

2023年3月期通期の連結業績予想は、売上高が前期比14.6%増の127,000百万円、営業利益が同1.1%減の10,000百万円、経常利益が同2.7%増の11,000百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同31.9%増の7,000百万円を見込む。期初予想との比較では、売上高を3.3%増の4,000百万円増額し、経常利益を4.3%減の500百万円減額した。鉄鋼メーカーが通期の粗鋼生産の計画を下方修正していることと、円安が想定以上に進行していることが主たる要因となる。

2023年3月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	22/3期		23/3期(予)			前期比(予)		期初予想比	
	実績	売上比	期初予想	修正予想	売上比	増減額	増減率	増減額	増減率
売上高	110,784	100.0%	123,000	127,000	100.0%	16,216	14.6%	4,000	3.3%
営業利益	10,107	9.1%	-	10,000	7.9%	-107	-1.1%	-	-
経常利益	10,716	9.7%	11,500	11,000	8.7%	284	2.7%	-500	-4.3%
親会社株主に帰属する当期純利益	5,308	4.8%	-	7,000	5.5%	1,692	31.9%	-	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

耐火物及び関連製品事業では、引き続き上昇した耐火物原料価格の価格転嫁を進めるとともに、国内外市場での拡販及び新規ビジネスの獲得に努める。エンジニアリング事業は、耐火物及び関連製品の販売ともコラボレーションし、受注案件を確保する。JFEスチールが、下期に千葉第6号高炉の改修工事を予定しているものの、その工事規模は前期の倉敷地区第4高炉には及ばない。不動産事業も大きな変化を見込んでいない。

同社は、2022年度における日本の国内粗鋼生産量を期初計画ではほぼ前年度並みの9,500万トン程度と見込んでいたが、今回は9,239万トン、前年度比3.4%減に改めた。主要取引先のJFEスチールは、単独粗鋼生産量を当初前期比ほぼ横ばいの2,600万トン弱を計画していたが、今回2,500万トン程度に下方修正した。経済及び鋼材需要は持ち直し基調が継続されるものの、部品供給制約が続き自動車の減産が長期化している。海外では、諸物価の高騰と金融引き締めにより米国及び欧州などの主要国経済は減速している。中国は不動産市場が低調であり、東南アジアは通貨安もあり建築需要が低迷している。海外鋼材市況の回復は、前回見通しよりも遅れると見ている。JFEスチールは、2023年3月期第2四半期決算発表時に2023年3月期の通期売上収益を前回見通しの4兆1,000億円から3兆9,600億円へ修正した。新しい予想値は、前期比24.8%増だが、計画値3.4%減となる。セグメント利益は、前期実績の3,237億円に対し、前回見通しでは1,500億円(上期1,200億円：下期300億円)、今回予想で1,650億円(上期1,482億円：下期168億円)へ変更された。前回予想に対し通期予想を上方修正したものの、下期だけでは減額修正となる。為替の感応度は、当下期だけで1ドル当たり1円の円安が14億円の減益要因となる。平均為替レートは、前期上期が109.9円、下期が114.2円、今期上期が131.6円、下期予想が145円程度となる。

今後の見通し

JFE スチールの半期毎の業績推移

(単位：億円)

	21/3 期		22/3 期		23/3 期		
	通期	上期	下期	通期	上期	下期 (予)	通期 (予)
売上収益	22,552	14,104	17,630	31,734	19,189	20,411	39,600
セグメント利益	-654	1,585	1,652	3,237	1,482	168	1,650
棚卸資産評価差等除き*	-314	685	612	1,297	322	508	830
単独粗鋼生産量 (万 t)	2,276	1,270	1,318	2,588	1,264	1,250 弱	2,500 程度
鋼材平均価格 (千円 / t)	74.8	94.5	112.2	103.7	131.6	-	-
為替レート (円 / ドル)	105.8	109.9	114.2	112.1	131.6	145 程度	138 程度

注：「棚卸資産評価差等除き」は、セグメント利益から棚卸資産評価差、原価キャリーオーバー、為替換算差を除いた損益
出所：会社決算資料よりフィスコ作成

■ 中長期の成長戦略

2024年3月期以降は海外 M&A が業績拡大に寄与する見込み

1. 第5次中期経営計画の重点施策

2022年3月期から2024年3月期までの3ヶ年をカバーする第5次中期経営計画が進行中だ。第4次中期期間では、「商品競争力の徹底強化」及び「成長・未開拓分野の捕捉」を推し進めた。現中期経営計画では、1) 国内における拡販と競争力強化、2) 海外ビジネスの強化・拡大、3) 耐火物・断熱材以外の新規ビジネスの探索、4) 設備投資の拡大の4つを重点施策とする。日本経済は潜在成長力が低く、鉄鋼製品の需要が漸減して国内粗鋼生産が年9,000万トン程度に止まることを前提とした。一方、世界では人口が増加しており、鉄鋼需要が拡大することが予想される。3年間の設備投資額は140億円と前中期経営計画の110億円を上回る。これまで生産基盤を強化することで競争力を高めてきたが、今後も積極的な設備投資により国内市場でのシェア拡大を図る。第5次では、グループ各社が新製品を開発するだけでなく、グループ企業の強みを組み合わせ、環境配慮型経営に取り組む顧客のニーズに適した提案をすることで事業機会を創出する。

2022年に入ってからの新たなグループ展開を3つ記述する。

(1) イソライト工業の完全子会社化

2022年3月末にイソライト工業を完全子会社化した。カーボンニュートラル実現等の顧客ニーズ多様化に対応し、両社の技術を融合しカーボンニュートラルの総合ソリューション企業を目指す。同社の不定形耐火物の汎用キャストは曲げ強度が強く、イソライト工業のセラミックファイバーは断熱性能に優れている。これらを複合することで、従来品より断熱性、耐熱性、耐食性、強度に優れた新しい高付加価値の複合材料を開発し、多用途へ展開する。耐火物の使用ユーザーにとって現場における高温管理は重要であり、断熱性能に優れ、熱ロスを防ぎ、省エネに寄与する製品へのニーズは強い。

中長期の成長戦略

海外市場においては、顧客基盤の共有や相互の製品の一体販売を拡大、及び両社の拠点における地域補完をする。イソライト工業が販売拠点を有していないオーストラリア及びインドネシアでは、同社の現地子会社製品とのセット販売。また、米国での販売提携先の販売網を活用し、イソライト工業の生体溶解性製品を主とした断熱材の販売活動を開始する。

出資率を55.3%から100%に上げたことによる連結業績へのインパクトは、売上高と経常利益の段階ではないが、親会社株主に帰属する当期純利益で10億円ほどの増加要因となることが見込まれる。

(2) 韓国に販売子会社を新設

2022年4月に、韓国の慶尚北道浦項市に100%所有の販売子会社 Shinagawa Refractories Korea Corporation (SRK) を新設した。営業対象は韓国国内の鉄鋼・重工業メーカー等になる。新子会社の所在地は、世界6位で韓国最大の鉄鋼メーカーである POSCO や現代製鉄、東国製鋼等の製鉄所に近接する。2社購買の推進など顧客の購買姿勢に変化が見られたため、顧客密着型の営業を展開する。同社が得意とする高炉用耐火物（出鉄口閉塞材）および連続鋳造用高付加価値耐火物の拡販に注力する。

(3) サンゴバン社からの事業買収

（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。同社は、第5次中期経営計画において海外ビジネスの強化・拡大を重点施策の1つとしている。海外売上高を2021年3月期の161億円（海外売上高比率16%）から2024年3月期に220億円（同20%）へ引き上げる計画をしていた。2022年3月期の実績で早くも222億円、海外売上高比率20%を達成した。また、後述する Compagnie de Saint-Gobain（以下、サンゴバン社）のブラジル耐火物事業（同、ブラジル事業）及び米国耐摩耗性セラミックス事業（同、米国事業）の買収は、当初計画になかった新しい展開となる。2023年3月期中に買収手続きが終了する予定であり、2024年3月期の海外売上高は340億円、海外売上高比率27%へ上方修正された。

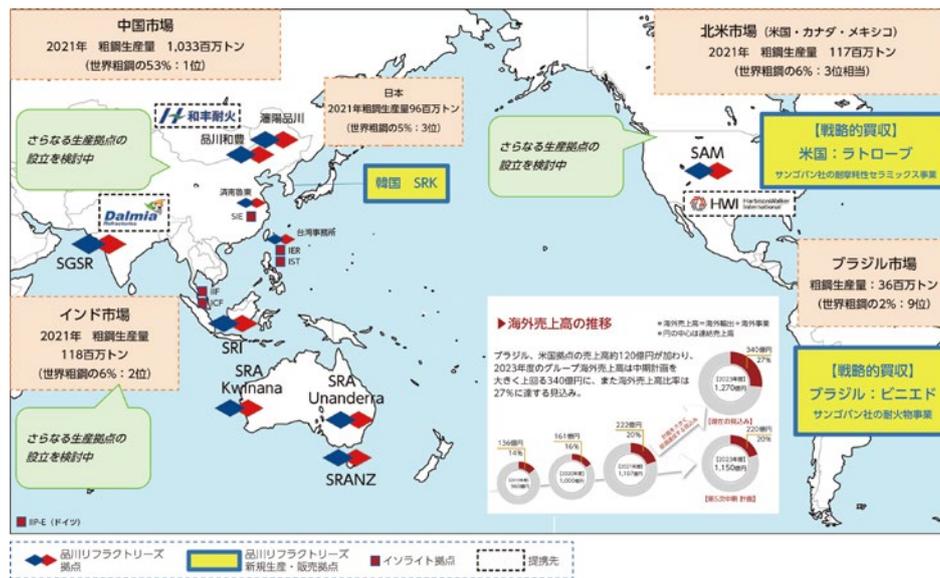
2022年5月に、同社とサンゴバン社は、ブラジルにおける耐火物事業及び米国における耐摩耗性セラミックス事業に関して、サンゴバン社の子会社から事業を買収することで合意した。両社は、これまで30年にわたり良好な協力関係を築いてきた。1991年よりサンゴバンブラジルに鉄鋼用耐火物の製造技術ライセンス提供を行い、近年ではサンゴバンブラジルが販売店として、南米で鉄鋼、セメントなどの市場向けに同社製品の販売を行っている。また、2019年にはサンゴバン社の子会社である Grindwell Norton Ltd. との共同出資により、SG Shinagawa Refractories India Pvt. Ltd. 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。

中長期の成長戦略

今回買収する事業は、ブラジルにおける鉄鋼、鋳造、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。買収価格は、ブラジル事業が約89億円、米国事業が約7億円である。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、同社グループにおいて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る。今後、ブラジル事業・米国事業は、同社グループの更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更なる多様性と柔軟性をもたらすものと考えられる。

同社グループは、グループ子会社の新設やM&Aによりインド・太平洋圏の主要市場すべてに生産拠点を確保することになる。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である。

同社グループの海外展開



気候変動リスクに備え、収益機会を獲得する

2. 気候変動リスク及び収益機会

2022年は、異常気象が世界に深刻な被害をもたらした。6月にパキスタンで史上最悪の大洪水により国土の3分の1が水没し、3,300万人が被災した。中国は、夏の猛暑と干ばつにより長江流域で記録的水不足となり農産物が甚大な被害を受けた。また、水力発電の稼働率が下がり、工場の操業が停止した。欧州は、河川の水位が下がり、貨物船の運航に支障が出た。米国では、カリフォルニア州に熱波が襲来し、電力不足と大規模な山火事が発生した。

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

2022年11月にエジプトで開催された国連気候変動枠組み条約第27回締約国会議（COP27）において、昨年のCOP26で採択された産業革命前からの気温上昇を「+1.5°C」に抑える努力を追求するとした合意を再確認された。2015年のパリ協定では、気温上昇を2°Cより低くし、できれば1.5°Cに抑える目標を掲げてきたが、昨年のグラスゴー気候合意では「+1.5°C」に抑えることを目標とした。新目標は、2030年に温室効果ガス排出量を2010年比45%削減する必要がある。目標に合致しない国に対し、COP27では「2023年末までに目標を再検討して強化するよう要請する」と明記された。気候変動リスクへの対応は不可避であるが、脱炭素及び水素社会への移行に収益機会を見出すことが肝要になる。

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。2050年度のカーボンニュートラル実現に挑戦するとしている。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。今後の温暖化防止策の実施結果により、想定する社会と主な気候変動影響として政策・規制、市場、技術、天候・環境の変化について「+2°C未満」と「+4°C」でシナリオを描いている。

同社は、2030年度のScope1・2を対象とするCO₂排出量を2013年度の年52,900トンから26,000トンへと半減することを目指す。省電力のLED照明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。焼成炉の燃料は、重油からLNGへ切り替える。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・焼成・乾燥におけるエネルギー消費が不要なため省エネとなる。カーボンニュートラルを目指す企業は、取引先のCO₂排出量も勘案する方向にある。高炉、電炉、セメントの既存顧客向けは、さらなるシェアアップとCO₂排出量の削減に資する製品の製造設備用耐火物の拡販を図る。機械メーカー向けなどは、耐火物の不定形化に重点を置いた誘導炉、電気炉、取鍋、機能材などを伸ばす。

さらに、2025年3月期上期からのフル生産を目指して、37億円をかけて西日本地区の不定形耐火物の生産体制の最適化を進めている。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1.6倍と飛躍的に向上する。国内におけ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。また、省エネ等の材料・設計の提案、同社グループ企業間の連携強化による耐火物と断熱材の一体販売も進める。

JFEホールディングスは、昨年5月に「気候変動問題への取り組み」を開示した。第7次中期経営計画の最重要課題に気候変動問題の取り組みを位置付けている。「JFEグループ環境経営ビジョン2050」において、2050年のカーボンニュートラル実現を目指すことを表明した。鉄鋼事業では、CO₂排出量を2013年度比で2024年末までに18%減、2030年度では30%以上の削減を目標とする。2024年から2030年までをトランジション期とし、その後の2050年までをイノベーション期としている。

品川リファクトリーズ

5351 東証プライム市場・札証

2022年12月13日(火)

<https://www.shinagawa.co.jp/finance/index.html>

中長期の成長戦略

2030年度までのトランジション期の鉄鋼プロセスの低炭素化手段として、省エネ・高効率化、低炭素原燃料活用、低炭素プロセス導入の3つを挙げている。省エネ・高効率化では、2025年に福山地区で高効率コークス炉への更新を計画している。低炭素原燃料活用は、転炉でのスクラップ利用の拡大と還元鉄(HBI)の活用を全地区で進めている。還元鉄の確保のため、Emirates Steel Arkan(UAE)、伊藤忠商事<8001>との間で低炭素還元鉄のサプライチェーン構築に向けた詳細な事業化調査を実施することで合意した。UAEに設立する合併会社は、還元剤をコークスから天然ガスへ置き換えた低炭素還元鉄の生産とCCUS(Carbon dioxide Capture, Utilization and Storage)の活用で原油増進回収を行い、CO₂排出量を削減する。2025年度下期から年間250万トン程度の規模で直接還元鉄の生産を目指す。JFEスチールは、自社の引き取り分を国内製鉄所で使用する。2030年までのトランジション期において、大型電気炉、フェロコークス、スクラップ・還元鉄対策、LNGなどに1兆円規模の設備投資が必要となると想定している。低炭素技術で生産される鋼材は高コストになるが、従来品と比べ品質や性能面で優位性があるわけではなく、環境価値を適切に評価したグリーン鋼材の市場創出が必須となる。

JFEスチール 2030年 低炭素鉄鋼プロセスへのトランジション

省エネ・高効率化	低炭素原燃料活用	低炭素プロセス導入
高効率コークス炉への更新 福山地区、2025年	転炉でのスクラップ利用拡大 還元鉄(HBI)の活用 全地区、実行中	既設電気炉増強 仙台製造所、2024年
電力需要設備の効率改善 (高炉送風機電動化、酸素プラント効率改善等) 全地区、実行中	スクラップ、還元鉄(HBI)の確保 集荷基地の増強 全地区、実行中	高効率・大型電気炉導入 倉敷地区予定、2027~2030年
AI・DS技術(全社CPS等)活用 による省エネ化 全地区、実施中	LNG供給網増強	フェロコークス導入実機化 福山地区予定

出所：会社資料よりフィスコ作成

2050年のカーボンニュートラル実現には、超革新技術の早期確立と実装が必要になる。実用化され削減効果をもたらすのは、2030年以降のイノベーション期と想定している。超革新技術については、国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構(NEDO)のグリーンイノベーション(GI)基金事業等を活用した複線的な技術開発を推進する。GI基金事業の開発内容は、カーボンリサイクル高炉法、直接還元製鉄法、高効率・大型電気炉である。製鉄プロセスにおける水素活用プロジェクトには、高炉3社と一般財団法人金属系材料研究開発センターの4社が、コンソーシアムを結成している。鉄鋼業界だけでは超革新技術を実用化できない。コンビナート/企業間連携も含めた、CO₂分離回収・利用・貯留技術の活用や大量に安価なカーボンフリー水素や電力の調達が不可欠になる。

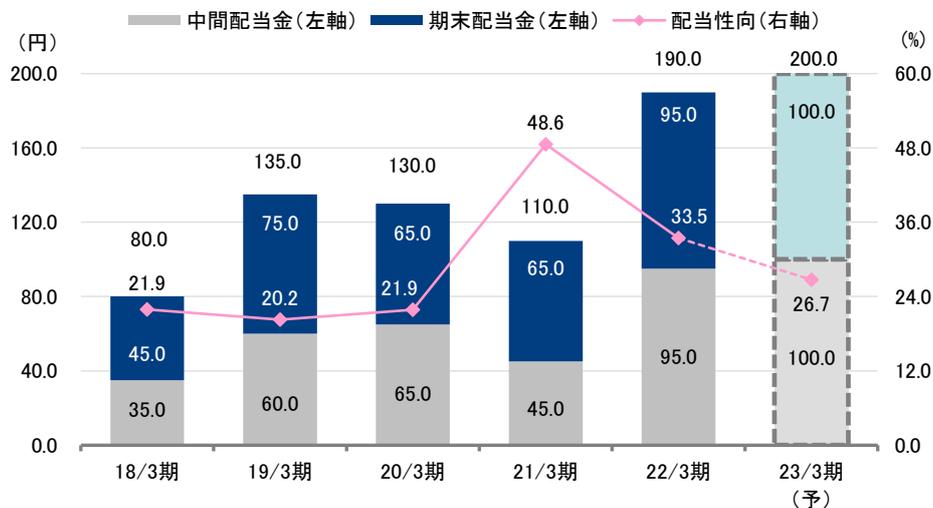
こうしたJFEグループの活動に対して、同社は耐火物と断熱材に関する技術を活用し、様々なソリューションを提供できるよう研究開発に努めている。

株主還元策

2023年3月期の配当は年200円へ増額修正

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。2021年3月期の年間配当金は、1株当たり90円を計画していたが、予想を上回る業績を反映して年110円配当に引き上げた。配当性向が48.6%へ上昇したが、特殊要因（減損損失）を除くと23%程度となる。2022年3月期から始まった3ヶ年をカバーする中期経営計画では、株主還元を高め、配当性向の基準を20%から30%に引き上げた。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額の特別損失が発生したものの、1株当たり配当金は計画通り190円（中間95円、期末95円）を行った。配当性向は33.5%であった。2023年3月期は、当初前期並みの年190円を計画していた。第2四半期に遊休資産の売却による固定資産売却益を特別利益に計上し、計画値を上回る四半期純利益を挙げたため、1株当たり配当金を中間期に100円、期末も100円とし、年200円、前期比10円の増配を発表した。予想配当性向は26.7%になる。

修正後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

■ サステナビリティ

2022年4月にサステナビリティ委員会を設置

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を設置した。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。気候変動・環境負荷低減などに関して、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。

気候変動への取り組みとしては、2050年度のカーボンニュートラル実現を目指し、2030年度のCO₂排出量を2013年度比で50%削減することを目標に掲げている。同社グループは、自社におけるCO₂排出量削減の取り組みに加え、超高温技術のリーディングカンパニーとして、製品や技術を通じて社会のCO₂排出量の削減に貢献することが大きなビジネスチャンスとなると捉えている。顧客先は、鉄鋼、化学、機械、セメント、窯業・土石などCO₂排出量の多い産業となる。

これら一連の取り組みに関して、同社は「統合報告書2022」を同社HP上に公表している。

同社のサステナビリティ経営

SDGsの目標	テーマ	ESG	マテリアリティ
	気候変動・環境負荷低減	E E E	環境配慮型商品・ソリューションを開発・提供し、社会のCO ₂ 排出削減と省エネルギーに貢献する。 事業プロセスにおけるCO ₂ 排出削減と省エネルギーを推進する。 耐火物リサイクルの推進と廃棄物削減によって環境に与える影響の最小化を図る。
	品質向上と安定供給	S	高品質で安全な商品とサービスを安定的に提供することでお客様の創業に貢献する。
	イノベーション	S	積極的な設備投資と人財投資によって技術を革新し、生産性向上、コスト競争力強化を図る。
	安全衛生	S	工場内・築炉作業現場の安全環境の継続的な改善や安全教育によって、災害の発生を抑制する。
	ダイバーシティ&インクルージョン・人権尊重	S S	多様な人材が十分に活躍できる職場環境を整備する。 人権を尊重した健全な職場と責任あるサプライチェーンを確立する。
	法令順守・コンプライアンス	G	法令を順守し、公正かつ健全な従業員・パートナー企業との関係を構築する。
	ステークホルダーとの関わり	S G	地域のコミュニティとの交流を深め、地域社会の持続的発展に貢献する。 事業活動を通して健全な利益を獲得し、ステークホルダーに還元する。

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

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