

## 一般材での安定と高機能材での攻め。 技術と挑戦で事業ポートフォリオ転換を進める。

日本冶金工業（以下、同社）は、ステンレス鋼と高機能材を中核とする鉄鋼素材メーカーである。1925年設立、1935年に18-8ステンレス鋼の国産化に成功し、以来、日本のステンレス産業を支えてきた。現在、原材料フェロニッケル製造からステンレス鋼の溶解、圧延、加工、販売までを担う日本唯一のステンレス一貫生産メーカーである。一般材を製造販売しながら高機能材へのシフトを進めている点が同社の大きな特徴である。

国内ステンレス業界は1990年代以降の需給悪化を背景に、統合、設備休止、役割分担の明確化が進み、競争環境は大きく変化した。業界集約によるプレーヤー減少に加え、2002年の再建計画以降の財務改善と高機能材シフトによって業績改善が進んだ。2019年の日鉄ステンレス発足による業界再編後は高い利益水準を達成できている。

当社では、同社の企業DNAを「研究開発と技術を重視し、挑戦を後押しする企業文化」、模倣困難性を「量を稼ぐ一般材と高付加価値の高機能材の両方を一つのラインで製造し販売する稀有なステンレスメーカーである」と考える。営業、研究開発、製造、品質保証が連携しながら顧客へ対応する各部門の距離の近さが模倣困難性の源泉である。

2026年5月公表の「中期経営計画2026-2028」では、一般材の安定収益を維持しながら高機能材比率を引き上げ、29/3期にEBITDA300億円、ROE10%、高機能材部門売上高比率60%を目指す方針が示された。前中計での大型投資の収益化に加え、新中計での追加投資、ソリューション・マーケティング機能の強化が成長戦略の柱となる。

同社のエクイティストーリーは、高機能材シフトを通じた利益とキャッシュフローの拡大を実現することで、成長期待を通じたバリュエーション上昇の余地が生まれることである。米国のATIやCarpenter Technologyといった高機能材メーカーはPBR12倍と高いバリュエーションが付与されている。中期経営計画の進展によって高機能材シフト戦略への信頼性が高まれば、同社株再評価の可能性も出てくるのではないかと考えられる。

### 株価・出来高（過去1年間）



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

### 主要指標

株価(6/19)	4,585
52週高値(26/2/27)	5,310
52週安値(25/6/23)	3,805
上場来高値(89/4/18)	31,800
上場来安値(02/11/14)	260
発行済株式数(百万株)	15.5
時価総額(自己株含む、十億円)	71.1
EV(十億円)	140.5
自己資本比率(26/3、%)	46.1
ROE(26/3、%)	7.3
PER(27/3 会予、倍)	7.9
PBR(26/3 実績、倍)	0.6
配当利回り(27/3 会予、%)	4.8

注：上場来高・安値は比較可能な1977年1月からのデータ

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

### 日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
23/3	199,324	33.8	29,256	109.5	27,738	116.6	19,703	132.6	1,316.79	200
24/3	180,341	-9.5	20,010	-31.6	19,128	-31.0	13,565	-31.2	933.64	200
25/3	172,097	-4.6	16,967	-15.2	16,200	-15.3	11,579	-14.6	819.46	220
26/3	150,866	-12.3	10,973	-35.3	9,657	-40.4	7,215	-37.7	519.86	220
27/3 会社予想	169,000	12.0	13,000	18.5	12,000	24.3	8,000	10.9	577.46	220

注：純利益は、親会社株主に帰属する当期純利益。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 目次

エグゼクティブサマリー.....	3
1. 会社概要.....	4
2. 沿革.....	6
1) 1925年設立、ニッケル鉱石からステンレスまでの一貫生産体制を構築.....	6
2) 戦後はステンレス量産体制を構築.....	6
3) 経営危機からの再建.....	7
4) 高機能材へのシフトと海外拡販.....	7
3. 業界集約と2002年の経営再建計画が今日の高収益の源泉.....	9
1) 1990年代以降の国内ステンレス業界の集約の歴史.....	9
2) 需給バランスと収益の推移.....	10
4. 浦田成己社長の「私の履歴書」.....	13
5. 短期業績動向.....	15
1) 26/3期実績.....	15
2) 27/3期予想.....	16
6. 企業DNAと模倣困難性.....	17
1) ポジショニング理論.....	17
2) 企業DNA.....	18
3) 模倣困難性.....	19
7. 高機能材シフトがエクイティストーリーとバリュエーションのカギ.....	20
1) 中期経営計画2026-2028.....	20
2) 海外高機能材メーカーの高バリュエーション戦略.....	23
3) ATI Incのバリュエーション上昇の背景.....	26
4) Carpenter Technologyのバリュエーション上昇の背景.....	27
5) 日本冶金工業の高機能材シフトによるエクイティストーリー.....	29
8. リスク要因.....	32
9. サステナビリティ経営の推進.....	33
1) サステナビリティ.....	33
2) コーポレート・ガバナンスの体制と仕組み.....	35

## エグゼクティブサマリー

### 原料から製品まで一貫生産を行う国内唯一のメーカー

日本冶金工業（以下、同社）は、ステンレス鋼と高機能材を中核とする素材メーカーである。同社は1925年に消化器や加工品の製造販売する中央理化学工業株式会社として設立された。1935年に18-8ステンレス鋼の国産化に成功し、以来、日本のステンレス産業を支えてきた。現在は、原材料フェロニッケル製造からステンレス鋼の溶解、圧延、加工、販売までを担う日本唯一のステンレス一貫生産メーカーである。一般材を製造販売しながら高機能材へのシフトを進めている点が同社の大きな特徴である。

### 国内ステンレス市場は実質的な二社寡占へ移行し、収益性が大きく向上

国内ステンレス業界は1990年代以降の需給悪化を背景に、統合、設備休止、役割分担の明確化が進み、競争環境は大きく変化した。業界集約による国内プレーヤーの減少に加え、同社自身の2002年の再建計画以降の財務改善に加え、2000年代からの高機能材販売強化と2004年頃からの海外向け販路拡大によって業績の改善が進んできた。特に、2019年の日鉄ステンレス発足による実質的な二社への業界集約後は、以前に比べて高い利益水準を達成できている。

### 企業 DNA と模倣困難性

当社では、同社の企業DNAを「研究開発と技術を重視し、挑戦を後押しする企業文化」にあると考えている。同社の模倣困難性は「量を稼ぐ一般材と高付加価値の高機能材の両方を一つのラインで製造し販売する稀有なステンレスメーカーである」と考える。一般材と高機能材を同一ラインで生産し、営業、研究開発、製造、品質保証が連携しながら顧客へ対応する総合力が模倣困難性の源泉である。

### 中期経営計画 2026-2028

2026年5月に発表された「中期経営計画 2026-2028」では、一般材の安定収益を維持しながら高機能材比率を引き上げ、28/3期にEBITDA300億円、ROE10%、高機能材部門売上高比率60%を目指す方針が示された。前中計期間に実施した大型投資の収益化に加え、新中計でのESR（スラブ型再溶解設備）や厚板精整などの追加投資、ソリューション・マーケティング機能の強化が成長戦略の柱となる。

現社長の浦田成己氏は、システム、企画、海外営業、高機能材拡販を幅広く経験しているが、2002年の再建計画策定時に当時企画室の課長として立案に関与している。高機能材シフトを“企画した側”であると同時に、その後は営業部門に戻って“現場で実際に高機能材を売ってきた側”でもある。更なる高機能材シフトに向けての経験と手腕に期待したい。

### エクイティストーリー

同社のエクイティストーリーは、高機能材シフトを通じた利益とキャッシュフローの拡大を実現することで、成長期待によるバリュエーション上昇の余地が生み出されることである。ATIやCarpenter Technologyといった米国高機能材メーカーはPBR12倍と非常に高いバリュエーションが付与されている。これは、米国株の平均PBR5.8倍を大きく上回ると同時に、米国の高炉・電炉メーカーのバリュエーション（1～4倍程度）とも全く異なる水準である。このことは、米国鉄鋼セクター内では事業形態によってバリュエーション評価に大きな違いが生まれていることを示す。同社も、中期経営計画の進展によって高機能材シフト戦略への信頼性が高まれば、日本の鉄鋼業界全体の低バリュエーションから離れる形での再評価の余地が出る可能性も考えられる。

## 1. 会社概要

### 1925年設立のステンレスメーカー

日本冶金工業は、ステンレス鋼と高機能材を中核とする素材メーカーである。1925年に設立され、1935年に18-8ステンレス鋼の国産化に成功、以来、日本のステンレス産業を支えてきた。現在は、原材料フェロニッケルの製造からステンレス鋼の溶解、圧延、加工、販売までをグループで担う日本唯一のステンレス一貫生産メーカーとして事業を展開している。長い歴史の中で培ってきた技術力と、顧客ごとの用途に応じたきめ細かな対応力を強みに、日常生活を支える汎用的な材料から、産業の高度化を支える先端的な素材まで、幅広い製品を提供している。

### 一般材と高機能材の両方を製造

同社の事業は、大きくステンレス一般材と高機能材に分かれる。ステンレス一般材は、食器、厨房機器、建材、配管、家電、精密機器、輸送機器など、私たちの暮らしや産業活動の身近な場面で使われている。一方の高機能材は、ステンレス一般材よりも高い耐食性、耐熱性、強度などを備えた材料であり、化学プラント、海水淡水化設備、排煙脱硫装置、半導体・電子材料関連、多結晶シリコン製造装置、海洋構造物など、より厳しい使用環境への対応や高い性能が求められる分野で採用されている。

伝統的なステンレスメーカーとして一般材を製造販売しながら、成長分野に対応する高付加価値材料を幅広く手掛けている点が同社の大きな特徴である。販売先としては、ステンレス一般材は主に国内市場向け、高機能材は主に海外市場向けである。なお同社では、原則としてニッケルを20%以上含む合金を高機能材と定義している。

図表 1. ステンレス一般材と高機能材の主な用途分野

ステンレス一般材	高機能材
幅広い用途で耐食性、加工性、清潔性に優れている	高い耐食性、耐熱性、強度が必要な分野での使用
食器、厨房機器などの一般分野	太陽光発電設備の多結晶シリコン製造プラント用途
建材、配管など建設資材分野	排煙脱硫装置、海水淡水化プラント、石油ガス設備など向けの高ニッケル耐食材
家電、精密機器、自動車産業向け	半導体製造装置の治具向け高強度材
食品工場など極限環境ではない製造設備向け	シーズヒーター材
医療・衛生分野やオフィス用品などの用途	



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

## フェロニッケルからの一貫生産体制が特徴

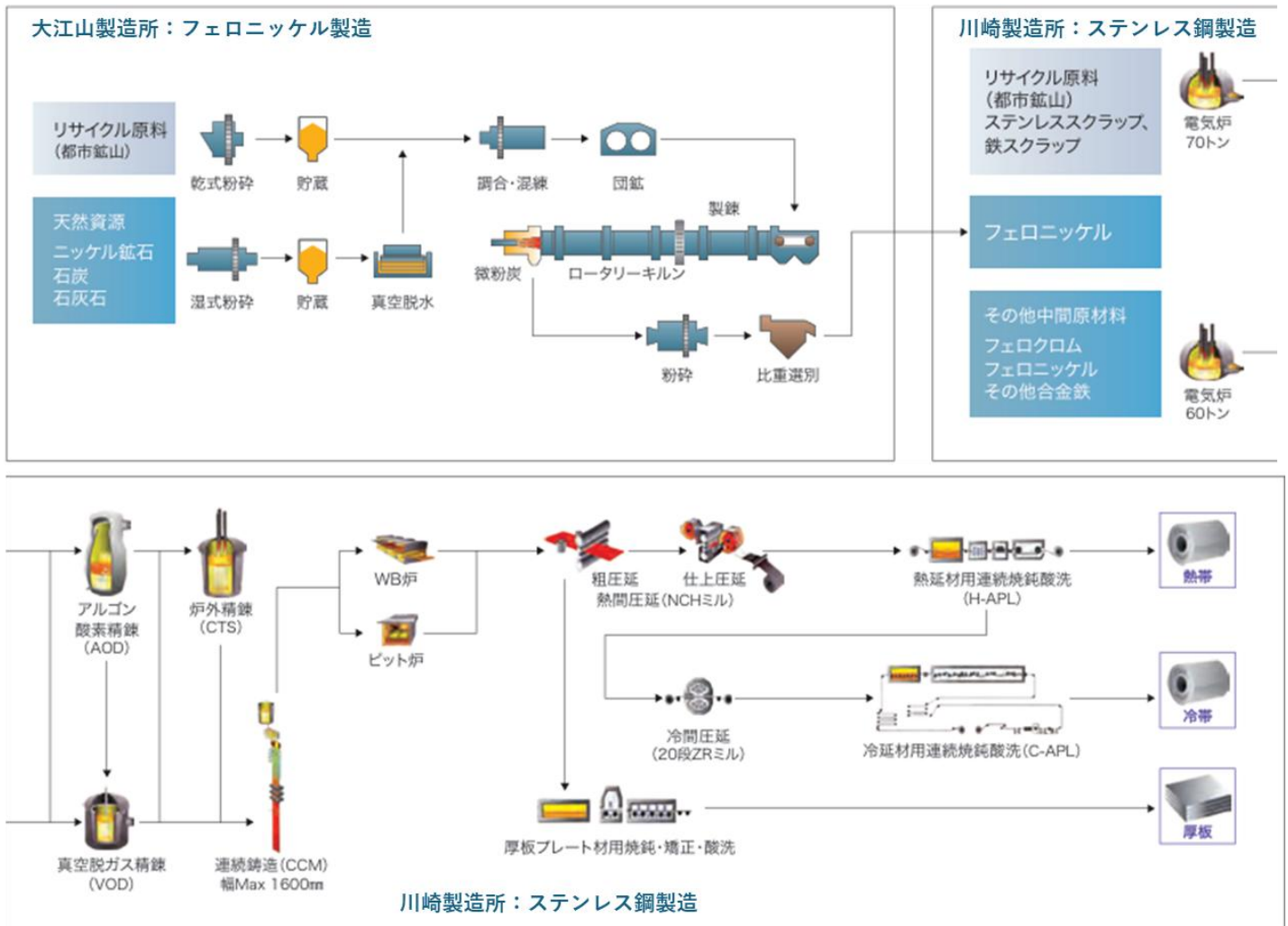
製造面では、京都府の大江山製造所でフェロニッケルを製錬し、神奈川県のカ崎製造所でステンレス鋼・高機能材の溶解、圧延、精整、加工までを行う体制を持つ。この一貫生産体制により、品質を安定的に作り込みやすく、顧客の要望に応じた鋼種開発や多品種少量生産にも対応しやすい。とりわけ高機能材の分野では、単に材料を供給するだけでなく、使用環境や求められる性能に合わせて最適な材質を提案できることが競争力につながっている。

これに対して、国内最大手の日本製鉄ステンレス・チタン事業部は、山口県の山口製鉄所で製造された半製品（スラブ）を、福岡県の九州製鉄所八幡地区に輸送して熱延コイルを製造、再び山口製鉄所に輸送して冷間圧延と仕上げを行っている。また、日本製鉄はフェロニッケルを大平洋金属などの国内メーカーからの購入や輸入材料購入により調達している。

## 高機能材の拡販が今後の成長のカギ

現在の同社は、高機能材の拡販を成長の柱として位置づけている。高機能材は、環境対応、エネルギー転換、半導体関連など今後の需要拡大が期待される分野との接点が多く、同社にとって事業の質を高める重要な領域である。

図表 2. 大江山製造所とカ崎製造所による一貫生産体制



出所：会社資料

## 2. 沿革

### 1) 1925 年設立、ニッケル鉱石からステンレスまでの一貫生産体制を構築

#### 創業当初は消火器、その後火薬類を製造販売

日本冶金工業は、1925 年に消火器や火工品を製造販売する中央理化学工業株式会社として設立された。1923 年の関東大震災の教訓「初期消火の大切さ」から、火薬代用ガス発生剤を開発して特許を取得し、その技術を用いて独創的なピストル型消火器を全国で販売した。陸海軍、東京帝国大学の後援のもと、財団法人理化学研究所の桜井錠二博士、鈴木梅太郎博士が研究に加わっていたという。

高度な火薬類似品の技術に日本の軍部が注目し、中央理化学工業は協力を要請されて火薬類の販売を始めた。1928 年に、日本火工（現・日本冶金工業）へ改称し、事業目的を火薬類の販売等に変更した。消火器事業部門は中央理化学工業として分離され、現在も消防・防災に携わる企業として事業を継続している。

#### 1930 年代にフェロニッケル国産化とステンレス一貫生産体制を構築

1933 年に事業拡大に向けた設備投資の資金を調達するため、新興財閥の森コンツェルンの傘下に入り、森轟昶(のぶてる) 氏を社長に迎えた。「電力と化学の結合」といわれた電気化学工業の分野を開いた実業家であり、城山三郎の小説『男たちの好日』のモデルにもなった人物である。

1934 年に、川崎作業所（現・川崎製造所）の建設を開始した。また、ニッケル国産化を目指した森社長は京都府大江山でニッケル鉱床を発見し、同年に大江山ニッケル鉱業を設立してフェロニッケルの国産化に着手した。

冶金（鉱石その他の原料から有用な金属を採取・精製・加工すること）事業は、当時、産業の国家統制を強めた日本政府からも奨励された業種で、成長が見込まれていたことから、合金の開発に取り組み、1935 年にステンレスの初出鋼を果たした。クロムを 18%、ニッケルを 8%含む同社の 18-8 ステンレス鋼製の製品第 1 号は「おかめの面」である。地元、川崎大師門前の出店で買い求めた「おかめの面」で砂型を作り、18-8 ステンレス鋼の初湯を注いでステンレス製の「おかめの面」を制作した。これが同社の製品第 1 号とされている。

#### 1942 年に株式上場

1936 年には特殊鋼・軽合金及びステンレス鋼の工業生産を開始した。1942 年に東京・大阪取引所に株式上場を果たし、日本冶金工業へ社名を改称、火薬火工部門を昭和火薬株式会社へ譲渡した。

同年に、岩滝製錬工場（現・大江山製造所）が竣工し、大江山のニッケル鉱石を原料として、クルップレン法というロータリーキルン（回転炉）を用いてフェロニッケルルッペ（粒状の鉄・ニッケル合金）の生産に成功した。

### 2) 戦後はステンレス量産体制を構築

#### 1950 年に国内で初めて酸素製鋼法に成功

1950 年に、ステンレス鋼量産化の端緒となる酸素製鋼法に国内で初めて成功した。溶鋼中に酸素ガスを吹き込み、酸化熱により溶鋼の温度を急速に上昇させ、金属分の酸化を抑えながら、短時間で脱炭（成分を調整するためにステンレス中の炭素分を取り除く）を促進させる精錬法である。使用できる原料の種類が大幅に増え、大量生産化が製造コストの大幅な低減につながり、増大するステンレス鋼の需要にも応えることが可能となった。

#### 1960 年代に大型電気炉を導入

1959 年に、合金鋼、炭素鋼の生産を停止し、ステンレス鋼板を主力に据えた。1962 年には酸素製鋼法を発展させ、当時のステンレス鋼専業メーカーでは初の大型電気炉である 30 トン電気炉の操業を開始した。1968 年には需要増に応えるべく生産能力を拡大、60 トン電気炉の操業を開始した。

## 1966年にプラネタリーミルを導入

1966年には、当時世界に3台しかなかった特殊鋼用のプラネタリーミル（圧延部分の構造の工夫により設備を一回通過させるだけで鋼板の厚さを大きく減らすことが可能な圧延機）を導入し、ステンレス鋼の一貫大量生産体制を構築した。これにより、一時は同社が日本のステンレス鋼の輸出量の24%を占めるまでに拡大した。

## アルゴン酸素精錬炉の導入

1977年に、アルゴン酸素精錬炉（AOD）の操業を開始した。AODは炭素を多く含む原料の精錬が可能のため、安価で低質な原料も使用できる。工程もシンプルで電力使用量と操業時間の低減にも寄与したため、オイルショック後の業績悪化に苦しんでいた同社の再建に大きく貢献した。

## 世界初のコンバインドCAP操業開始

1989年に、焼鈍酸洗機能と次工程の調質・矯正機能を合体させた世界初の生産ラインであるコンバインドCAPの操業を開始した。これによって熱延以降の下工程の生産能力が強化され、工程間リードタイムが大幅に短縮して生産性が大きく向上した。

### 3) 経営危機からの再建

## 新規設備の導入で高機能材の強化へ

1990年代に海外のステンレスメーカーが攻勢を強めるなか、多様化する顧客の要望に対応するには、従来のプラネタリーミルでは限界に近づいていた。ステンレス鋼の専門メーカーとして事業を継続するためには品質向上が必須と判断し、1996年にコイルと厚板プレートの両方の生産を可能にする新熱間圧延機（NCH）を導入した。ステンレス鋼から高機能材までの製品群の多様化を実現し、後に同社の高機能材事業に少量多品種生産という独自の強みをもたらした。

## しかし財務面は悪化し、2003年に銀行の支援で抜本的な再建策を実施

バブル崩壊後の長引く不況もあり、NCHの導入に資金を投じた後の同社の収益は深刻なレベルまで悪化した。99/3期には136億円の純損失を計上し、ネットD/Eレシオは98/3期末の4.4倍から99/3期末には8.4倍に悪化した。そこで、1998年に中期経営改善計画を策定して構造改革に踏み切った。しかし、競争環境は依然として厳しく、企業の存続が危ぶまれる状況であったため、2002年9月に中期経営再建計画を公表した。この計画のもとで2003年3月に銀行から債務免除と債務株式化の支援を受け、産業活力再生特別措置法の認定を取得した。また、この時に2000年代前半からの高機能材販売強化と2004年頃からの海外向け販路拡大の経営方針も決定している。

現社長の浦田氏は、この時に企画室の課長として再建計画の策定を行っていた。

## 財務リストラ、高機能材拡販、業界集約で再建計画を達成

2003年に上海事務所を開設し、海外市場の販路を開拓していった。当時、海外の高機能材市場は欧米メーカーでほぼ占められており、同社は後発参入であった。このため、自力で現地企業を回ってマーケットを開拓し、各地の高機能材ニーズを掘り起こした。現社長の浦田氏は、この時には輸出部に所属しており、まさに高機能材の輸出営業を担当していた。

その後は、再建計画のもとでの財務リストラと高機能材シフトの事業戦略の断行に加えて、ステンレス業界の再編による収益環境の好転も起きたため、2005年に予定より1年前倒しで中期経営再建計画を達成した。06/3期目標経常利益49億円に対して05/3期経常利益は151億円と前倒しおよび超過達成であった。

### 4) 高機能材へのシフトと海外拡販

## 世界に通用する高機能材メーカーへ

2008年に精錬設備を新AODに更新した。それまでは1971年に導入したVOD精錬（真空精錬）の設備でほとんどが製造されていた高機能材をAOD精錬（大気精錬）で製造できるようになった。同社が得意な設備操業技術の開発により、操業時間の短縮、多連鋳化、極低硫黄化、低窒素化を実現し、製品の競争力を高めることに寄与した。

## 海外現地法人や合併会社で高機能材の拡販体制を整える

2011年以降は、米国現地法人、中国現地法人、シンガポール現地法人などを次々と設立して海外での高機能材拡販を進めた。また、2018年には南京鋼鉄との合併会社南鋼日邦冶金商貿(南京)有限公司を設立した(60%保有の連結子会社)。中国の大手鉄鋼メーカーである南京鋼鉄が保有する広幅圧延機を使用することが可能となり、様々な高機能材の超広幅プレートを製品化した。また、中国国内の大規模プラント向けなどの需要増大に対して、短納期化と広幅化のニーズに対応することによって高機能材の販売を強化した。

## 2022年以降は川崎製造所に新鋭設備を導入

2022年に、エネルギー効率と作業環境を改善した新電気炉(同社呼称:E炉)の操業を開始した。炉体回転装置(スクラップの不均一な溶解を解消し、効率の高い操業が可能)、および電磁攪拌装置(炉内の均一攪拌により、溶解スピードアップと温度・成分の均一化を実現)を融合させた最新鋭の技術である。

2023年には川崎製造所薄板工場に冷帯用スリッターラインを新設し、高精度のスリッターで多様化・高度化するニーズに応えるとともに、自動省力化を進めて操業の作業負荷軽減と生産能力向上を図った。2024年には、川崎製造所薄板工場に新冷間圧延機(同社呼称:4HZR)を導入した。

## インド現地法人設立で新たな高機能材需要を取り込む

2025年にはインド現地法人を設立した。これは、インドおよび中東で拡大が見込まれるエネルギー・環境分野向け高機能材需要を現地で取り込むための販売拠点である。従来、シンガポール現地法人が担っていた機能を統合し、グローバル営業体制の強化を図る狙いもある。

図表 3. 日本冶金工業の沿革

1925年	中央理化工業(株)設立
1928年	日本火工(株)に社名変更
1934年	川崎製造所建設、大江山ニッケル鉱業(株)設立
1935年	川崎合金工場にてステンレス初出鋼、1936年に特殊鋼・ステンレス鋼の工業生産開始
1942年	東京・大阪取引所に株式上場、日本冶金工業(株)と社名改称
1950年	川崎製造所で酸素製鋼法によるアーク炉でのステンレス鋼製造に成功(国内初)
1956年	川崎製造所に中央研究所(現技術研究所)を設立
1960年	川崎製造所 冷間圧延機(20段ゼンジミル)稼働
1962年	川崎製造所 30トンアーク炉稼働(ステンレス鋼専門メーカーとして国内初の大型炉)
1965年	川崎製造所 連続铸造機(CCM)稼働
1966年	川崎製造所 熱間圧延機(プラネターミル)稼働(特殊鋼では当時世界に3台のみ)
1968年	川崎製造所 60トンアーク炉(8号炉)稼働
1970年	川崎製造所 連続铸造機(CCM2号機、5フィート幅)稼働
1971年	川崎製造所 60t VOD(真空酸素精錬)稼働(高度な不純物処理技術の導入)
1977年	川崎製造所 AOD(アルゴン酸素精錬)稼働(高度な不純物処理技術の導入)
1989年	川崎製造所 第二冷延工場増築工事完了(5AP、HKライン、精整設備)(世界初のコンバインドCAP)
1996年	川崎製造所 新熱延工場稼働(1台でコイルと厚板の両方を圧延する点に特徴)
2002年	中期経営再建計画を公表、2003年3月に銀行から債務免除と債務株式化支援を受けて経営再建
2003年	上海駐在員事務所開設
2011年	米国現地法人 Nippon Yakin America Inc. 設立
2018年	中国合併会社(南鋼日邦冶金商貿(南京)有限公司)設立
2022年	新電気炉(E炉)稼働
2024年	新冷間圧延機(4HZR)稼働
2025年	インド現地法人 Nippon Yakin India Private Limited 設立

出所: 会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

## 3. 業界集約と 2002 年の経営再建計画が今日の高収益の源泉

### 1) 1990 年代以降の国内ステンレス業界の集約の歴史

#### 1990 年代の国内需要鈍化による供給過剰が集約を促した

国内ステンレス業界の集約は、図表 4 に示されるように、1990 年代以降の需要鈍化と供給過剰を背景に長い時間をかけて進んできた。バブル崩壊後、建設、家電、自動車など主要需要分野の伸びが鈍り、各社が高度成長期に築いた設備能力を十分に活かすことができなくなった。

#### 当時は多くのプレーヤーが競争

集約前は、新日本製鐵、住友金属、川崎製鉄、NKK、日新製鋼などの高炉メーカー、日本ステン、日本金属工業、日本冶金工業と言ったステンレス専門メーカーなど複数のプレーヤーがそれぞれ一定の設備と販売網を持ち、汎用品を中心に厳しい競争があった。加えて、アジア勢の台頭や輸入材流入も進んでさらに需給を悪化させた。

#### 1990 年代後半から再編が開始

このため 1990 年代後半から 2000 年代初頭にかけて、各社は単独でフルラインを維持するのではなく、提携、統合、設備休止などによる集約を通じた採算重視の体制へ移行し始めた。

#### 2003 年頃から大手高炉による本格的統合が進展

2002 年には川崎製鉄と NKK が持株会社の下で統合（2003 年 4 月には JFE スチール発足）、2003 年 10 月には新日本製鐵と住友金属工業のステンレス事業が統合されて新日鐵住金ステンレスが発足した。これらは高炉大手の再編の一環であるが、ステンレス業界にとっても本格的な業界再編の幕開けでもあった。2004 年には日新製鋼と日本金属工業が熱延工程での生産提携を発表、JFE スチールはニッケル系ステンレス薄板から撤退してクロム系（主として自動車の排気系部品に使われる）に特化することを決定した。国内各社は「どの鋼種を、どの拠点で、誰に売るか」を従来以上に明確にしていった。

#### 2010 年代も再編は段階的に継続

再編は一度では終わらず、2010 年代にさらに段階的に進んだ。新日鐵住金ステンレスはその後の親会社再編を経て日鉄ステンレスへとつながり、国内最大級のステンレスメーカーとして存在感を高めた。一方、日新製鋼は日本製鉄グループの中に統合された。

#### 品種・拠点・販売の集約が進んだ

これにより、高炉系のステンレス事業はより大きな枠組みの中で整理され、図表 4 のように国内の供給体制は少数の陣営に集約されていった。この過程では単なる資本統合だけでなく、熱延・冷延・厚板など品種別の役割分担、工場ごとの得意分野の明確化、販売チャネルの一本化なども並行して進められた。

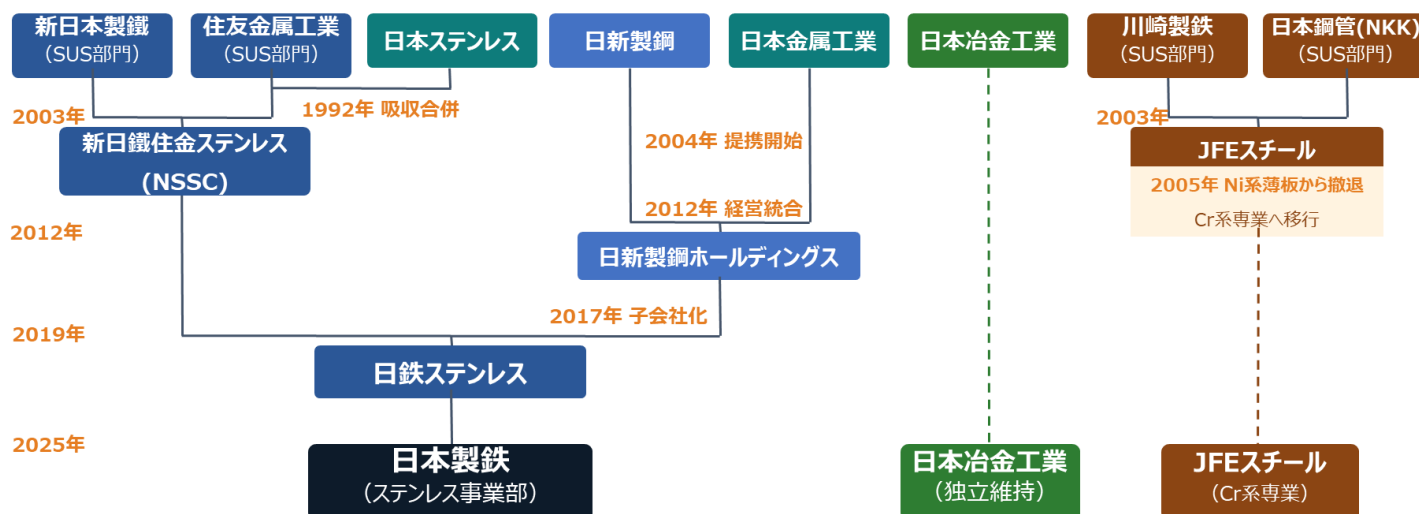
#### 日本冶金工業は独立を維持したが集約の恩恵を受けた

専門メーカーとして独立を維持した同社は、こうした統合の中心にいたわけではないが、他社の集約で業界全体の過当競争が是正されたため、バランスが回復していく過程の恩恵を受ける立場にあった。

#### この再編が次節で述べる高収益につながる

1990 年代以降の業界集約が 2019 年の日鉄ステンレス発足で一定の完了となり、国内ステンレス市場の競争環境は大きく変わった。次節で述べる国内マージン改善と 2022 年以降の高収益は、まさにこの長年の再編によって整えられた市場構造の上に成り立っている。

図表 4. 国内ステンレス業界集約の歴史



注：日本製鉄のステンレス事業部は 2026 年 4 月にステンレス・チタン事業部に変更された

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2) 需給バランスと収益の推移

### 1990年代は需給バランスが悪化、2000年代以降に一時回復

図表 5 の最上段のグラフは国内ステンレス冷延鋼板の需給バランスを示している。1990年代は、過去の好況時に計画された能力増強投資が竣工する中で、バブル崩壊で国内需要の伸びが鈍化したため、稼働率が低迷した。一方、2000年代前半は、事業統合や設備休止・集約が一部進んだこと、2004～2006年の中国需要拡大が重なったことから、稼働率は大きく回復した。中段及び下段のグラフからは、この時にはステンレスマージン（ステンレス市中価格からニッケル、クロム、鉄スクラップの原料コストを差し引いたもの）が上昇し、同社の収益も回復したことがわかる。図表下段のステンレスマージン推移を見ると、需給バランスの改善局面でマージンが拡大しやすく、供給余力が大きい局面ではマージンが低下する傾向が確認できる。

なお、日本で生産される Cr-Ni 系ステンレスの熱延鋼板・鋼帯のうち 8 割程度が統計上「消費」（統計では次工程への投入を表す）とされている。従って、板・帯製品の最終販売の多くが冷延鋼板と見なされるため、ここでは冷延鋼板の需給と価格、マージンによって需給バランスと収益の分析・議論を行っている。

### リーマンショック以降再び需給悪化

2008年の金融危機以降は再び需給バランスが崩れて設備稼働率は悪化、ステンレスマージンも低下して、同社の業績も赤字が続くようになった。

### 2010年代半ばからは黒字が定着

2010年代を通じて、業界全体のステンレス設備稼働率の数値に大きな変動はないが、2015年頃から同社の収益が少しずつ改善し、黒字が定着している。下段のステンレスマージンも2015年以降はやや改善が見られている。この時期には、経営統合の進展に伴う業界における過当競争の収束に加え、一般材のマージン回復と高機能材の海外拡販に伴う同社の収益性改善が起きていたと考えられる。

### 2022年以降はステンレスマージンが高水準

2019年から国内ステンレス冷延鋼板の生産数量が一段と減少して150万トンを割る水準が常態化した。2019年の日鉄ステンレス発足などの効果で設備能力も大きく削減が進んだ。この結果、生産数量減にもかかわらず設備稼働率は75%をやや超える水準が維持された（2021～2025年度平均76%）。とは言え、これは過去に比べて必ずしも高い水準ではない。それにもか

かわらず、2022年以降のステンレスマージンはかつてない水準に上昇し、同社の利益水準も大きく改善した。

この背景としては以下の要因が考えられる。第一に、高機能材比率の上昇によるプロダクトミックスの変化である。高耐食材や高ニッケル合金などは、トン数ベースでは計算上の稼働率を押し上げにくい一方、単位当たり単価と採算が高く、利益率の改善に寄与する。第二に、公称能力と実際の供給上限の乖離がある。人員確保、操業シフト、物流、エネルギーコスト、環境対応などの制約により、設備が存在していても統計上の能力どおりに稼働できるとは限らない。このため、見かけ上の稼働率が70%台であっても、実態としての需給は計算値より引き締まっている可能性がある。第三に、アロイ・サーチャージ制の定着が考えられる。同制度はニッケル相場や為替変動を製品価格へ機械的に反映する仕組みであり、原料価格変動時でも一定のスプレッドを維持しやすくしている。

## 2019年からは設備休止が相次いだ

2019年以降の急速な冷延能力減少の背景としては以下の動きがある。

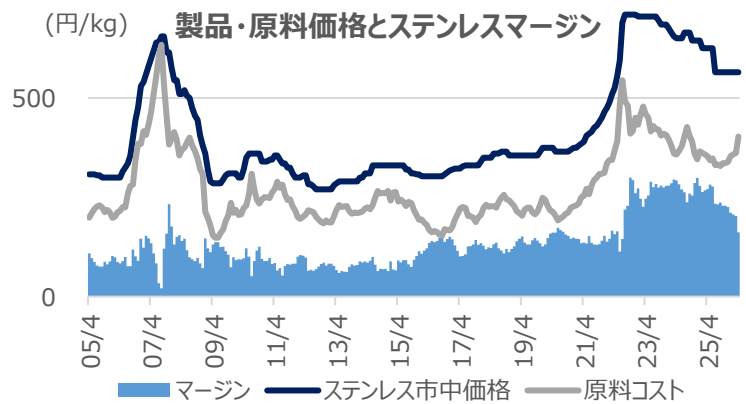
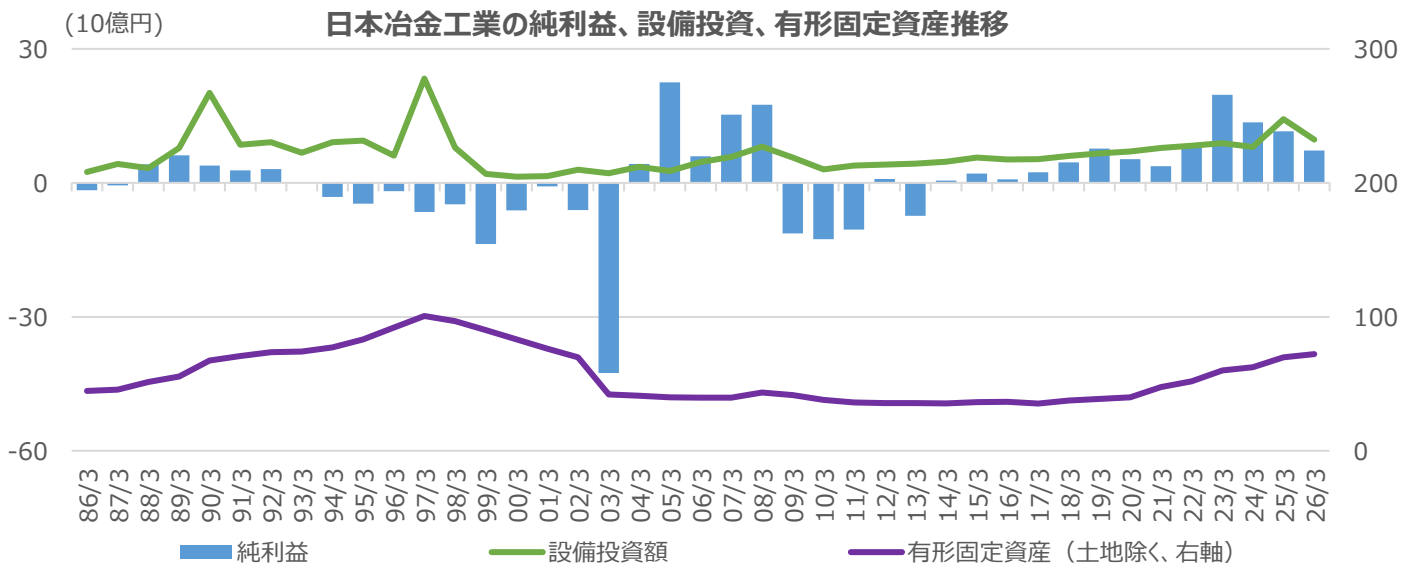
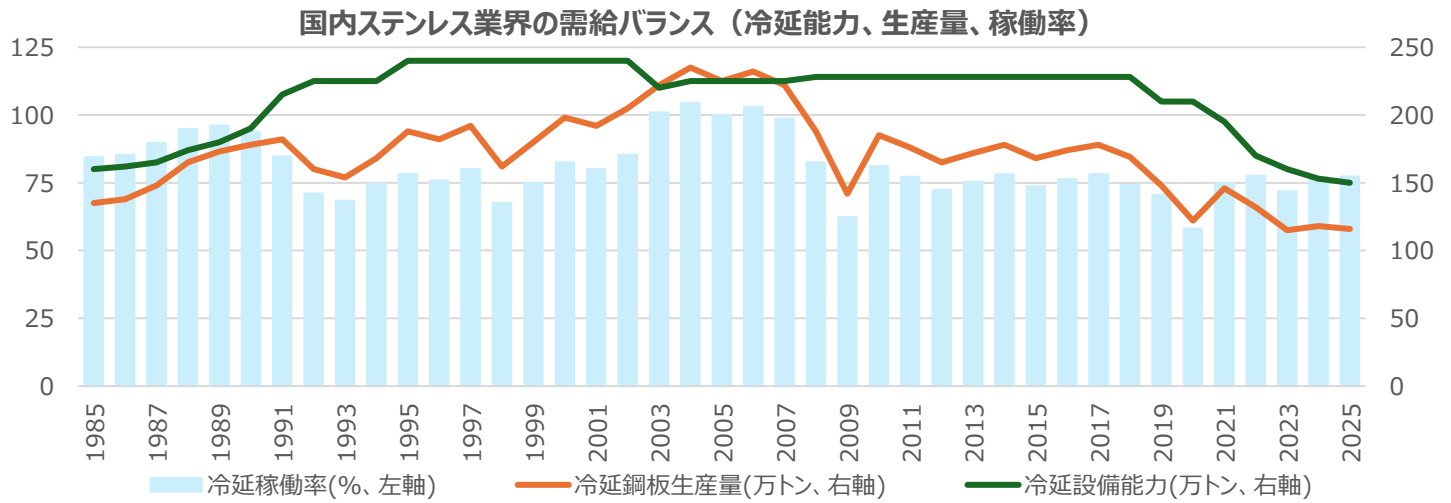
2019年から2020年には日鉄ステンレス衣浦製造所で熱延設備休止や光輝焼鈍設備休止が行われ、実質的な冷延能力の削減となった。2021年には、同社山口製造所と鹿島製造所で複数の設備が休止され、10数万トン分の冷延能力削減になったと推測される。さらに2022年には衣浦製造所そのものが閉鎖されたため、20万トン以上の冷延能力削減になったと考えられる。これにより国内実質冷延能力は連続して低下し、2022年の推定稼働率は約78%まで回復した。

## 業界集約と高機能材シフトで利益が出る体質となった

以上からわかることは、2020年代の同社の高収益は、2005年前後のような“フル操業の数量勝負”だけが要因ではないことである。現在の同社の利益水準を支えているのは、国内業界集約によって一般材のマージンが改善したことに加え、同社自身が高機能材比率を引き上げ、エネルギー、環境、半導体関連向けの高付加価値品販売を拡大してきた点にある。また、高機能材シフトが一般材の実質的な需給バランスの改善につながっている効果がある点も見逃せない。

1990年代は稼働率低下がそのまま利益悪化に直結した時代であり、2000年代半ばは稼働率回復が利益回復をもたらした時代であった。それに対して2020年代は業界集約の能力削減による需給改善に加え、高機能材シフトによって“見かけ上低稼働率でも利益が出る収益構造”へ移行した時代と整理できるのではないかと考えられる。

図表 5. 国内ステンレス業界の需給バランス変化とステンレスマージン、日本冶金工業の純利益の推移



注：ステンレスマージンは、製品価格から3カ月前の原料価格を控除して計算  
 出所：各種資料よりストラテジー・アドバイザーズが推定・作成

## 4. 浦田成己社長の「私の履歴書」

### 営業を軸に企画・海外を幅広く経験

浦田成己氏は、1960年7月7日生まれ、福岡県出身。1984年に千葉大学人文学部法経学科を卒業し、日本冶金工業に入社した。2024年6月に代表取締役社長に就任し、創業100周年の節目を担うトップとなった。営業を軸に、情報システム、企画、海外駐在まで幅広く経験してきた点が、同氏のキャリアの大きな特徴である。本人は幼少期を「外で遊んでばかりいた」と振り返っており、派手さよりも自然体と現場感覚を大切にする人物像がうかがえる。

### 入社後のシステム部門での原点

入社のかっけは、メーカーで働きたいという漠然とした思いだったという。入社後の最初の配属先は計算センターで、当初はコンピュータの知識も乏しかったが、COBOLでのコーディングや生産管理システム構築に携わった。この時期を浦田氏は「一番仕事をした感がある」と振り返っており、ものづくりの現場を支える仕組みを内側から理解した経験が、その後の営業や経営判断の土台になった面があるようだ。

### ASEAN 駐在で学んだ市況変動と現場感覚

その後は営業業務部、輸出営業を経て、1993年から約4年間シンガポールに駐在した。駐在員一人の営業拠点でASEAN市場を担当し、30代で顧客である現地の経営者と直接向き合いながら販売先を開拓した。ちょうど同社業績が厳しい時期と重なり、値崩れが進んだ局面では、本社から「それなら工場を止めていた方がいいから、しばらく営業しないでいるように」と言われるほどの厳しい市況も経験している。他方で、その後わずか1、2年で需給が反転する局面も体験し、装置産業の厳しさや市場変化の速さを現場で学んだという。

### 中国市場開拓で磨いた顧客対応力

帰国後は香港・中国エリアの営業を担当し、広東省を中心とした器物用ステンレス（調理器具向けなど）需要の拡大を捉えて販路を開拓した。取引実績が乏しいところから輸出量を伸ばす一方、アンチダンピング問題やクレーム対応にも直面した。顧客の要望や現場で起きた不具合を工場へつなぎ込む役回りを担ったことが自分の営業スタイルを形づくったとのことであり、後年の高機能材営業にも通じている。

### 課長時代には経営再建計画を策定

2000年からは企画室（現・経営企画部）に在籍し、業績低迷期中期経営計画見直しと再策定に携わった。当時の日本冶金工業は、パブル崩壊後の過剰設備や市況低迷の影響を受け、経営再建を迫られていた。本人によれば、通常の中計を1年近くかけて作った後に「これではだめだ」と抜本的な財務見直しを前提に作り直しを求められ、実質的には中期計画を2回作った感覚だったという。少人数の企画室で再建計画にかかわった日々は、浦田氏に全社視点と危機対応力を身につけさせた時期であった。

### 再建計画に織り込んだ高機能材シフトを現場で実践

再建計画で特に重要だったのは、汎用ステンレス中心の事業構造から高機能材へ軸足を移す戦略転換である。浦田氏は企画室でその方向性に関わった後に営業の現場に戻り、自身で高機能材の輸出営業を担うことになる。新しい製品を新しい顧客に売るため、顧客も使い方がわからない面もあり、当初は顧客が加工する段階でどうしても問題が出てクレームが来る。そのたびに研究開発、技術、営業が一体となって顧客先へ足を運び、川崎製造所で定期会議を重ねて改善を進めたという。用途開発から市場開拓までをほぼゼロから積み上げたこの時代の熱量は、今日の日本冶金工業の高機能材事業の原点といえる。また、この定期会議は今も続いているとのことである。

### 海外営業の実績を積み重ねて経営陣へ

2013年に海外営業部長、2016年に営業本部副本部長兼海外営業部長、2017年に執行役員、2019年に常務執行役員、2022年に取締役常務執行役員営業本部長、2023年に取締役専務執行役員営業本部長へ昇進した。2010年にはバンコク駐在も経験し、高機能材の海外営業をゼロから開拓した。最初は名刺だけ置いて帰るような訪問も少なくなかったが、やがてアジアで芽生えた需要をつかみ、欧米勢が先行していた市場に食い込んでいった。

### 2024年に社長就任

2024年6月、前任の久保田尚志氏からバトンを引き継ぎ、代表取締役社長に就任した。トップ交代時の業績は好調で、財務体質も大きく改善しているタイミングだった。就任後に心がけたこと

は、一般材では輸入材流入による被害を抑えつつニッチ領域のシェアを高めること、高機能材では大型案件の販売のプレに対応できる生産体制を構築することだったという。新電気炉や新冷間圧延機などの大型投資が実施され、運用ノウハウも蓄積した今、設備を安定的に稼働させることで収益に結び付けたいとのことである。

## 社員の心に火を灯し、世界の競合と本気で戦う意識を根付かせたい

浦田氏は、世界の競合メーカーと本気で戦って競争に勝つ意識を社内に強く根づかせたいと語っている。そのためには、穏やかな社風の良さを活かしつつも熱量と危機感を一段と高める必要があり、真面目な印象が強い社員の心に火を灯すことが、経営者として最も重要な使命だと考えているとのことである。

図表 6. 日本冶金工業の歴代社長

代	氏名	社長在任期間	参考情報
1	前田治平	1925年～1925年	
2	石川国吉	1925年～1927年	
3	井上芳之助	1927年～1933年	
4	森壽昶	1933年～1936年	森コンサル創業。昭和電工設立。衆議院議員。
5	村田豊太郎	1936年～1937年	
6	森暁	1939年～1946年	森壽昶の長男。昭和電工社長、衆議院議員。
7	中島康作	1946年～1949年	
8	森暁	1949年～1953年	(再任)
9	三村起一	1953年～1954年	
10	森暁	1954年～1976年	(再任) 在任 22 年
11	加納安久	1976年～1979年	
12	石黒嘉人	1979年～1992年	日本興業銀行出身
13	淡河範行	1992年～1997年	日本興業銀行出身
14	檜垣梧郎	1997年～2001年	日本興業銀行出身
15	佐治雍一	2001年～2008年	<b>1963年入社</b>
16	杉森一太	2008年～2012年	1971年入社
17	木村始	2012年～2019年	みずほコーポレート銀行出身
18	久保田尚志	2019年～2024年	1978年入社
19	浦田成己	2024年～	1984年入社

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 5. 短期業績動向

図表 7. 26/3 期決算と 27/3 期予想

(億円)	25/3	26/3 (A)	前期比	達成率 (A)/(B)	26/3 会社予想 (B)	前期比	27/3 会社予想	前期比
売上高	1,721	<b>1,509</b>	-12.3%	101.9%	1,480	-14.0%	1,690	12.0%
営業利益	170	<b>110</b>	-35.3%	99.8%	110	-35.2%	130	18.5%
在庫評価損益	-25	<b>3</b>	-	-	-2	-	19	512.8%
在庫評価損益を除く営業利益	195	<b>107</b>	-45.2%	95.5%	112	-42.4%	111	4.3%
経常利益	162	<b>97</b>	-40.4%	96.6%	100	-38.3%	120	24.3%
親会社株主に帰属する当期純利益	116	<b>72</b>	-37.7%	103.1%	70	-39.5%	80	10.9%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 1) 26/3 期実績

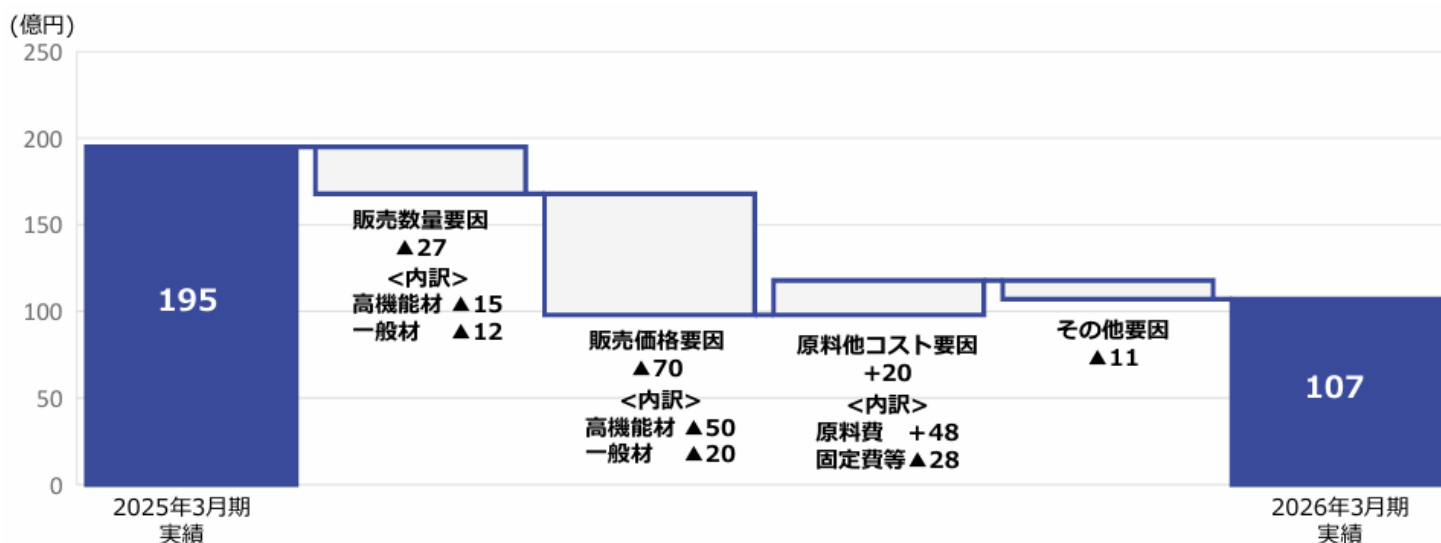
#### 26/3 期は減益の決算

26/3 期の連結業績は、売上高が 1,508 億 66 百万円と前期比 12.3%減、営業利益が 109 億 73 百万円と同 35.3%減、経常利益が 96 億 57 百万円と同 40.4%減、親会社株主に帰属する当期純利益が 72 億 15 百万円と同 37.7%減となった。販売数量は高機能材が前期比 9.9%減、一般材が同 5.0%減、全体でも同 6.8%減となり、建築資材向け需要の停滞や輸入材流入の継続が数量減の要因となった。一方で、半導体関連需要には回復の兆しがみられ、高機能材の需要環境は年度後半にかけては持ち直しつつあった。

#### 数量とマージンがいずれも減益要因

在庫評価損益を除く営業利益は 25/3 期の 195 億円から 26/3 期は 107 億円へ減少した。図 8 のように、販売数量減少に伴う数量差が 27 億円の減益要因となったほか、価格差も利益を下押しした。販売価格要因が 70 億円の減益影響となる一方で原料費は 48 億円減少したので、単純計算ではマージン縮小が 22 億円の減益要因となる。

図表 8. 26 年 3 月期の在庫評価損益を除く営業利益の増減要因分析



出所：会社資料

## 2) 27/3 期予想

### 27/3 期は増益見通し

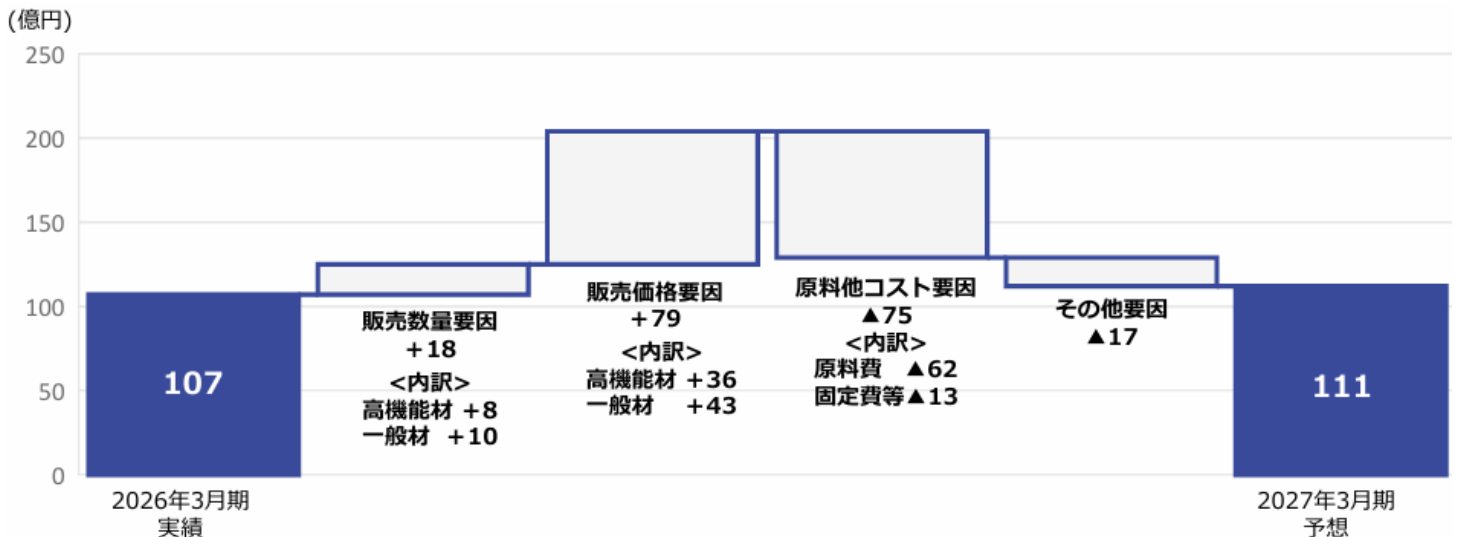
27/3 期の会社予想は、売上高 1,690 億円と前期比 12.0%増、営業利益 130 億円と同 18.5%増、経常利益 120 億円と同 24.3%増、親会社株主に帰属する当期純利益 80 億円と同 10.9%増である。会社は、半導体関連需要の好調な推移に加え、ステンレス一般材の受注改善を想定しており、高機能材・一般材の双方で販売量の増加を見込んでいる。営業利益率は前期の 7.3%から 7.7%へ 0.4 ポイント改善する計画である。

### 数量とマージンは増益方向の影響

在庫評価損益を除く営業利益は 26/3 期の 107 億円から 27/3 期には 111 億円へと微増の計画である。

販売数量の回復により 18 億円の増益要因を見込んでいる。加えて、マージン要因もプラスに働く見通しである。販売価格要因で 79 億円の増益効果の一方、原料価格上昇影響は 62 億円にとどまるため、単純計算でマージンの影響は 17 億円のプラスの見込みである。固定費増などは減益要因ではあるが、数量増とマージン改善がこれをほぼ打ち消すと予想されている。

図表 9. 27 年 3 月期の在庫評価損益を除く営業利益予想の変動要因分析



出所：会社資料

図表 10. 四半期別業績動向 (単位: 百万円)

決算期	25/3				26/3			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
売上高	46,595	42,239	42,532	40,731	39,199	36,542	36,121	39,004
(前年同期比)	-4.0%	-6.9%	-3.1%	-4.3%	-15.9%	-13.5%	-15.1%	-4.2%
売上原価	38,388	35,255	34,427	33,378	32,461	30,268	30,233	32,545
売上総利益	8,206	6,985	8,106	7,352	6,738	6,274	5,889	6,458
(売上総利益率)	17.6%	16.5%	19.1%	18.1%	17.2%	17.2%	16.3%	16.6%
販売費及び一般管理費	3,333	3,315	3,445	3,589	3,484	3,628	3,441	3,832
営業利益	4,873	3,670	4,661	3,763	3,254	2,646	2,448	2,625
(売上高営業利益率)	10.5%	8.7%	11.0%	9.2%	8.3%	7.2%	6.8%	6.7%
営業外損益	325	-571	16	-538	-303	-340	-184	-489
経常利益	5,198	3,100	4,675	3,227	2,951	2,305	2,264	2,137
(売上高経常利益率)	11.2%	7.3%	11.0%	7.9%	7.5%	6.3%	6.3%	5.5%
特別損益	-52	-55	-	-1	3	4	146	-226
税金等調整前当期純利益	5,145	3,045	4,676	3,226	2,953	2,310	2,410	1,912
法人税等	1,521	814	1,390	742	963	678	556	168
(実効税率)	29.6%	26.7%	29.7%	23.0%	32.6%	29.4%	23.1%	8.8%
当期純利益	3,625	2,230	3,286	2,484	1,991	1,631	1,854	1,743
非支配株主に帰属する当期純利益	36	12	-3	1	2	-4	-5	11
親会社株主に帰属する当期純利益	3,588	2,219	3,288	2,484	1,988	1,637	1,858	1,732
(売上高当期純利益率)	7.7%	5.3%	7.7%	6.1%	5.1%	4.5%	5.1%	4.4%

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 6. 企業 DNA と模倣困難性

### 1) ポジショニング理論

差別化戦略を採用していると考えられる

著名な経営学者であるマイケル・E・ポーターは、企業が競争優位を築くための基本戦略として、①コストリーダーシップ戦略、②差別化戦略、③集中戦略、の3つを提唱している。このうち、日本冶金工業が採っている戦略は②差別化戦略だと言えよう。

国内のリーディングカンパニーは日本製鉄ステンレス・チタン事業部

コストリーダーシップ戦略とは、業界内で他社よりも低いコスト構造を実現することで競争に勝ち、市場シェアの拡大等を目指す戦略である。一方、差別化戦略とは、同業他社の製品・サービスとは異なる価値を顧客に提供することで競争優位性を確保する戦略である。

ステンレス業界の場合、日本国内にはリーディングカンパニーと言える日本製鉄のステンレス・チタン事業部が存在している(図表 11)。このため、規模に劣る同社がコストリーダーシップ戦略を取ることは難しい。一方、同社は 2003 年の再建計画時から高機能材シフトを進めてきた。また、一般材においても、幅、厚みなど品ぞろえを豊富にすることで、一般材の中での一種の差別化も図っている。従って、ポジショニング理論の観点からは、同社の戦略は差別化戦略と見ることができる。

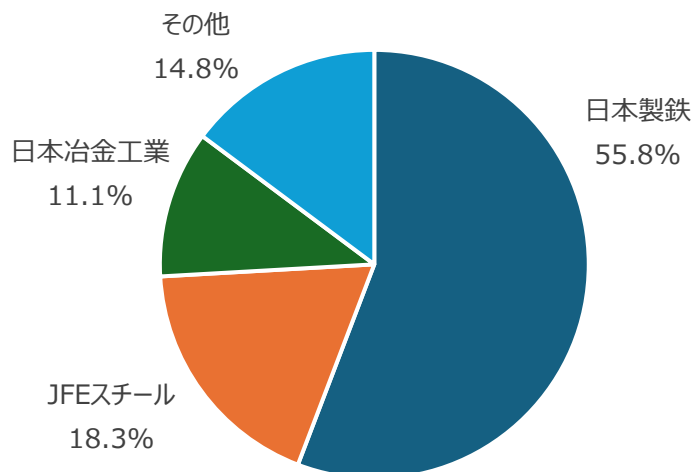
海外市場でも高機能材による差別化戦略

なお、図表 11 でシェア 2 位の JFE スチールはほぼクロム系のステンレスに特化しており、その他(14.8%)は大同特殊鋼や愛知製鋼などの特殊鋼メーカーである。従って、一般用途のニッケル系ステンレスの板材を生産しているのは日本製鉄と同社の 2 社のみと言え、2000 年頃からの業

界集約の結果、国内は二社による競争がメインとなっている。その中で同社は、巨大なライバルである日本製鉄に対して高機能材と品ぞろえによる差別化戦略で戦っている。

海外市場においても同様に、様々な用途の高機能材を販売することで、同社の 10 倍以上の生産能力を持ち、日本製鉄のステンレス事業よりも規模の大きい海外の巨大ステンレスメーカーと伍していく戦略である。

図表 11. 2024 年度の国内ステンレス熱延鋼材生産シェア



出所：SPEEDA ニュース記事よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2) 企業 DNA

### 企業 DNA を活かした事業戦略が成功の鍵

企業 DNA とは、創業者の想いや企業の歴史の中で培われた、その組織固有の価値観や哲学、企業文化であり、それらが企業の競争力の源泉になることが多い。企業 DNA を活かした事業戦略を立案、実行することが競争に打ち勝つ確率を高めると考えられる。

企業 DNA は会社の成り立ちに大きな影響を受けている場合が多い。一般に、創業者の会社設立時の目的や思いが、色濃く反映される場合がある。また、中興の祖によって社風や価値観が大きく変わる場合もある。ストラテジー・アドバイザーズでは、企業 DNA に焦点を当てることで、その会社の競争力の源泉を探り、戦略や方針が妥当かどうかを判断できると考え、これを重視している。

### 研究開発と技術を重視し、社員の挑戦を後押しする企業文化

当社は、日本冶金工業の企業 DNA を、「研究開発と技術を重視し、社員の挑戦を後押しする企業文化」だと考えている。創業以来、同社はフェロニッケル製錬からステンレス、高機能材までの一貫生産体制を築く過程で、様々なチャレンジを行いながら独自の技術蓄積を積み上げてきた。大江山製造所のニッケル製錬や、川崎製造所で一般材と高機能材を同じラインで流す生産体制は、その象徴といえる。こうした特徴は、単に設備がユニークということではなく、他社がやらないことに挑む姿勢が長年にわたり受け継がれてきたことで成り立っている。

### 全部門が密接に意思疎通

また、この DNA は技術開発だけで完結するものではなく、顧客、取引先、従業員との距離の近さや、きめ細かな対応を重視する姿勢と結びついている。技術研究所、製造、品質保証、営業が近い距離で連携し、顧客ごとの仕様や課題に合わせて素材を作り込む力は、同社が高機能材分野へ軸足を移していく過程でも重要な役割を果たしてきた。2000 年以降に多品種・高機能材路線

への転換を決断できた背景には、研究開発重視の伝統と現場に挑戦を促す社風、さらには営業部門が現場と密接に意思疎通を行う文化があったとみられる。

### 3) 模倣困難性

当社では企業評価において模倣困難性に注目している

ジェイ・B・バーニーらが提唱するリソース・ベースト・ビューは、企業の経営資源やケイパビリティに注目する考え方である。これを具体的に示したものが VRIO フレームワークであり、Value (経済的価値)、Rarity (希少性)、Inimitability (模倣困難性)、Organization (組織) について検討すべきとしている。ストラテジー・アドバイザーズでは、このうち模倣困難性という考え方に特に着目している。

我々の考える模倣困難性は、より広義の概念として VRIO フレームワークの他の要素である経済的価値や希少性、組織も包含するものとして考えており、企業の持続的な競争力や成長力を支えるものとして企業評価において重視している。

一般材と高機能材を一つのラインで製造し販売する稀有なメーカー

当社は、日本冶金工業の模倣困難性を、「量を稼ぐ一般材と高付加価値の高機能材の両方を一つのラインで製造し販売する稀有なステンレスメーカーであること」だと考えている。一般ステンレス材は量を確保しながら安定収益を担う一方、高機能材は多品種少量で高い単価と付加価値を狙う領域である。本来、この二つは求められる操業体制、品質管理、営業対応が大きく異なるが、同社は川崎製造所において同一ラインで両者を多鋼種で生産し、納期を守って販売する体制を築いてきた。ステンレスの大手メーカーや高機能材専門メーカーのいずれにも寄り切らない、あえて“二兎を追う”事業構造そのものが同社の模倣困難性の源泉である。

溶解・精錬工程から冷間圧延工程までの全工程を川崎製造所一か所で行っていることが、このような小回りが利く対応ができて一つの要因である。

時間を味方につけて海外競合を振り切る方針

一方、この対応は設備を持つだけでは再現できないことが重要である。営業が顧客仕様を細かく組み、製造技術、研究開発、品質保証と密に情報共有しながら、多様な鋼種を日々の操業に落とし込む運営力があって初めて成立する。早い段階から高機能材路線へ転換し、海外市場も含めて販売と生産の経験を蓄積してきたことが、現在の品揃えの広さ、クレーム対応の速さ、納期遵守の信頼につながっている。このために月に一度、各部門が集まる「高機能材・一般材拡販会議」が開催され、顧客の要望、製造工程、原料調達などが一つのテーブルに載せられて議論が行われている。

高機能材市場においても今後は中国勢等による追従が予想されるが、同社と同水準の対応ができるようになるには、同社が試行錯誤してきたと同様にかなりの時間がかかるだろう。リソース・ベースト・ビューにおいて「時間圧縮の不経済」とされる参入障壁である。同社は、時間を味方につけている間にさらに高度な高機能材にシフトすることで、追いつこうとする海外競合を振り切る方針である。

小ロット・多品種のノウハウで一般材でも参入障壁を作る

一般材についても、一定の生産量を確保することで、固定費回収を確実にして全社収益を支えていることも重要なポイントである。日本国内の一般ステンレス市場は、過去 20 年以上にわたる業界集約の結果として、ニッケル系一般ステンレスは二社に集約された状態となっている。脅威があるとなると輸入材であるが、同社はニッチ品、極薄品、広幅品など、大規模生産による輸入材に対して優位性を持つ製品に注力する方針である。同社が高機能材シフトとともに磨いてきた小ロット・多品種供給のノウハウが、輸入材に対する参入障壁を構成する要素になるだろう。

図表 12. 日本冶金工業が世界シェア上位の高機能材板帯製品の例

高Ni耐食鋼	NAS 825 : 石油関連	推定シェア : 約10%
高耐熱鋼	NAS 800、NAS H840 : シーズヒーター NAS 800H、NAS H38X : 多結晶シリコン製造装置	推定シェア : 約15%
熱膨張制御材	NAS 36 : パイメタル用素材、航空機用金型他	推定シェア : 約15%
純ニッケル材	NAS Ni201,202 : 苛性ソーダ電解装置、水電解	推定シェア : 約30%

出所 : 会社資料

## 7. 高機能材シフトがエクイティストーリーとバリュエーションのカギ

### 1) 中期経営計画 2026-2028

#### 一般材の安定と高機能材の攻め

日本冶金工業は 2026 年 5 月に「中期経営計画 2026-2028」を公表した。計画期間は 27/3 期から 29/3 期までの 3 カ年で、目指す姿として「ニッケル高合金・ステンレス市場のトップサプライヤーとして、新領域へ挑戦し進化を続けるレジリエントカンパニー」を掲げている。前中計で実施した新電気炉や新冷間圧延機などの大型投資を収益化につなげながら、一般材の安定収益基盤を維持しつつ、高機能材の構成比を引き上げることで事業ポートフォリオの質を高める方針である。一般材と高機能材を両輪として運営する点が特徴である。

#### EBITDA300 億円、ROE10%などをめざす

数値目標としては、29/3 期に EBITDA300 億円、ROE10%、配当性向 35%以上、DOE (株主資本配当率) 2.8%以上を目指す。また、単体ベースの高機能材部門売上高比率は 60%を目標としている (26/3 期実績は 54.9%)。

前中計に比較して設備投資額は約 30%増加する 382 億円 (意思決定ベース) を計画している。今回、新中計では成長に向けた投資を重視しているため配当性向は 35%と特段高いわけではないが、DOE を設定したことにより安定配当を目指す意思を明確化した。

参考値との位置づけではあるが、ネット D/E レシオの目標は 0.5~0.7 倍とされている。前回中計ではネット D/E レシオの参考目標値が 0.5~1.0 倍と非常に広いレンジであったが、今回はレンジが狭くなっており、資本市場から見て会社の方針を理解しやすくなったと評価できる。

図表 13. 中期経営計画 2026-2028 の数値目標

	目標 (2028年度)
高機能材部門 売上高比率 (単体)	60%
EBITDA	300億円
ROE	10.0%
配当性向	35%以上
DOE	2.8%以上
参考 ネットD/E レシオ	0.5~0.7

出所：会社資料

## 10年後の将来像

10年後を見据えた目標としては、10%のROEを維持しながらEBITDAをさらに400億円へ成長させ、PBRを1倍以上とすることとしている。今回の中期経営計画2026-2028は、この先3年の計画として存在しているのみならず、この3ヶ年の間にさらに先の10年後へ向けた準備を行うことが意図されている。

図表 14. 目指す姿と将来像

ニッケル高合金・ステンレス市場のトップサプライヤーとして、  
新領域へ挑戦し進化を続けるレジリエントカンパニー



出所：会社資料

## 高機能材シフトを支える設備投資

設備投資は3年間累計382億円を計画している。戦略投資としてスラブ型再溶解設備(ESR)の導入や厚板精整設備の強化、グループ会社ナス鋼帯での高機能材極薄製品製造設備増強などが盛り込まれている。これに前中計で導入した新電気炉、新冷間圧延機、スリッターラインのフル稼働を組み合わせることで、高機能材の品質向上、製品レンジ拡張、供給能力の整備を進め、長期的な成長を目指している。

図表 15. 3年間の設備投資計画

中期経営計画2026-2028 意思決定ベース：3ヶ年累計 382億円			
戦略投資	新技術開発 拡販・競争力強化 CN・資源リサイクル	スラブ再溶解設備(ESR)付帯装置 [新プロセス・新合金] 厚板精整設備強化 還元炉移設・更新 [環境配慮・コストダウン]	158億円
基盤強化	研究設備 情報システム 人材確保	冷延鋼帯用焼鈍酸洗ライン 燃焼炉改造 研究用実験・解析設備 [新技術・プロセス開発] システムインフラ [DX基盤・セキュリティ] 設備遠隔監視システム [省力・省人化]	31億円
更新投資	更新・刷新・強化	大江山キルン付帯設備 熱間圧延機付帯設備 熱延鋼帯用焼鈍酸洗ライン付帯設備	117億円
グループ会社	高機能材事業 シナジー強化	ナス鋼帯 ナストーア 高機能材極薄化(圧延・BA) BA：光輝焼鈍 設備機能強化	76億円
合計			382億円

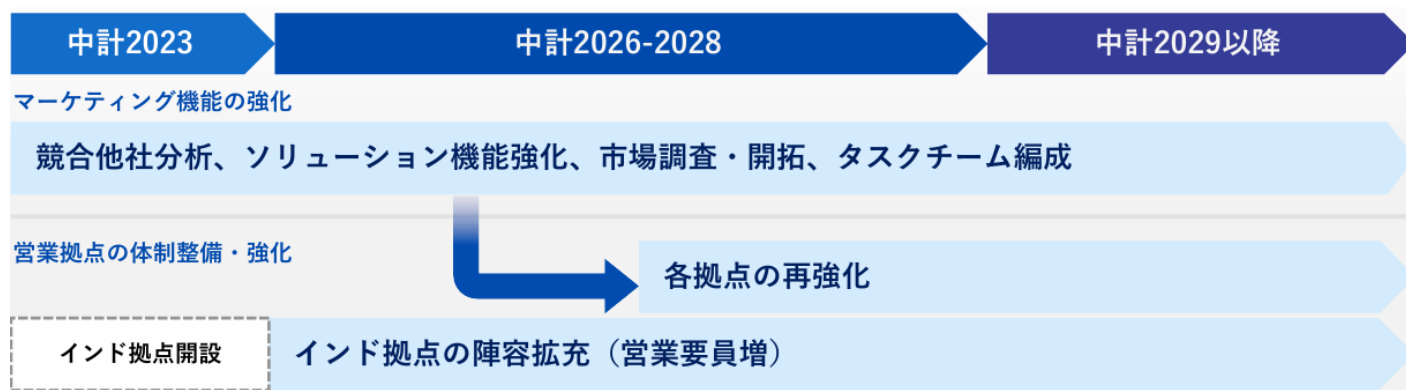
出所：会社資料

## マーケティング機能の強化

販売戦略では、高機能材について半導体関連、エネルギー・環境分野、化学・食品プラント向けを中心に拡販を進めるほか、インドや中東など成長地域での需要取り込みも進める方針である。一般材については、数量拡大よりも差別化品の販売を軸とした運営が前提となっている。

販売戦略の観点では、一般材、高機能材ともにソリューション営業が重要なピースである。このため、2026年4月に従来のソリューション営業部を新たに「ソリューション・マーケティング部」に改称し、ソリューション及びマーケティング機能の強化を図る方針である。また、2025年に設置したインド拠点は今年4月に陣容拡大を実施している。

図表 16. マーケティング機能と営業拠点の強化



出所：会社資料

## 中長期では航空宇宙や医療分野への進出も狙う

高機能材の拡販戦略においては、地理的なエリアと顧客産業分野の双方において、新しい市場の開拓も狙っている。中長期ターゲットとはされているものの、航空宇宙分野や医療分野への進出を見据えた研究開発を強化する方針である。これらの分野は材料そのもののグレードが高いことや、顧客から品質認証を取得する必要がある、参入障壁が高いものの、顧客側の視点では代替コスト・乗り換えコストが高いため、一度入ることができれば継続的なビジネスとなる可能性がある。また、安全性や機能性を重視する分野であるため価格圧力が弱いと考えられる。後述する米国高機能材メーカーである ATI や Carpenter Technology が重視している顧客分野である。

図表 17. 高機能材のターゲット分野



出所：会社資料

## 2) 海外高機能材メーカーの高バリュエーション戦略

### 鉄鋼メーカーだから PBR が上がらないとは言いきれない

日本冶金工業の実績 PBR は足元で 0.6 倍にとどまっているが、国内の鉄鋼各社の多くは PBR が 1 倍以下とバリュエーションは低い。したがって、現状の株価評価には同社固有の要因だけでなく、日本の鉄鋼セクター全体に対する低評価が影響している面がある。一方、米国の競合企業の状況を見ると、国内同業のバリュエーションが低いから PBR が上がらないとは言いきれない。

## 米国企業は鉄鋼セクター内でもバリュエーションはかなり異なる

図表 17 はグローバルの鉄鋼・ステンレス・特殊鋼メーカーのバリュエーション一覧である。米国では高炉の Cleveland-Cliffs の PBR は 1.1 倍と日本企業と比較的近いバリュエーションであるが、電炉の Steel Dynamics は 4.1 倍、Nucor は 2.6 倍とかなり高い。ATI や Carpenter Technology といった高機能材メーカーになると PBR は 12 倍という高い水準で評価されている。米国株式市場の平均 PBR は 5.8 倍と日本の 1.8 倍に比べてかなり高いが、高機能材メーカーのバリュエーションは米国企業というだけでは説明できない高さである。国や業種だけでなく、実際の事業ポートフォリオや戦略、利益率、成長性、資本効率の違いに応じて、株式市場は鉄鋼メーカーに異なる評価を与えている。

## 高機能材メーカーは高いバリュエーション

この差の背景には、汎用品中心の事業ポートフォリオと、高機能材中心の事業ポートフォリオの特性の違いがある。高機能材メーカーは、用途認証、品質保証、再溶解を含む特殊工程、顧客ごとの仕様対応などを通じて参入障壁を築きやすく、高機能材を中心とした製品構成や価格決定力の強さが ROIC の改善につながりやすい。ATI の ROIC は 13.8%、Carpenter Technology の ROIC は 17.6%と高水準である。これら二社の事例は、米国企業だからバリュエーションが高いのではなく、差別化製品の販売によって収益性と資本効率を高めた企業が、所属セクターにかかわらず高いバリュエーションを獲得していることを示している。

## 日本冶金工業は高機能材シフトで高付加価値・差別化戦略

この観点から見ると、同社の中期経営計画 2026-2028 で掲げる高機能材シフトは、単なる売上構成の変化ではなく、バリュエーション上の差別化要因となる可能性を持っている。同社は 29/3 期に EBITDA300 億円、ROE10%、高機能材部門売上高比率 60%を目標に掲げ、3 年間累計 382 億円の設備投資を計画している。とくに ESR 導入や厚板精整強化は、高機能材の品質・製品レンジ・供給能力を高める投資であり、一般材依存の素材メーカーから、より高付加価値な高機能材メーカーへ事業の重心を移す施策が計画されている。

## 中計目標へ向けた改善の可視化が重要

もともと、計画を掲げただけで直ちに PBR が切り上がるわけではない。市場が評価するのは、高機能材比率上昇が実際に利益率、ROE、キャッシュ創出力の改善として現れるか、あるいはその可能性が十分高いと信じられるかである。その意味で、今後の確認ポイントは、高機能材比率 60%への進捗、382 億円投資の収益化、半導体・エネルギー・環境分野での拡販実績、そして ROE10%に向けた資本効率改善などである。これらが可視化されれば、同社が「高機能材シフトを進める差別化企業」として認識される可能性が出てくる。その場合には、低バリュエーションのセクターにおいても、米国の高機能材メーカーのように相対的に高めのバリュエーションを得られる余地があるだろう。

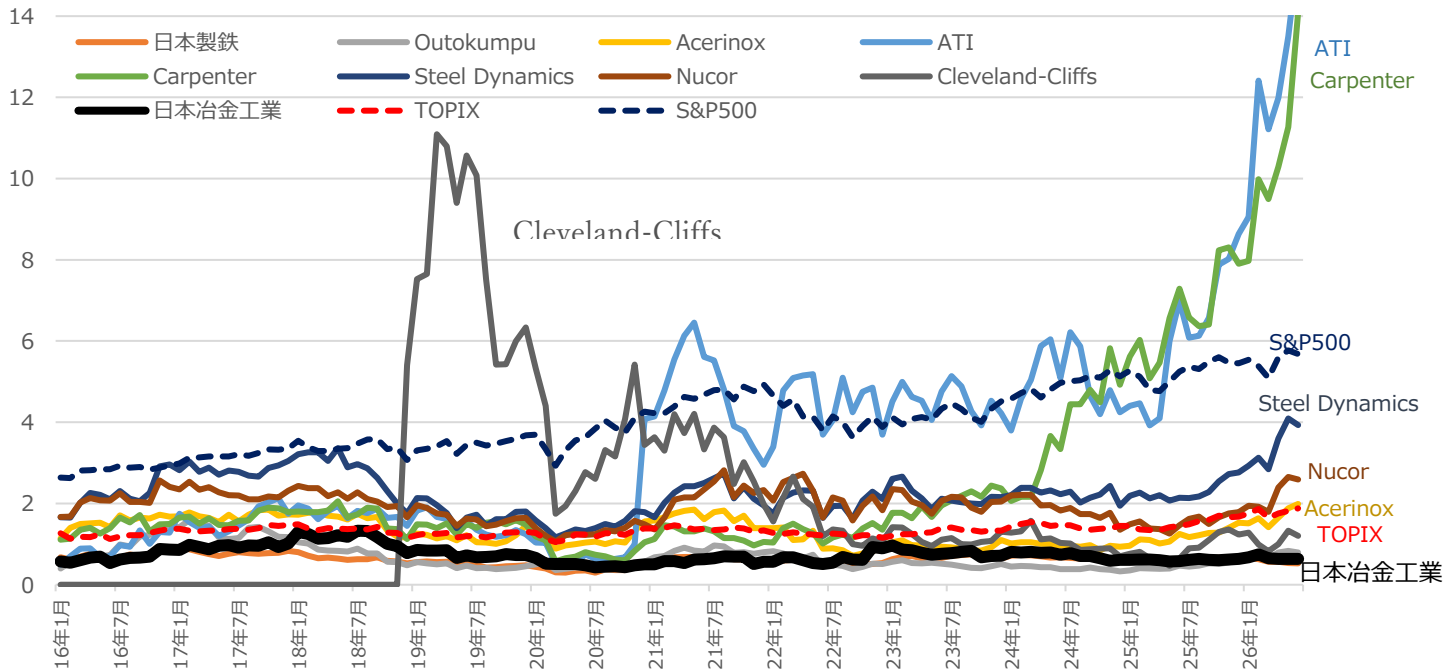
図表 18. 鉄鋼・ステンレス・特殊鋼メーカーのグローバルバリュエーション

社名	コード	決算期	国	業種	株価		EV/ EBITDA 予想 倍	PER 予想 倍	PBR 実績 倍	ROIC 実績 %	ROE 実績 %	ネット D/E 実績 倍
					現地通貨 (6/19)	円換算 十億円						
日本冶金工業	5480	26/3	日本	ステンレス	4,585.0	63.5	6.8	7.9	0.6	4.8	7.3	0.7
日本製鉄	5401	26/3	日本	高炉	559.8	2,925.7	10.0	13.3	0.5	1.2	0.3	0.9
神戸製鋼所	5406	26/3	日本	高炉	1,966.0	777.5	5.2	7.8	0.6	5.0	7.7	0.5
JFE ホールディングス	5411	26/3	日本	高炉	1,614.0	1,026.7	7.4	6.8	0.4	2.2	2.7	0.7
モリ工業	5464	26/3	日本	ステンレス管	937.0	35.6	4.1	11.1	0.6	4.9	5.9	-0.2
日本金属	5491	26/3	日本	ステンレス加工	874.0	5.6	4.6	11.1	0.2	1.9	0.7	0.3
大同特殊鋼	5471	26/3	日本	特殊鋼	2,623.5	524.3	9.6	19.1	1.1	4.8	7.2	0.3
愛知製鋼	5482	26/3	日本	特殊鋼	3,025.0	194.3	6.2	17.1	0.8	3.9	4.8	0.1
Outokumpu Oyj	OUT1V	25/12	フィンランド	ステンレス	5.71	496.9	7.2	24.8	0.8	-2.2	-3.8	0.1
Acerinox SA	ACX	25/12	スペイン	ステンレス	16.77	772.4	9.0	17.4	2.0	-0.1	-1.7	0.6
Jindal Stainless Ltd	532508	26/3	インド	ステンレス	696.70	987.4	11.1	17.0	2.9	14.9	17.5	0.4
Yieh United Steel Corp	9957	25/12	台湾	ステンレス	6.02	98.9	na	na	1.3	-9.2	-38.4	2.6
Aperam SA	APAM	25/12	ルゼンブルク	ステンレス	46.98	627.8	8.9	23.2	1.1	1.4	0.3	0.3
Shanxi Taigang Stainless Steel	000825	25/12	中国	ステンレス	3.77	510.9	na	75.4	0.7	0.4	0.2	0.0
Alleima AB	ALLEI	25/12	スウェーデン	高性能合金	94.40	398.1	8.8	20.0	1.4	4.0	4.1	-0.1
POSCO Holdings Inc	005490	25/12	韓国	高炉	356,500	2,828.0	7.3	14.7	0.5	1.2	1.2	0.4
ATI Inc	ATI	25/12	米国	高性能合金	196.86	4,307.2	27.0	44.8	14.8	13.8	22.1	0.7
Carpenter Technology Corp	CRS	25/6	米国	高性能合金	575.47	4,584.1	34.1	54.4	15.2	17.6	21.4	0.2
Steel Dynamics Inc	STLD	25/12	米国	電炉	270.13	6,245.7	11.7	17.7	4.4	9.9	13.3	0.4
Nucor Corp	NUE	25/12	米国	電炉	252.60	9,223.1	9.9	17.3	2.8	7.3	8.4	0.2
Cleveland-Cliffs Inc	CLF	25/12	米国	高炉	12.68	1,159.6	11.7	-	1.2	-6.0	-23.2	1.2

注： Outokumpu Oyj、Shanxi Taigang Stainless Steel、Alleima AB は 6/18 終値。日本製鉄、JFE ホールディングスの EBITDA は、直近実績の数値。海外企業は Factset コンセンサス予想。

出所：SPEEDA よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 19. グローバル鉄鋼メーカーのPBR 推移



出所：SPEEDA よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 3) ATI Inc のバリュエーション上昇の背景

#### 高性能材料に特化した合金メーカー

ATI Inc は、高性能合金材料の専門メーカーとして、航空宇宙・防衛を中核に、電子材料、医療、エネルギー向けなど、性能要求の高い用途に展開している。足元では売上の過半が航空宇宙・防衛関連で構成されており、単なるステンレスメーカーというより、ニッケル基合金（ニッケルが最も多い成分の合金）やチタン合金を含む高機能材料の供給企業として株式市場に認識されている。同社資料を分析すると、ジェットエンジン、航空機機体、防衛、電子・医療などの分野で差別化された製品を供給する事業構造へとポートフォリオの変革が行われてきたことがわかる。

#### 2020年にポートフォリオ変革を開始

転機となったのは2020年である。同社は同年12月、Standard Stainless Sheet 製品（一般材に相当）からの撤退を発表し、低収益の汎用品から資本を引き上げ、高付加価値分野へ再配分する方針を明確にした。対象事業は2019年時点で約4.45億ドルの売上高を有していたが、EBITDA マージンは1%未満にとどまっていた。ATIはこの改革で5拠点を閉鎖した一方で、Vandergriftと呼ばれる拠点へは追加投資を行って仕上げ工程の集約を進め、高機能材の生産能力と競争力の強化を図った。製品分野としては航空宇宙・防衛を中心とする高付加価値ポートフォリオへ転換を図った。

図表 19 下段の棒グラフは顧客分野別売上高の推移である。例えば、Food Equipment & Appliances（一般材に相当する Standard Stainless Sheet 製品が多い）は2024年に区分そのものがなくなっていることがわかる。一方、Jet Engines、Air frames、Defense の三分の区分が大きく増加している。大胆なポートフォリオ転換が行われたことがわかる。

#### 業績回復とポートフォリオ転換を背景にバリュエーションが大きく改善

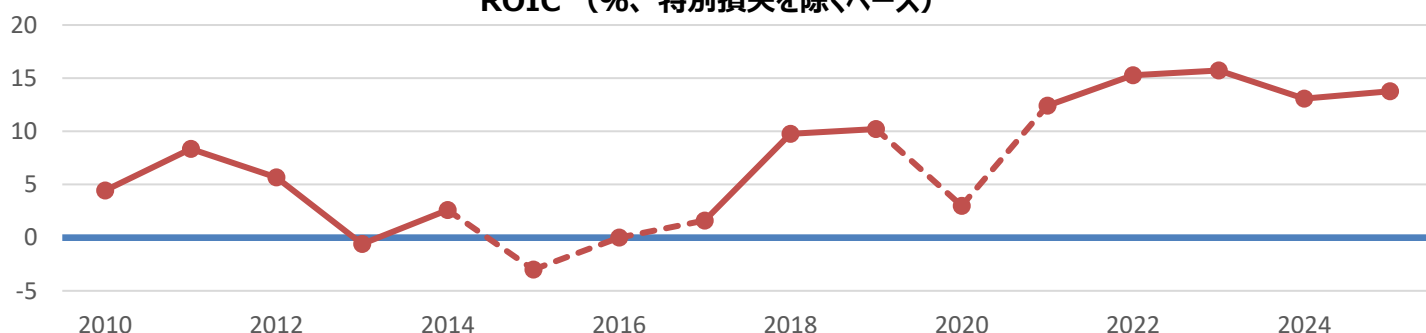
その後の推移を見ると、ATIは能力強化のための設備投資を継続しながら、資本効率を大きく改善させてきた。2020年の大規模減損と事業再構築を経た後、ROICは回復基調をたどり、直近2025年にはROICは13.8%、ROEは22.1%と、いずれも世界の鉄鋼、ステンレス、特殊鋼メ

メーカーの中で最も高いグループに入る水準に達している。また、業績悪化後の2017年から無配とされていたが、業績回復に伴い、2022年から自社株買いを実施している。

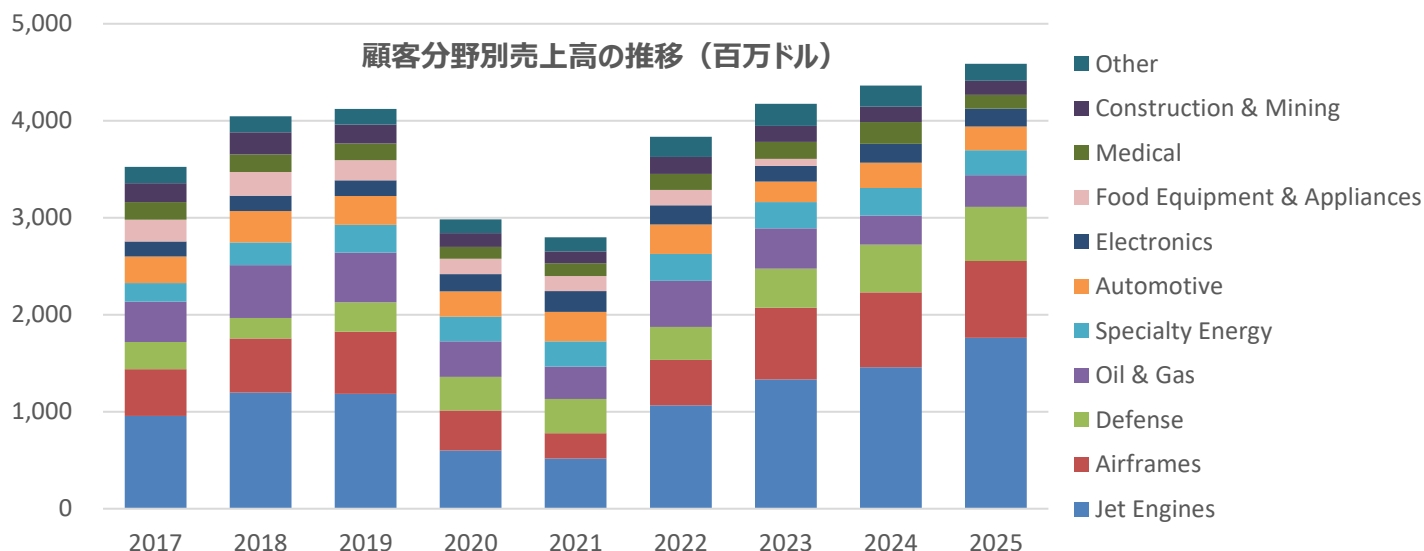
こうした事業構造の大胆な転換による ROIC・ROE の改善、資本政策の明確化を背景に、ATI の株価は2021年以降に急上昇し、直近の PBR は 12.7 倍、PER は 38.4 倍の高水準にある。PBR12 倍超という水準は、S&P500 の平均 PBR 水準 (5.8 倍) を大きく上回るほか、米国の電炉大手である Steel Dynamics や Nucor、高炉系の Cleveland-Cliffs と比べると顕著に高い。高機能材シフトと資本効率の改善が、株式市場からの評価を大きく変えうる一例として参考になると考える。

図表 20. ATI の ROIC と顧客分野別売上高の推移

### ROIC (%、特別損失を除くベース)



### 顧客分野別売上高の推移 (百万ドル)



出所：会社資料、SPEEDA より戦略・アドバイザーズ作成

## 4) Carpenter Technology のバリュエーション上昇の背景

### 特殊合金材料に特化したメーカー

Carpenter Technology は、高性能特殊合金材料とその加工プロセス提供を中核とする専門メーカーであり、航空宇宙・防衛、医療、エネルギー向けを中心に事業を展開している。現在の事業は、プレミアム合金・ステンレス鋼の製造を担う Specialty Alloys Operations (SAO) 事業と、チタン、金属粉末、積層造形関連、流通機能を含む Performance Engineered Products (PEP) 事業で構成される。売上の 6 割超を航空宇宙・防衛向けが占めており、同社

は汎用ステンレスメーカーというより、認証・品質保証が重視される用途向けの高機能材料企業として株式市場で認識されている。

航空宇宙・防衛向けに医療向けなども含めると、厳しい製品認証や品質要求を伴う市場を対象としているため、価格よりも性能・信頼性・供給責任が重視されやすい。これら分野の製品比率上昇が利益率を押し上げていると推測される。

図表 21. 航空宇宙・防衛向けの売上割合が年々増加、2025 年は 62%に到達

Years Ended June 30,	2025		2024		2023	
	Dollars	% of Total	Dollars	% of Total	Dollars	% of Total
(\$mn)						
Aerospace and Defense	1,768.6	62%	1,538.8	56%	1,290.7	51%
Medical	351.2	12%	375.6	14%	301.6	12%
Energy	200.3	7%	185.8	7%	163.3	6%
Transportation	113.3	4%	149.1	5%	185.0	7%
Industrial and Consumer	359.5	12%	415.3	15%	487.2	19%
Distribution	84.2	3%	95.1	3%	122.5	5%
Total net sales	2,877.1	100%	2,759.7	100%	2,550.3	100%

出所：会社資料ストラテジー・アドバイザーズ作成

### 認証対応などが参入障壁を構成

高収益の源泉は、代替が難しい製品群と、それを支える製造能力の組み合わせにある。Hipercerのような特殊磁性材料、ニッケル基超合金、医療用合金などは代替困難な高機能製品であり、明確な差別化が可能である。能力の面では、VIM、VAR、ESR などの多重溶解や再溶解工程、一貫した品質保証体制、航空機・医療分野で求められる認証対応が参入障壁として機能している。原料・エネルギーコストについても、製品ごとに細かく設定されたサーチャージ制度を公表・運用しており、コスト変動を販売価格へ反映しやすい点がマージン安定化に寄与している。

図表 22. Capenter Technology の高い利益率の要因

要因区分	ポイント	具体例	利益率へのつながり	補足数値・特徴
製品要因	代替困難な高機能製品を保有	Hipercer (ソフトマグネティック)、Ni 基超合金 (Inconel 718)、医療用合金 (BioDur)	性能・安全性を重視するため、価格競争に巻き込まれにくい	高単価製品が多く、用途特化型で差別化が明確
マーケット要因	航空宇宙・医療など高要求市場への集中	航空宇宙・防衛向けが売上の 6 割超、医療向けを含めると 7 割超	認証・切替コストが高く、一度採用されると収益性を維持しやすい	航空・防衛 62%、医療 12%、平均単価約 455 万円/トン
能力要因	多重溶解と一貫工程、品質保証体制が模倣困難	VIM / VAR / ESR、真空溶解を含む一貫工程、航空品質認証、各拠点の特殊工程認証	高品質・高信頼性を安定供給できるため、プレミアム価格を維持しやすい	4 億ドルの能力増強投資を計画。希少な能力を積み増す戦略
価格政策	サーチャージ制度を細かく設定・公表	原料価格・エネルギーコストの月次サーチャージを合金ごとに適用	コスト上昇時も価格転嫁しやすく、マージンの安定化につながる	鋼材約 240 種類、粉末製品約 400 種類にサーチャージを設定

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

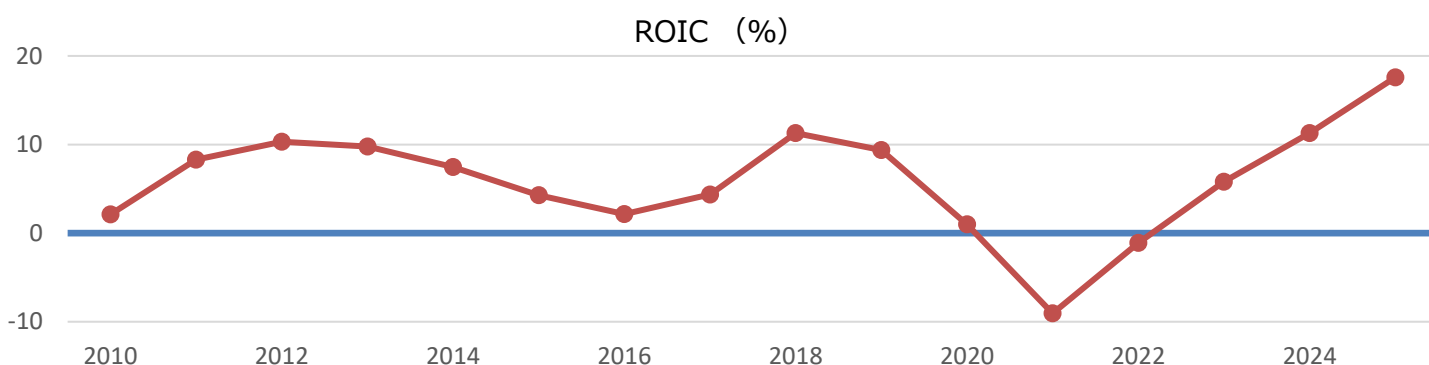
## 高い ROIC

Carpenter はコロナ禍で一時的に利益率を悪化させたものの、2024 年に以前の ROIC を回復しただけでなく、2025 年にはさらに高い水準を実現した。直近 2025 年の ROIC、ROE はいずれも世界の鉄鋼、ステンレス、特殊鋼メーカーの中で最も高いグループに入っており、付加価値の高い事業構造によって資本効率を高めてきたことを示している。同社は現在、アラバマ州 Athens 拠点で溶解・再溶解能力の増強投資を進めており、既存の高収益分野での供給能力拡大を通じて、中長期の成長余地を確保しようとしている。

## 株式市場から高い評価

こうした事業構造、ROIC・ROE の高さ及び上昇、能力増強投資を背景に、Carpenter は株式市場から高い評価を受けている。足元の予想 PER は 42.9 倍、PBR も 12 倍である。ATI と同様に、S&P500 の平均 PBR5.8 倍や、米国の電炉大手、高炉の Cleveland-Cliffs と比べて顕著に高く、米国内の同業他社や他業種と比較しても高評価を受けていることが分かる。

図表 23. Carpenter Technology の ROIC の回復



出所：SPEEDA よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 5) 日本冶金工業の高機能材シフトによるエクイティストーリー

### ① バリュエーションを抑えている要因

#### 三つの要因が考えられる

日本冶金工業の PBR は 0.6 倍である。このようにバリュエーションが低い要因としては、主に以下の三つが考えられる。

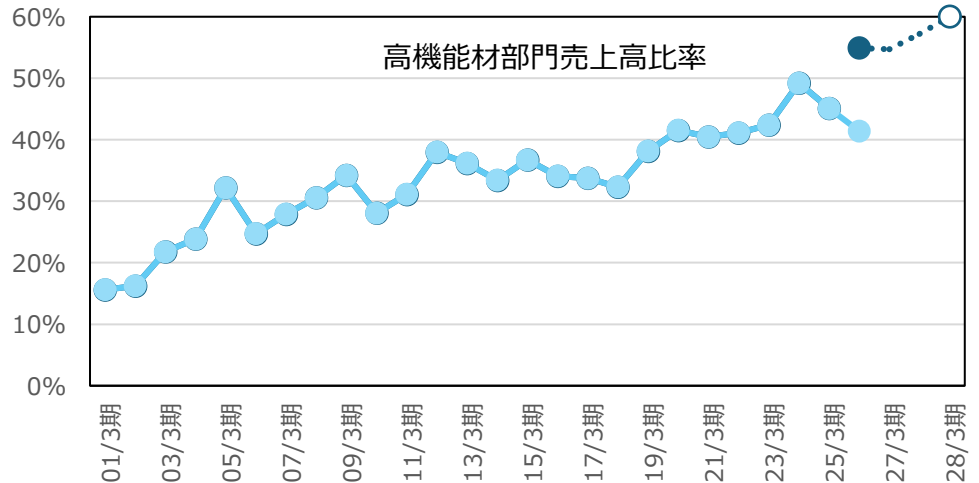
- 1) 日本の鉄鋼メーカーの多くが PBR 1 倍以下と低いバリュエーションであるため、横並び比較の結果としてバリュエーションが上がりにくい。
- 2) 同社は過去に大きな赤字を出したこともあり、製品と原料の市況の影響も受けるので、業績ボラティリティが高いと見られている可能性がある。
- 3) 一般材ビジネスにおいて輸入材との競争が激化するリスクが懸念されている可能性がある。

#### 高機能材シフトのエクイティストーリーが国内横並び評価を軽減する可能性

日本冶金工業のエクイティストーリーは、同社が長年培ってきた技術に基づく模倣困難性「量を稼ぐ一般材と高付加価値の高機能材の両方を一つのラインで製造し販売する稀有なステンレスメーカーである」を土台に、高機能材シフトをさらに進めることで、収益性とバリュエーションの双方に改善余地を持つ点にある。本レポートで見てきた通り、同社の強みは、一般材で安定収益を確保しながら高機能材で成長を追求できる点にある。米国では高機能材メーカーが高炉・電炉メーカーより高い PBR で評価されているが、その背景には事業ポートフォリオの差別化度合い、利益率、資本効率の違いがある。

日本冶金工業についても、高機能材シフトが進み、その収益構造の変化が明確になれば、単なるステンレスメーカーではなく、差別化された高機能材メーカーとして再評価され、上記懸念 1) の国内横並び評価から抜け出せる可能性があるだろう。

**図表 24. 高機能材比率をさらに引き上げる計画**



注：26/3 期に高機能材と一般材の区分を変更したため見かけ上 26/3 期に比率が非連続に上昇している。比較可能とするため 26/3 期の数値については旧区分と新区分の両方をグラフにプロットしてある。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

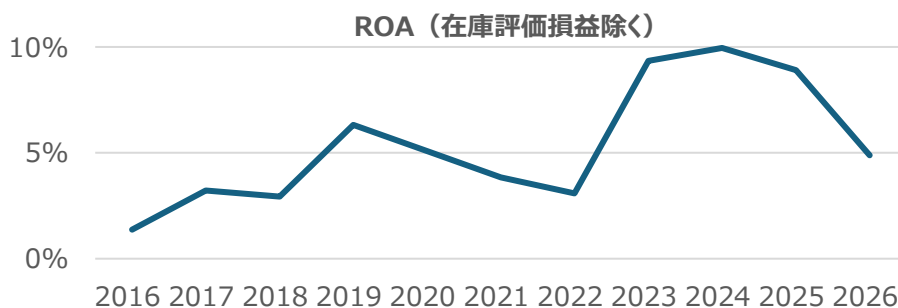
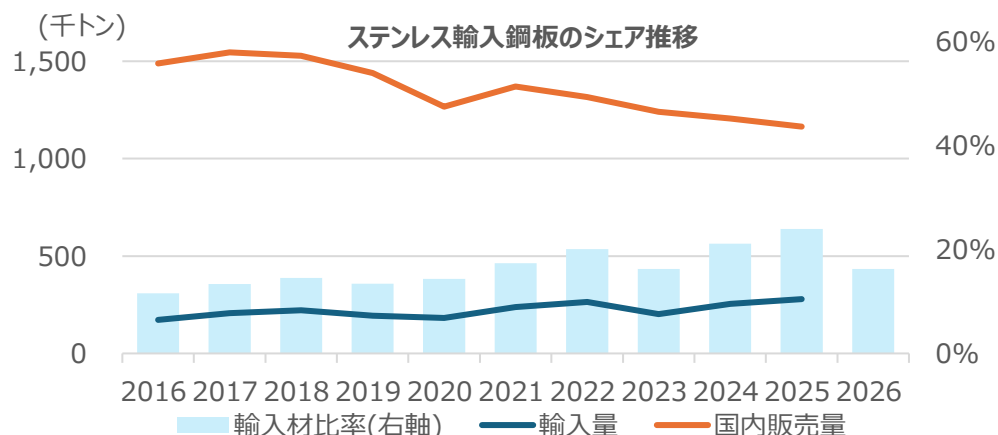
**業績ボラティリティは以前より改善している**

懸念 2) のボラティリティの懸念を軽減するには、同社が一定の安定した利益を出し続けることが必要だが、幸い 22/3 期以降は継続して 100 億円以上の営業利益を確保できている。利益が全くぶれないということは難しいが、かつてのように簡単に赤字になる懸念は薄れてきたと言える。

**差別化一般材への注力で輸入材対策をとる**

懸念 3) の一般材の競争激化については、少なくとも過去 10 年の間は、ステンレス鋼板の輸入量が緩やかに増加する中でも同社の ROA は改善を続けている (図表 25)。一般材分野においてニッチ材などの差別化商品を取り扱うことによって、輸入材に対する参入障壁を確保する戦略をとっていることが奏功している可能性がある。

図表 25. 輸入鋼板が緩やかに増加する中でも収益性を確保



出所：貿易統計、業界統計、会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## ② 今後の戦略における注目点

今後の株価評価においては、高機能材シフト戦略の進捗が重要な論点と考えられるが、具体的には以下三点に注目しておきたい。

### ソリューション営業とマーケティングの強化

第一のポイントは、組織・体制面でのソリューション営業体制の確立である。高機能材は、汎用品のように規格品を売るだけでは拡大しにくく、顧客の使用環境、耐食性・耐熱性・強度などの要求性能、加工条件まで踏み込んだ提案が必要になる。同社は従来から営業、研究開発、製造、品質保証が密接に連携し、顧客ごとの仕様に合わせて素材を作り込む力を培ってきたが、中計ではこれをさらに組織的に強化しようとしている。これは単なる販売力強化ではなく、顧客課題の解決を通じて高機能材の採用領域を広げる仕組みづくりであり、海外の高機能材メーカーに近い事業運営へさらに一段進む意味を持つ。

### 設備増強とフル活用

第二のポイントは、設備・製造面での実行力である。前中計期間で導入された新電気炉、新冷間圧延機、スリッターラインなどをフル活用しつつ、今回の中計（3年間累計の設備投資額 382 億円）では、ESR 導入や厚板精整強化など、高機能材の品質・製品レンジ・供給能力を高める投資をさらに進める計画である。ESR のような再溶解プロセスは、成分の均一性や清浄度が重視される用途で競争力を左右しやすく、単なる能力増強ではなく、高付加価値市場への参入の可能性を広げる投資といえる。これらの設備投資が計画通りに進展し、さらに設備がフル活用されるかどうかもう一つの注目点である。

### 一般材の差別化も重要

第三のポイントは一般材における差別化である。同社の特徴は一般材の安定と高機能材の攻めの両輪戦略である。一般材においてニッチ材、極薄材、広幅材、小ロット多品種といった領域で競争

力を高めて輸入材に対する参入障壁を構築し、安定収益を確保しながら、その上に高機能材の成長を積み上げる構造である。量を稼いで固定費負担を下げる事ができる一般材分野において、大規模生産によるコスト競争力を持つ輸入材に負けない領域を確保することは重要である。

## 8. リスク要因

### 一般材市況の悪化

同社の一般材事業において、中国を中心とするアジア勢の過剰な生産能力や輸入材流入、国内需要の停滞などは、数量確保のための価格競争の要因となり、同社の業績下振れ要因となりうる。

### 高機能材需要の変動

同社が中長期の成長ドライバーと位置づける高機能材は、半導体、エネルギー、環境、化学・食品プラント向けなどに展開しているが、これらの需要は大型案件の進捗、顧客の設備投資意欲、景気循環の影響を受けやすい。実際、中国市場で太陽光関連案件の遅延や景気停滞が需要減退につながった局面もあり、今後も同様の事態が起きれば業績下振れ要因となりうる。

### 通商政策・地政学リスク

同社が注力する高機能材は売上の相当部分を海外市場に依存しており、関税引き上げ、輸入規制、アンチダンピング措置、国際紛争や政情不安などの影響を受けやすい。米国を含む各国の保護主義的な政策や地政学リスクの高まりは、輸出採算や販路に影響しうる。

### 原材料・為替の変動

同社はニッケル、クロム、モリブデンなどの金属材料を使用しており、これらの価格や調達環境は国際需給、資源国政策、投機的取引、紛争などの影響を受けやすい。また、原材料輸入や製品輸出には外貨建て取引が多く、為替変動は調達コストと販売価格の双方に影響する。サーチャージ制度やヘッジ取引によって一定の緩和は可能であるが、急激な相場変動はタイムラグや在庫評価を通じて利益を変動させる要因となりうる。

### 設備事故・操業停滞

同社の競争力は、一貫生産体制と多品種少量への対応力に支えられている一方、主要設備で重大な事故や災害が発生した場合には、生産停止、納期遅延、追加費用の発生を通じて業績に悪影響が出る可能性がある。

### 大型投資の回収遅延

同社は新電気炉、新冷間圧延機に続き、今後も再溶解設備や厚板精整など高機能材強化に向けた投資を継続する方針である。工事の遅延、立ち上がり時の操業トラブル、想定した需要の未達などにより、投資効果の発現が遅れば、減価償却負担が先行し、利益率や ROIC の改善が想定通り進まない可能性がある。

### 自然災害・拠点集中

同社の主要製品の製造機能は川崎製造所に集中しており、これは効率面の強みである一方、地震、台風、水害、感染症拡大などの影響が生じた場合には、生産停止やサプライチェーン寸断の影響を受けやすい。BCP 整備や訓練が進められているものの、想定を超える災害時には売上減少、設備復旧費用、外部委託費用などが発生する可能性がある。

### 財務・資金調達

足元で同社の財務体質は改善しているが、成長投資を継続する局面では、金利上昇や金融市場の変動によって資金調達コストが上昇し、財政状態に影響を及ぼす可能性がある。また、借入契約には一定の財務制限条項が含まれており、業績悪化や市場環境の急変によって財務余力に対する市場の見方が厳しくなれば、バリュエーションに影響することも考えられる。

### 人材確保・実行力

中計で掲げる高機能材拡販、海外展開、設備投資の収益化、カーボンニュートラル対応を同時に進めるには、技術、営業、製造、保全、人材育成の各面で相応の実行力が求められる。必要な人材の確保や育成が想定通り進まなければ、戦略の実現時期に影響が出る可能性がある。

## 9. サステナビリティ経営の推進

### 1) サステナビリティ

#### サステナビリティ体制

サステナビリティに関わる重要課題を全社的な取り組みとして推進するため、社長を議長とするサステナビリティ推進会議を2021年に設置している。サステナビリティ推進会議では、サステナビリティに関わる重要課題を特定すると共に、特定した重要課題を元に、全社横断的に活動内容を評価する。同会議の検討事項は、取締役会に報告され、社外取締役からの意見を受けた上で、投資や戦略などの方針決定となる仕組みとなっている。

#### サステナビリティの推進

同社の目指すべき姿として強靱でしなやかな「レジリエントカンパニー」の実現を掲げ、持続可能な社会の構築を目指すとともに、サステナビリティの取り組みを進めている。同社では、目指すべき姿の実現に向けて、取り組むべき課題を抽出し、重要課題として次の6課題を特定している。

重要課題1：社会に貢献する商品の提供

重要課題2：事業活動を通じた地球環境への負荷低減

重要課題3：安全で安定したモノづくりの実現

重要課題4：全ての人に平等で働きがいのある職場づくり

重要課題5：持続可能なパートナーシップの構築

重要課題6：社会環境に適合したコーポレート基盤の進化

#### 女性管理職の状況

同社の女性管理職比率は、0.6%である（2025年3月末）。女性管理職数は1名であり、女性社員の管理職昇格者は0名である（2024年4月～2025年3月）。日本生産性本部の調査では、東証プライム上場企業の女性管理職割合の平均は9.1%（2025年）であり、同社の水準は著しく低い。同社は、まず、女性社員比率の上昇に取り組む方針であるが、女性管理職の目標は設定していない。

男性育児休業取得率は、43.8%である。男女賃金の格差は、全労働者69.8%、正規雇用労働者72.7%、非正規労働者72.4%である。日本生産性本部の調査によると、東証プライム上場企業の平均は72.0%であり、全労働者ベースでは平均をやや下回る。

#### 人的資本戦略

人的資本戦略として、年齢や学歴を含めた多様な人材の一人ひとりが尊重され、やりがいを持って働けるような職場づくりを進めており、人材育成や社内環境整備に取り組む。女性活躍推進を掲げ、従業員に占める女性社員比率の上昇に注力している。2012年に幹部候補としての女性社員が入社して以来、毎年目標を設定し、計画的に採用を進め、女性社員は徐々に増加してきた。

人的資本関連指標として、総合職社員の新卒採用のうち、女性の割合を20%以上にすることを目標とする（2024年度実績20%）。重大な労働災害の発生件数0件（同0件）、有給休暇取得率70%以上（同78%）を目標とする。

#### 気候変動対応の体制

サステナビリティ推進会議において、気候変動に関しては、前年度のCO<sub>2</sub>排出量実績（スコープ1+2）、サプライチェーン全体のCO<sub>2</sub>排出量（スコープ3）、TCFDシナリオ分析結果等について報告し、また適宜取締役会でも報告している。

さらに、環境管理を円滑に推進するため、社長が任命する役員を委員長とする環境委員会を設置している。環境委員会では、各製造所における環境管理の計画と実施状況および省エネに関することなどについて審議および報告を行っている。

## TCFD に基づく開示

2022年に、気候変動財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言への賛同を表明し、TCFDの提言に沿ったシナリオ分析を行っている。シナリオ分析では、4℃シナリオ（気候変動対策が行われず成り行き）と、1.5℃シナリオ（今世紀の平均気温上昇を1.5℃に抑える）を用い、それぞれのシナリオで2030年における世界観を想定し、リスクと機会を抽出している。環境・エネルギー分野など新たな需要の機会が増える一方、カーボンプライシングの追加負担発生による製造コストの増加や、電力や燃料価格の上昇は、当社にとって大きなリスクと評価されている。

図表 26. 気候変動に伴うリスクと機会、対応策

シナリオ	インパクト評価項目 (社会の変化)	影響評価*		リスクと機会	対応策
		4℃	1.5℃		
移行 リスク	カーボンプライシングの導入 <b>政策・法規制</b> <b>市場</b>	—	▼ 大きい	カーボンプライシングの追加負担発生による製造コストの増加	<ul style="list-style-type: none"> <li>省エネ、カーボンニュートラルへの設備投資と操業改善の推進</li> <li>水素、アンモニア、合成メタン、バイオ燃料などへの燃料転換</li> <li>カーボンレス・ニッケル製錬技術の開発</li> </ul>
	カーボンニュートラルを目指した社会への移行 <b>技術</b> <b>市場</b> <b>評判</b>	—	▼ 大きい	<ul style="list-style-type: none"> <li>電力や燃料価格の上昇</li> <li>原料価格・輸送費などの調達コストの上昇</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>操業における省エネ施策の推進(エネルギー原単位向上)</li> <li>コストを勘案した適正な製品価格形成</li> </ul>
		—	▼	CO <sub>2</sub> 排出量削減のための設備投資額増加	<ul style="list-style-type: none"> <li>環境負荷低減効果も織り込んだ投資判断の実施</li> <li>投資コストを勘案した適正な製品価格形成</li> </ul>
		—	▼	CO <sub>2</sub> 排出量の多い需要分野の縮小または消滅(低効率石炭火力用FGD、ボイラー、EGRなど)	<ul style="list-style-type: none"> <li>顧客のニーズに合わせた環境適合型商品の開発</li> </ul>
		—	▲ 大きい	環境・エネルギー分野など新たな需要の取り込み	<ul style="list-style-type: none"> <li>水素、再エネ、EV(電気自動車)、FCV(燃料電池車)、二次電池、CCUSなど新規需要捕捉に向けたソリューション営業</li> </ul>
		—	▼	リサイクル原料の需給タイト化	<ul style="list-style-type: none"> <li>新電気炉(E炉)によるリサイクル原料利用の多角化</li> <li>安価な調達ソースの確保(大江山製造所)</li> </ul>
物理的 リスク	異常気象による事業への影響 <b>急性</b>	▼ 大きい	▼	自然災害(豪雨・強風・高潮など)が多発かつ激甚化による生産停止、サプライチェーンの分断、物流停止	<ul style="list-style-type: none"> <li>自然災害対策(設備点検強化、BCP対応など)の検討、実行</li> <li>生産受委託など他社との設備の相互有効利用</li> <li>国内資源の活用、物流(販売・調査)ソースの安定確保などサプライチェーン整備、多様化</li> </ul>
	気温上昇に伴う職場環境の悪化 <b>慢性</b>	▼	—	感染症・熱中症など健康被害の発生リスクの増大	<ul style="list-style-type: none"> <li>作業環境改善、省力化投資の実行</li> <li>感染症、熱中症対策BCPの強化</li> </ul>

※ ▼:リスク ▲:機会 大きい:50億円以上 —:影響がないまたは小さい

出所:会社資料

## 気候変動対応の指標と目標

2021年12月に、2030年度CO<sub>2</sub>排出量削減目標(スコープ1+2)を46%(2013年度対比)、2050年度実質ゼロを目指すことを公表している。2023年5月に開示した「中期経営計画2023」で掲げた「2030年度の削減目標46%」は2025年度に前倒しで達成された。

2024年度のCO<sub>2</sub>排出量は、川崎製造所と大江山製造所を合わせた同社(単体)で351千t-CO<sub>2</sub>(2013年度対比54%削減)、NASグループ(同社・グループ会社)全体では383千t-CO<sub>2</sub>となった。事業者自らの排出量だけでなく、事業活動に関係するサプライチェーン全体のCO<sub>2</sub>排出量を把握するため、スコープ3の算定も行っている。

## カーボンニュートラルのロードマップ

2050年度を見据えたカーボンニュートラルへのロードマップを策定し、事業活動のあらゆる面で徹底した省エネを推進している。川崎製造所では、設備のインバーター化、照明のLED化などに加え、2022年には省エネ性能に優れた高効率新電気炉(E炉)を稼働した。

2021年度からは、電力需給変動に対応してフレキシブルに操業パターンを変更する、いわゆるデマンドレスポンスの運用を行っている。また、2022年度から、CO<sub>2</sub>排出量の増減を伴う設備投資について社内で炭素価格を設定し、CO<sub>2</sub>排出量を仮想的に費用換算するインターナルカーボンプライシング(ICP)制度の運用を行う。

大江山製造所では「カーボンレス・ニッケル製錬への挑戦」を掲げている。従来の輸入ニッケル鉱石や石炭を主体とした製錬手法から脱却し、リサイクル原料や再生可能エネルギーを活用する取り組みで、2030年度における大江山製造所のCO<sub>2</sub>排出原単位を2013年度比で7割削減することを目標に掲げている。

## 中期経営計画

2026年5月に発表された「中期経営計画2026-2028」によると、2035年度政府目標CO<sub>2</sub>排出量削減率60%を目指す取り組みを推進していく。前回の中期経営計画におけるCO<sub>2</sub>排出量削減目標46%は2025年度に前倒しで達成されたが、生産量(販売量)減少の影響も大きいという。新中計では、CO<sub>2</sub>排出量原単位を2028年度までに48%削減(2013年度対比)することを目標とする。

カーボンニュートラル実現に向けた取り組みとして、大江山製造所のカーボンレス・ニッケル製錬の深化とより一層の省エネ施策を推進する。川崎製造所のCO<sub>2</sub>排出量削減に向け、省エネ投資を推進する(製鋼工程の都市ガスへの燃料転換、ボイラー高効率化)。

## 2) コーポレート・ガバナンスの体制と仕組み

### コーポレート・ガバナンス体制

同社は、監査等委員会設置会社である。取締役14名のうち、7名が社外取締役であり、いずれも独立性を満たす。監査等委員会は、監査等委員である取締役4名(うち、社外取締役3名)で構成される。コーポレートガバナンス・コード原則4-8により、プライム市場上場の会社には、少なくとも3分の1の独立社外取締役を選任することを求めており、当該基準を満たす。女性取締役は2名であり、女性役員比率は14.3%である。

2016年1月より、取締役会の任意の諮問機関として、代表取締役社長を委員長とし、社外取締役の4名を委員とする指名・報酬委員会を設置している。指名・報酬委員会では、取締役候補及び監査役候補の指名に関する事項、取締役の解任に関する事項、執行役員を選任に関する事項、取締役及び執行役員の報酬に関する事項等を審議する。

### ガバナンス改革

同社は、ガバナンス改革に積極的である。2012年6月に執行役員制度を導入し、2013年6月から社外取締役を招聘している。2025年6月に、コーポレート・ガバナンスをさらに強化していくために、監査役設置会社から監査等委員会設置会社へ移行した。

取締役会の実効性評価は、2016年4月より実施している。取締役会機能について、毎年取締役会にて実効性を評価し結果概要を公表している。2025年度については、次期中期経営計

画の策定過程で、取締役会において 建設的かつ活発に議論が行われ、サステナビリティについても適切な情報開示が行われている点などが評価されている。

取締役のスキル・マトリックスは、毎年、指名・報酬委員会の審議・答申を受け、取締役会にて決定しており、次表の通り、各種スキルを備える取締役で構成されている。

図表 27. 取締役のスキル・マトリックス (2026年6月22日時点)

氏名	当社における地位	スキル項目								
		企業経営	営業・マーケティング	製造・設備・研究開発	財務・会計	コンプライアンス・リスク管理	人材開発	グローバル	IT・DX	サステナビリティ
久保田 尚志	取締役会長	●	●		●	●	●			●
浦田 成己	代表取締役社長・執行役員社長	●	●			●		●		●
小林 伸互	代表取締役・執行役員副社長	●			●	●	●			●
豊田 浩	取締役・専務執行役員	●			●	●		●	●	●
山田 恒	取締役・専務執行役員	●		●					●	●
秋本 朗	取締役・常務執行役員	●	●							●
谷 謙二	社外取締役	●	●			●		●		
菅 泰三	社外取締役	●			●	●		●	●	
江藤 尚美	社外取締役	●				●	●			●
小川 麻理子	社外取締役	●			●			●		
小野寺 俊博	監査等委員である取締役	●		●		●	●			
岡田 啓芳	監査等委員である社外取締役	●			●				●	
星谷 哲男	監査等委員である社外取締役	●			●	●		●		●
若松 壮一	監査等委員である社外取締役	●		●	●					

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 28. 取締役のスキル・マトリックス (2026年6月25日の株主総会で決議される議案の参考情報から作成)

氏名	当社における地位	スキル項目								
		企業経営	営業・マーケティング	製造・設備・研究開発	財務・会計	コンプライアンス・リスク管理	人材開発	グローバル	IT・DX	サステナビリティ
浦田 成己	代表取締役社長・執行役員社長	●	●			●		●		●
小林 伸互	代表取締役・執行役員副社長	●			●	●	●			●
豊田 浩	取締役・専務執行役員	●			●	●		●	●	●
山田 恒	取締役・専務執行役員	●		●					●	●
秋本 朗	取締役・常務執行役員	●	●							●
早川 尚	取締役・常務執行役員	●		●						●
谷 謙二	社外取締役	●	●			●		●		
菅 泰三	社外取締役	●			●	●		●	●	
江藤 尚美	社外取締役	●				●	●			●
小川 麻理子	社外取締役	●			●			●		
小野寺 俊博	監査等委員である取締役	●		●		●	●			
岡田 啓芳	監査等委員である社外取締役	●			●				●	
星谷 哲男	監査等委員である社外取締役	●			●	●		●		●
若松 壮一	監査等委員である社外取締役	●		●	●					

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 買収防衛策

同社は、2007年に大規模買付行為に関する対応方針を導入した。いわゆる平時導入型の買収防衛策である。大規模買付者（株券等保有割合20%以上）が大規模買付ルールに従わずに大規模買付行為を行う場合、取締役会や株主意思確認総会の判断により、対抗措置（大規模買付者以外への新株予約権の無償割当）が発動されるものである。3年の有効期限で、株主総会での承認を経ている。

なお、2023年に更新された買収防衛策は、2026年6月25日の第144期提示株主総会で期限を迎えるが、2026年6月以降は、防衛策は継続せず、廃止されることが表明されている。

図表 29. 連結損益計算書 (単位 : 百万円)

決算期	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3 会社予想
<b>売上高</b>	<b>148,925</b>	<b>199,324</b>	<b>180,341</b>	<b>172,097</b>	<b>150,866</b>	<b>169,000</b>
売上原価	123,013	157,369	146,977	141,448	125,507	
売上総利益	25,912	41,955	33,364	30,649	25,359	
(売上総利益率)	17.4%	21.0%	18.5%	17.8%	16.8%	
販売費及び一般管理費	11,946	12,699	13,354	13,682	14,385	
<b>営業利益</b>	<b>13,966</b>	<b>29,256</b>	<b>20,010</b>	<b>16,967</b>	<b>10,973</b>	<b>13,000</b>
(売上高営業利益率)	9.4%	14.7%	11.1%	9.9%	7.3%	7.7%
営業外収益	337	416	739	670	541	
営業外費用	1,497	1,934	1,621	1,438	1,857	
<b>経常利益</b>	<b>12,807</b>	<b>27,738</b>	<b>19,128</b>	<b>16,200</b>	<b>9,657</b>	<b>12,000</b>
(売上高経常利益率)	8.6%	13.9%	10.6%	9.4%	6.4%	7.1%
特別損益	-5,749	93	33	-108	-73	
特別利益	170	93	33	2	856	
特別損失	5,919	-	-	110	929	
税金等調整前当期純利益	7,058	27,831	19,161	16,092	9,585	
(税引前利益率)	4.7%	14.0%	10.6%	9.4%	6.4%	
法人税等	-1,413	8,129	5,469	4,467	2,365	
(実効税率)	-20.0%	29.2%	28.5%	27.8%	24.7%	
当期純利益	8,471	19,703	13,692	11,625	7,219	
非支配株主に帰属する当期純利益	0	0	127	46	4	
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	<b>8,471</b>	<b>19,703</b>	<b>13,565</b>	<b>11,579</b>	<b>7,215</b>	<b>8,000</b>
(売上高当期純利益率)	5.7%	9.9%	7.5%	6.7%	4.8%	4.7%

出所 : 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 30. 連結貸借対照表 (単位 : 百万円)

決算期	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
現金及び預金	12,646	11,910	17,034	9,516	11,275
売上債権	26,996	29,829	26,888	26,520	23,774
棚卸資産	49,649	72,828	64,106	62,708	62,123
その他流動資産	2,482	2,934	3,776	2,991	2,077
<b>流動資産</b>	<b>91,773</b>	<b>117,501</b>	<b>111,804</b>	<b>101,735</b>	<b>99,249</b>
土地	36,404	36,430	36,432	36,363	36,472
建設仮勘定	2,298	3,942	7,260	1,244	1,559
その他有形固定資産	49,593	56,131	54,991	68,440	70,639
<b>有形固定資産</b>	<b>88,295</b>	<b>96,503</b>	<b>98,683</b>	<b>106,047</b>	<b>108,670</b>
ソフトウェア	2,148	2,689	2,155	2,139	2,195
その他	160	136	123	770	604
<b>無形固定資産</b>	<b>2,308</b>	<b>2,825</b>	<b>2,278</b>	<b>2,909</b>	<b>2,799</b>
<b>投資その他資産</b>	<b>5,051</b>	<b>5,413</b>	<b>7,184</b>	<b>6,744</b>	<b>8,673</b>
<b>固定資産</b>	<b>95,654</b>	<b>104,741</b>	<b>108,146</b>	<b>115,700</b>	<b>120,142</b>
<b>繰延資産</b>	<b>67</b>	<b>53</b>	<b>39</b>	<b>27</b>	<b>19</b>
<b>資産合計</b>	<b>187,494</b>	<b>222,294</b>	<b>219,988</b>	<b>217,461</b>	<b>219,411</b>
買入債務	23,917	21,627	22,883	16,513	11,803
設備関係債務	2,847	814	1,137	840	2,072
短期借入金	39,519	42,270	42,039	46,031	47,546
その他	9,130	17,077	10,699	10,770	8,732
<b>流動負債</b>	<b>75,413</b>	<b>81,788</b>	<b>76,758</b>	<b>74,154</b>	<b>70,153</b>
長期借入金	22,855	34,194	30,846	24,742	24,983
社債	13,000	13,000	8,000	8,000	8,000
繰延税金負債	2,594	1,998	2,895	3,196	3,643
退職給付に係る負債	10,478	10,472	10,559	9,787	10,312
その他	984	1,223	1,144	977	1,012
<b>固定負債</b>	<b>49,911</b>	<b>60,887</b>	<b>53,444</b>	<b>46,702</b>	<b>47,950</b>
<b>負債合計</b>	<b>125,324</b>	<b>142,675</b>	<b>130,203</b>	<b>120,855</b>	<b>118,103</b>
資本金	24,301	24,301	24,301	24,301	24,301
資本剰余金	9,542	9,542	9,542	9,542	9,552
利益剰余金	26,093	43,548	53,892	62,436	66,437
自己株式	-950	-1,246	-3,231	-5,058	-5,956
<b>株主資本</b>	<b>58,985</b>	<b>76,145</b>	<b>84,504</b>	<b>91,221</b>	<b>94,334</b>
その他の包括利益累計額	3,179	3,469	5,029	5,192	6,774
新株予約権	-	-	-	-	-
非支配株主持分	5	5	252	192	200
<b>純資産</b>	<b>62,169</b>	<b>79,619</b>	<b>89,785</b>	<b>96,606</b>	<b>101,308</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>187,494</b>	<b>222,294</b>	<b>219,988</b>	<b>217,461</b>	<b>219,411</b>

注 : 短期借入金には一年以内に返済予定の長期借入金を含む

出所 : 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 31. 連結キャッシュ・フロー計算書 (単位 : 百万円)

決算期	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
税金等調整前当期純利益	7,058	27,831	19,161	16,092	9,585
減価償却費	4,123	5,029	5,595	5,830	6,534
売上債権の増減額	-7,404	-2,833	-64	368	2,746
棚卸資産の増減額	-16,711	-23,179	10,047	1,397	585
仕入債務の増減額	7,464	-2,287	2,334	-6,369	-4,710
その他営業キャッシュ・フロー	4,773	-912	-10,249	-6,277	-1,195
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-697</b>	<b>3,649</b>	<b>26,824</b>	<b>11,041</b>	<b>13,545</b>
有形及び無形固定資産の取得による支出	-16,028	-13,131	-8,064	-11,291	-8,693
有形及び無形固定資産の売却による収入	23	7	55	22	11
投資有価証券の取得及び売却による収支	335	59	-31	-70	115
その他投資キャッシュ・フロー	14	30	121	-50	-816
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-15,656</b>	<b>-13,035</b>	<b>-7,919</b>	<b>-11,389</b>	<b>-9,383</b>
短期債務の純増減額	6,075	635	-3,268	4,460	1,340
長期債務の純増減額	10,837	11,015	-5,045	-7,273	657
株式の発行	-	-	-	-	-
自己株式の取得による支出	-271	-324	-2,005	-1,851	-952
配当金の支払額	-1,056	-2,255	-3,417	-3,003	-3,216
その他財務活動キャッシュ・フロー	-536	-541	-583	273	-562
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>15,049</b>	<b>8,530</b>	<b>-14,318</b>	<b>-7,394</b>	<b>-2,733</b>
現金及び現金同等物に係る換算差額	20	109	134	194	237
現金及び現金同等物の増減額	-1,283	-748	4,721	-7,549	1,665
現金及び現金同等物期首残高	13,828	12,545	11,797	16,918	9,369
新規連結に伴う現金及び現金同等物の増加額	-	-	400	-	-
現金及び現金同等物期末残高	12,545	11,797	16,918	9,369	11,034
<b>フリーキャッシュフロー</b>	<b>-16,353</b>	<b>-9,386</b>	<b>18,905</b>	<b>-348</b>	<b>4,162</b>

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 32. 株価指標、ROE および KPI

決算期	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
EPS (円)	561.3	1,316.8	933.6	819.5	519.9
BPS (円)	4,121.1	5,324.8	6,184.8	6,845.7	7,298.2
DPS (円)	120.0	200.0	200.0	220.0	220.0
配当性向	21.4%	15.2%	21.4%	26.8%	42.3%
終値(円)	2,810	4,255	4,795	4,160	4,635
PER(倍)	5.0	3.2	5.1	5.1	8.9
PBR(倍)	0.7	0.8	0.8	0.6	0.6
期末発行済株式数(千株)	15,497.3	15,497.3	15,497.3	15,497.3	15,497.3
自己株式数(千株)	412.9	545.7	1,028.5	1,413.6	1,643.6
自己株控除後株式数(千株)	15,084.4	14,951.6	14,468.8	14,083.7	13,853.8
期中平均発行済株式数(千株)	15,093.5	14,962.7	14,529.1	14,130.0	13,879.6
時価総額(自己株除く、百万円)	42,387.3	63,619.2	69,377.9	58,588.2	64,212.1
自己資本比率	33.2%	35.8%	40.7%	44.3%	46.1%
有利子負債残高(百万円)	75,374	89,464	80,885	78,773	80,529
ネット有利子負債残高(百万円)	62,728	77,554	63,851	69,257	69,254
D/E レシオ(倍)	1.28	1.17	0.96	0.86	0.85
ネット D/E レシオ(倍)	1.06	1.02	0.76	0.76	0.73
EV (百万円)	105,120	141,178	133,481	128,037	133,666
EBITDA (百万円)	18,089	34,285	25,605	22,797	17,507
EV/EBITDA(倍)	5.8	4.1	5.2	5.6	7.6
ROE	14.4%	27.8%	16.0%	12.5%	7.3%
ROIC(投下資本)	12.2%	13.7%	8.5%	7.2%	4.8%
従業員数 (人)	2,080	2,091	2,079	2,095	2,093

注：EBITDA は営業利益+減価償却費+のれん償却費で定義。減価償却費及びのれん償却費は営業キャッシュ・フロー内の数値。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## ディスクレーマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ（以下、発行者）が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号