

会社分析レポート

日揮株式会社

平成 25 年 7 月

楽しい投資研究所

はじめに

今年 1 月に起きたアルジェリア人質事件は、忌まわしく衝撃的な出来事だった。海外で業務を遂行するリスクは治安の面で日本国内の場合と大きく異なる。そのことを改めて痛感させられた。

この悲劇を受けて、日揮の関係者の方々がメディアに数多く登場した。テレビや新聞を通じて彼らを見、彼らの話を聞くに、仕事に対する真摯な姿勢が感じられた。従業員の方々は、自ら手掛ける業務に誇りを持ち、高い技能を持って異国の地で職務に励んでいる、と見えた。

情熱ある人々から成る会社は投資対象として気になる（同時に分析リクエストもいただいた）。ゆえに会社分析を行った。その過程と結果とをレポートする。

会社分析の目的

投資対象として、日揮株式会社を分析し、投資対象とすべきか、現在の株価は投資するに妥当な水準といえるのか、について結論を得る。

分析に際して用いた資料

- ・有価証券報告書（平成 25 年 3 月期）
- ・決算短信（平成 25 年 3 月期）

全体を俯瞰する

まず、全社ベースの業績推移を概観してみよう。

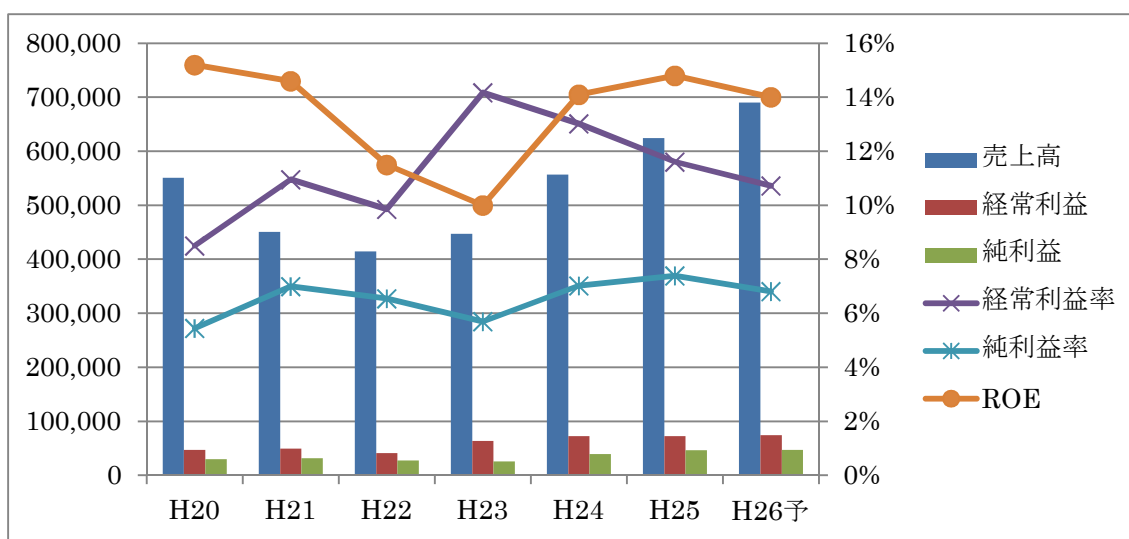
H25/3 期は（決算短信および有報によれば）売上高 6,246 億（前期比+12.1%）、経常利益 724 億（前期比△0.1%）、純利益は 461 億（前期比 18.1%）であった。

売上高の増加の大部分は、事業の柱、総合エンジニアリング事業の伸長による。

経営者の分析によれば、「産油・産ガス諸国では、世界的な人口増加や新興国の経済成長を背景としたエネルギー需要の増加により、引き続き多くの石油・ガス資源投資が計画され」ており、「特に中東・北アフリカ地域では、原油処理・ガス処理プロジェクトのほか、石油やガスの高付加価値化を目的とする石油精製プロジェクトやガス化学プロジェクト等も計画されて」いるとのこと。

会社の業績推移をグラフで示せば次のとおり。

(単位：百万円)



なんといっても ROE の水準の高さが目を引く（魅力的である）。なお（グラフには表示していないが）自己資本比率は直近年度末時点で 55.9%、悪くない。リーマン・ショック前後を底に、業績は順調に回復傾向。

なお、H26/3 期の数値は短信記載の会社予測数値をそのまま用いている。

どんな会社か？

会社の手掛けるビジネスは、総合エンジニアリング事業と触媒・ファイン事業、その他に大別される（セグメント情報）。

その内容は、有価証券報告書（H25/3 期）【事業の内容】にコンパクトにまとめられていたのでそのままご紹介する。

会社のビジネス

【事業の内容】

日揮グループ（当社、当社の子会社 47 社および関連会社 32 社）は、各種プラント・施設の計画、設計、建設および試運転役務等を主たる事業としており、これに加え、触媒・ファイン製品の製造・販売および各種情報処理サービス、機器調達ならびにコンサルティング等の附帯事業を営んでおります。各事業における当社および関係会社の位置付け等は次のとおりであります。なお、次の区分はセグメント情報に記載された区分と同一であります。

・総合エンジニアリング事業

当セグメントは、石油、石油精製、石油化学、ガス、LNG、一般化学、原子力、金属製錬、バイオ、食品、医薬品、医療、物流、IT、環境保全、公害防止等に関する装置、設備および施設の計画、設計、調達、建設および試運転役務等の EPC ビジネスを中心に構成されております。また、これらに関連した事業投資の一部も含んでおり、全般にわたり当社がこれに当たっております。なお、当セグメントを構成する会社は以下のとおりであります。

分野	会社名
設計・調達・建設	日揮(株)、日揮プラントソリューション(株)、JGC SINGAPORE PTE LTD、 JGC PHILIPPINES, INC.、PT. JGC INDONESIA、JGC Gulf International Co. Ltd.、 JGC OCEANIA PTY LTD
検査・保守	日揮プランテック(株)、青森日揮プランテック(株)
プロセスライセンス	日揮ユニバーサル(株)
温室効果ガス排出権取引	JMD温暖化ガス削減(株)

・触媒・ファイン事業

当セグメントは、以下のような分野別製品群からなる事業で各関係会社にて製造・販売しています。

分野	製品	会社名
触媒分野	重質油の水素化精製・流動接触分解、灯油の脱硫などの石油精製用触媒、化学品の水素化・異性化・酸化などの石油化学用触媒など	日揮触媒化成(株) 日揮ユニバーサル(株)
ナノ粒子技術分野	フラットパネルディスプレイ・半導体・化粧品・オプトなどに使用される機能性素材	日揮触媒化成(株)
クリーン・安全分野	環境触媒、脱臭・消臭剤、オゾン分解触媒、酵素フィルタなど	日揮触媒化成(株) 日揮ユニバーサル(株)
電子材料・高性能セラミックス分野	エンジニアリングセラミックス、高周波用薄膜集積回路、低誘電率層間絶縁膜、化学的機械研磨材料など	日揮触媒化成(株) 日本ファインセラミックス(株)
次世代エネルギー分野	リチウムイオン二次電池用正極材などのバッテリー分野ならびに太陽電池および燃料電池用材料	日揮触媒化成(株) 日本ファインセラミックス(株)

・その他の事業

その他の事業は総合エンジニアリング事業および触媒・ファイン事業以外の事業であり、以下のような分野および会社で構成されております。

分野	会社名
情報処理サービス	日揮情報システム(株)
機器調達	日揮商事(株)、JGC (USA), Inc.
コンサルティング	日本エヌ・ユー・エス(株)
オフィスビル管理	日揮ビジネスサービス(株)
発電・造水事業	JGC-ITC ラービグユーティリティ(株)、日揮みらいソーラー(株)
原油・ガス生産販売事業	JGC Energy Development (USA) Inc.、JGC Exploration Eagle Ford LLC、 JGC EXPLORATION CANADA LTD.

セグメントごとの業績実績は「セグメント情報」で把握する。これは有報にも短信にも記載されている。生の情報は次のとおり。

【セグメント情報】

当連結会計年度（自 平成24年4月1日 至 平成25年3月31日）

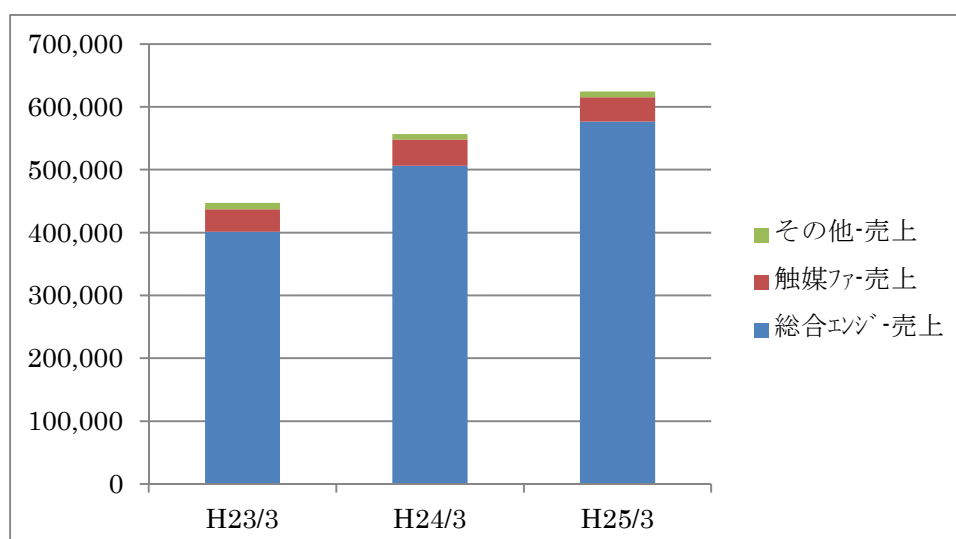
（単位：百万円）

	報告セグメント			その他	合計	調整額	連結財務諸表計上額
	総合エンジニアリング	触媒・ファイン	計				
売上高							
外部顧客への売上高	576,627	38,508	615,135	9,501	624,637	—	624,637
セグメント間の内部売上高または振替高	30	165	196	4,905	5,101	△5,101	—
計	576,657	38,673	615,331	14,407	629,739	△5,101	624,637
セグメント利益	58,874	4,290	63,164	973	64,138	△14	64,123
セグメント資産	559,835	37,287	597,122	50,656	647,778	△19,021	628,757
その他の項目							
減価償却費	4,574	2,479	7,053	1,182	8,236	27	8,263
有形および無形固定資産の増加額	5,469	2,023	7,493	8,782	16,275	△52	16,223

数字だけだとぼんやりしてしまうが、グラフにして推移を眺めたりすると、直感的な理解が進む。そこで、過去の実績と併せてグラフで表してみた。セグメント別の業績推移を把握しやすくなったのではなかろうか。なお、過年度の数値は過去の有価証券報告書から持ってきている。

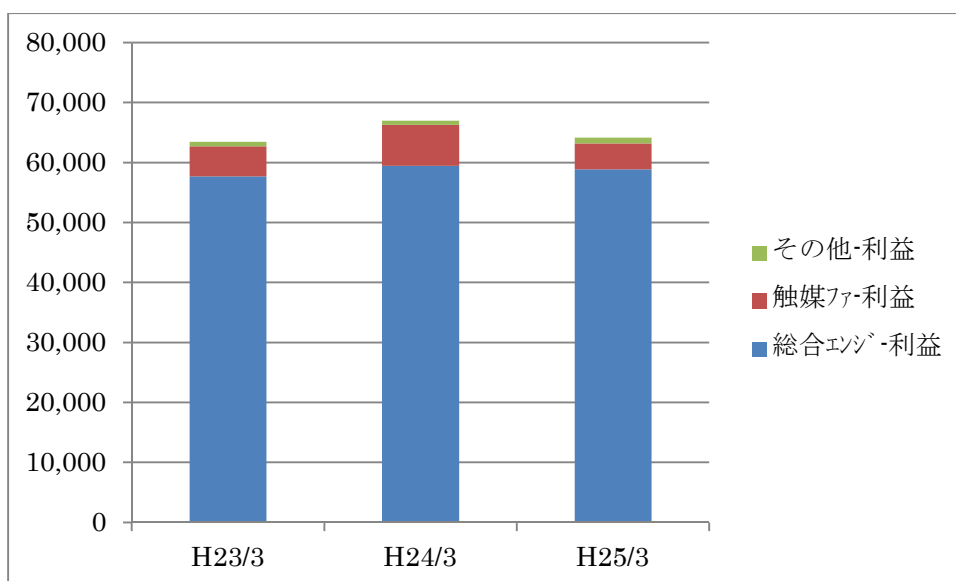
売上高の構成（事業の種類別）

（単位：百万円）



営業利益の構成 (事業の種類別)

(単位：百万円)

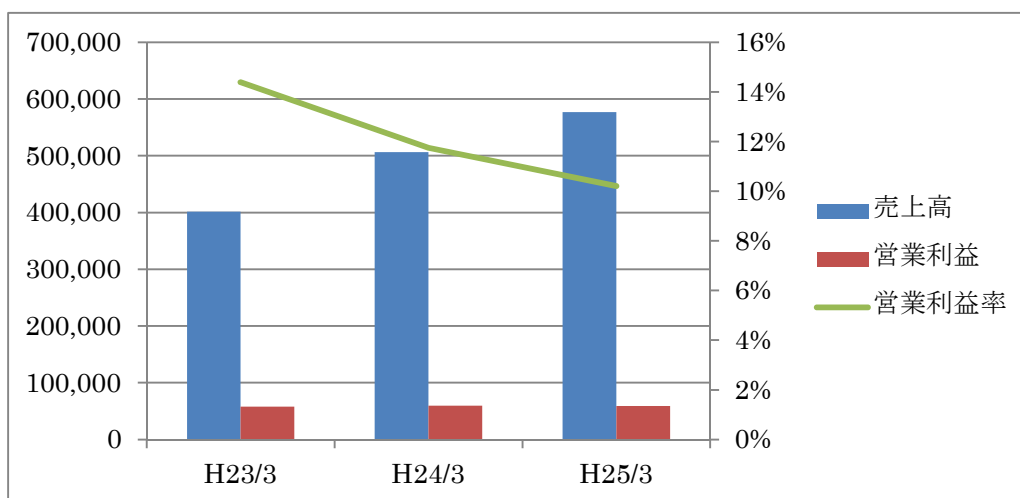


※売上高も営業利益も総合エンジニアリングがダントツだが、触媒・ファイン事業もそれなりに存在感あり。

事業の種類別に売上高、営業利益、営業利益率の推移をグラフで表せば次のとおりである。

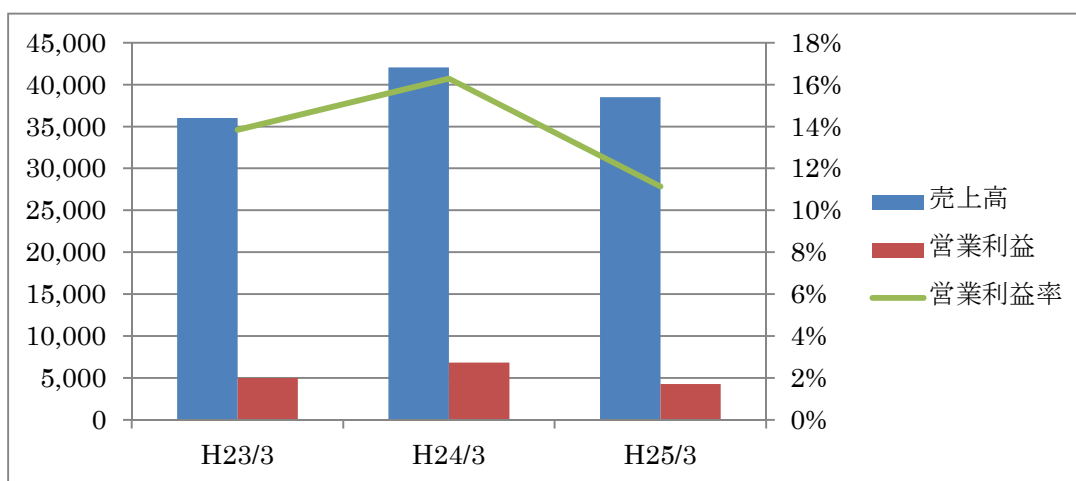
総合エンジニアリング事業

(単位：百万円)



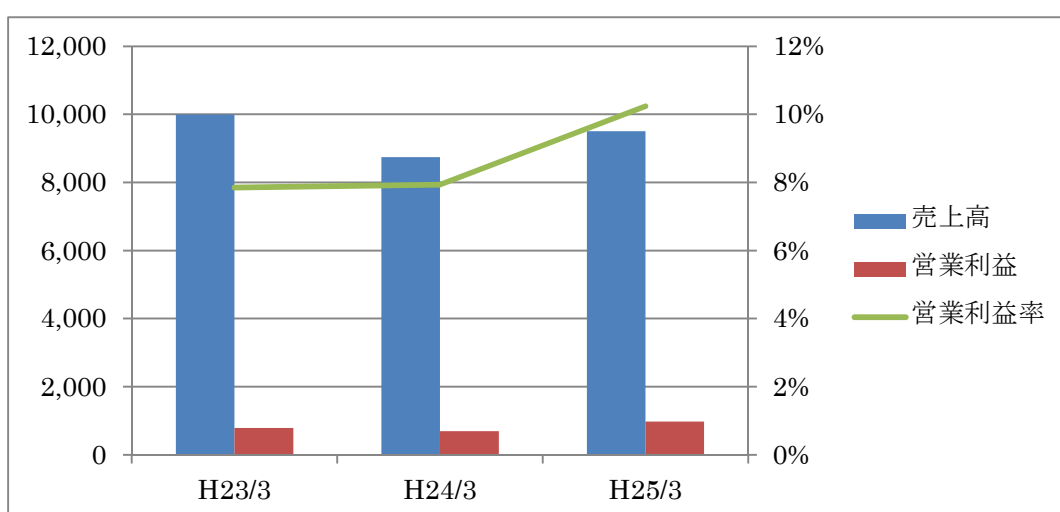
触媒・ファイン事業

(単位：百万円)



その他

(単位：百万円)

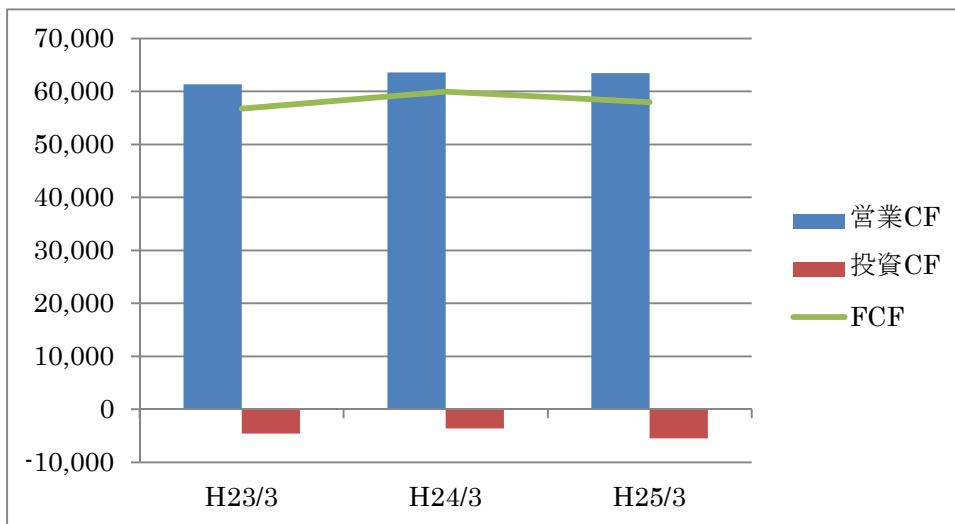


セグメント別フリー・キャッシュ・フローの試算

さらに少々手を加えて、簡便的にはあるが事業の種類別にフリー・キャッシュ・フロー（FCF）を試算してみた（営業利益に減価償却費を加えて営業CFとみなし、有形・無形固定資産の純増分をマイナスの投資CFとみなした。その上で、これら営業CFと投資CFの純額をFCFとした）。その推移をグラフで表すと次のとおりとなる。

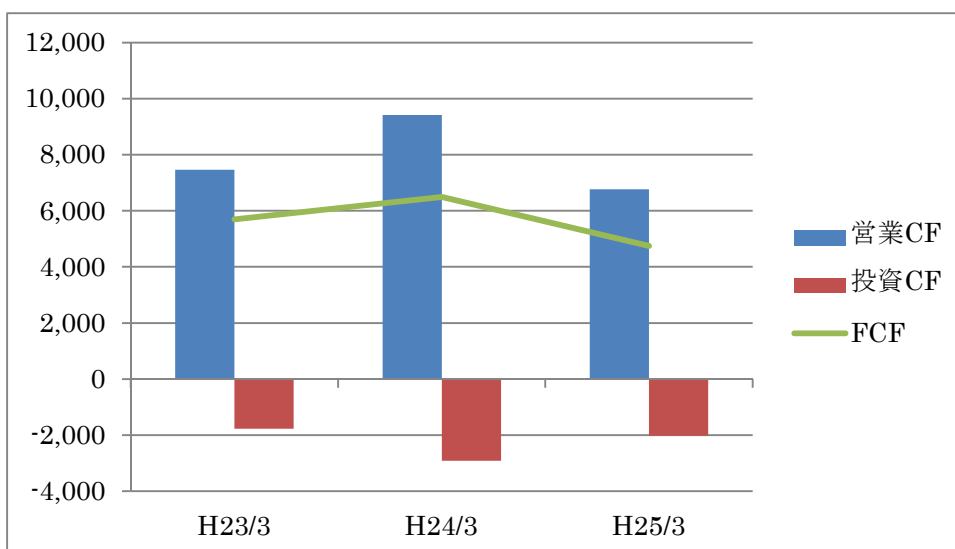
・総合エンジニアリング事業

(単位：百万円)



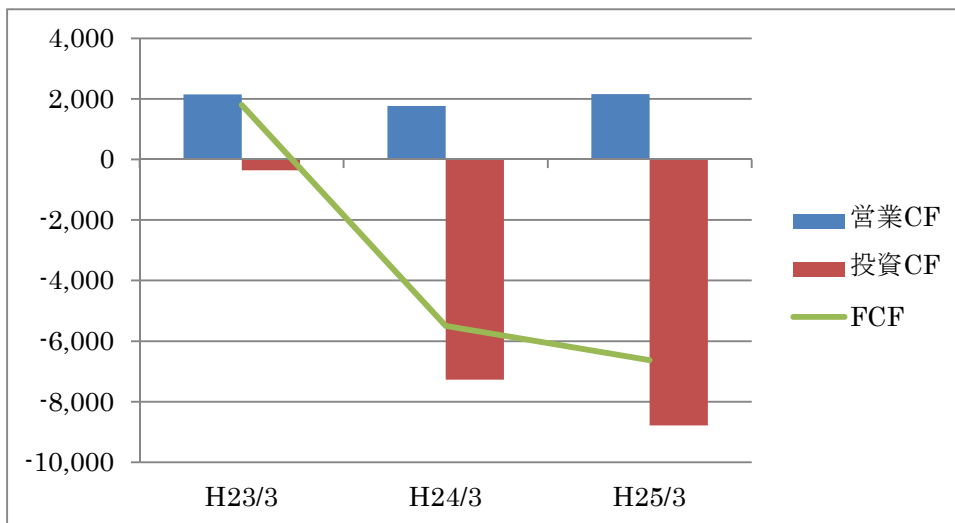
・触媒・ファイン事業

(単位：百万円)



その他の事業

(単位：百万円)



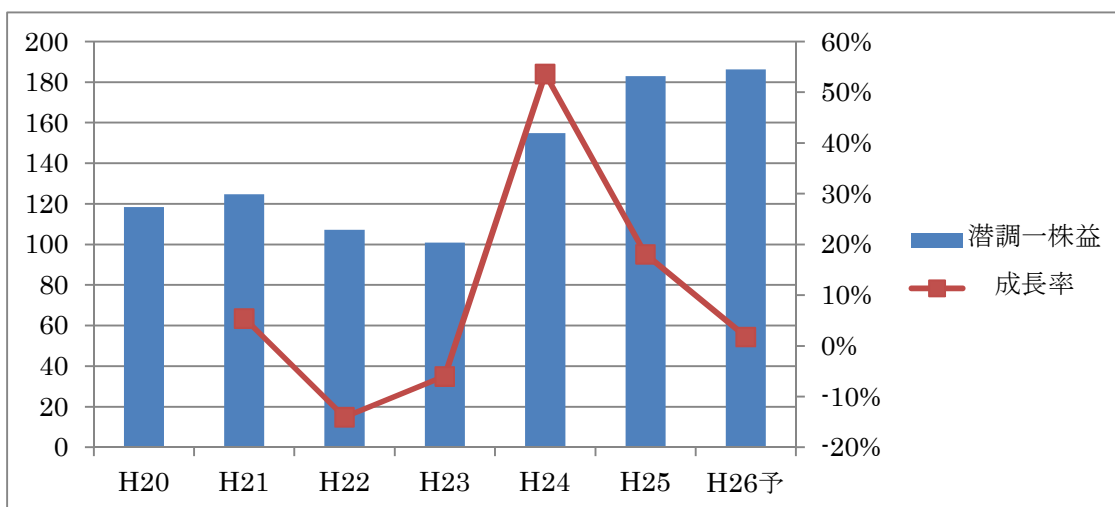
総合エンジニアリング事業と触媒・ファイン事業はともに安定してフリー・キャッシュ・フロー (FCF) を稼ぎ出せている。しかし「その他」区分のそれは現状、支出超過状態が続く。

1 株当たり当期純利益の推移を眺める

1 株当たり当期純利益 (一株益) は次のとおり。

なお、一株益には「潜在株式調整後 1 株当たり当期純利益」の数値を用いている (希薄化効果が発現している潜在株式がある場合、ただの「1 株当たり当期純利益」を見てもたいして意味はないと考えるため)。

(単位：円)



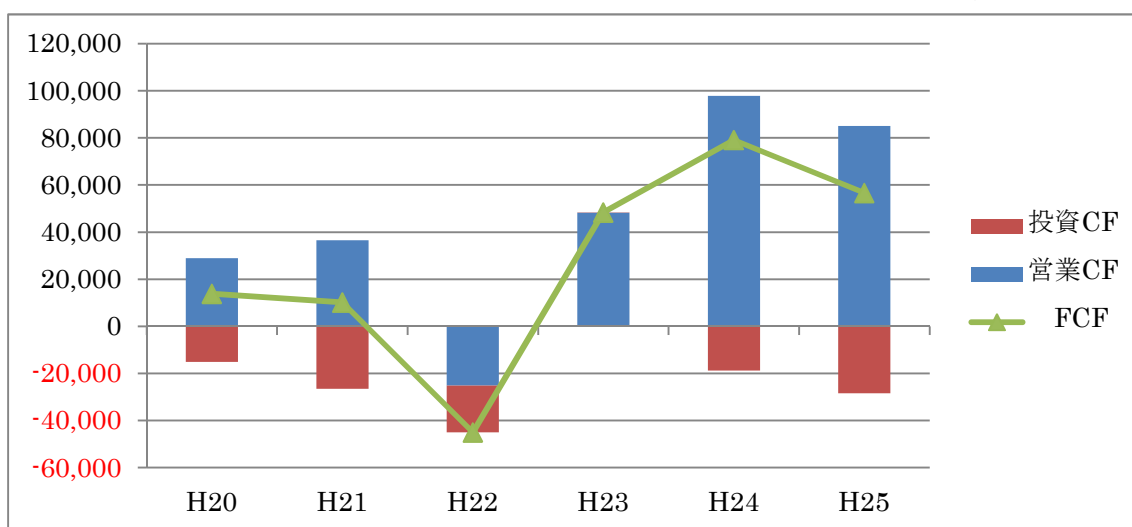
安定的。

追加的コメントをいくつか

- ・売上高は H22/3 期を底に回復傾向にある。
- ・ROE は直近 6 期すべて 10% を上回る。立派なものである。
- ・自己資本比率は 55.9%。もう少し欲しいところだが、悪くはない。
- ・主な資産は現金預金、約 2,597 億。流動比率は 175%。財務の足腰は弱くない。
- ・のれんの未償却残は 0 百万円とほとんどなし。
- ・投資有価証券が 841 億あるが、直近の有価証券報告書から推察するに、なかみは主に上場株式 200 億円弱。連結 B/S に計上されている関係会社株式が三百数十億と非上場株式百億強その他といったところ。なお、いわゆる持ち合い株式が 200 億円強あり。受注の際に引き受けることになったのだろうか（こういうのはない方がいいのだが）。
- ・H24.4.1 以後取得の有形固定資産については、税法改正に伴う償却方法の変更が行われているが、影響は軽微にとどまる。

試練の時期について – 過年度 H22/3 期は FCF が（営業 CF も）マイナス、その理由

(単位：百万円)



H22/3 期の有報によれば、売上が急減、利益も近年の底に近かった。連結キャッシュ・フロー計算書を見れば、営業キャッシュ・フロー (CF) の調整項目として目立ったのが、売上債権の増加 149 億と、仕入債務の減少 220 億、そして未成工事受入金の減少 347 億である。

想像するに、世界的な信用収縮を受けて受注状況は厳しかったのだろう、売上の減少、工事受入金の減少、債権回収サイトの延び、受注案件の減少により仕入も減、といったところだろうか。

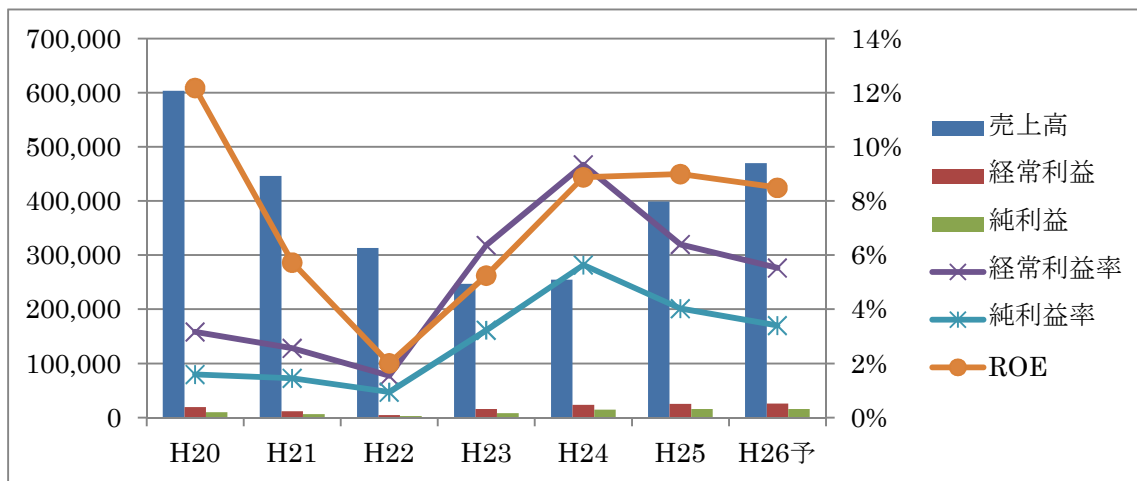
なお、この期には、米国の油ガス田・生産事業において、「新規掘削による追加埋蔵量が当初の想定を大幅に下回った」ことから、原油掘削権益 (無形固定資産) 等 36 億の減損損失処理が行われている。

同業他社との比較

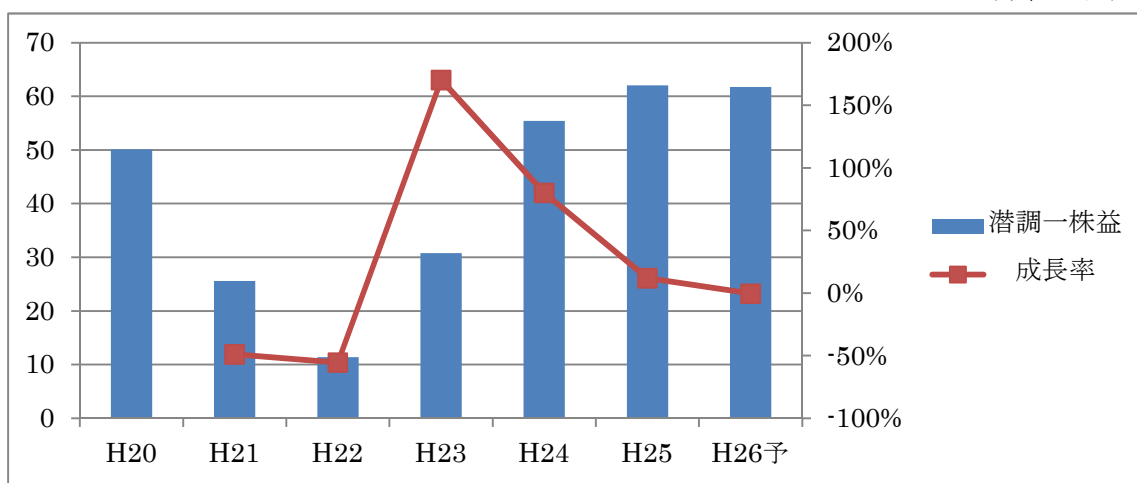
比較対象としたのは、日揮とともに「エンジニアリング御三家」と呼ばれる千代田化工建設株式会社と、東洋エンジニアリング株式会社である。

<千代田化工建設>

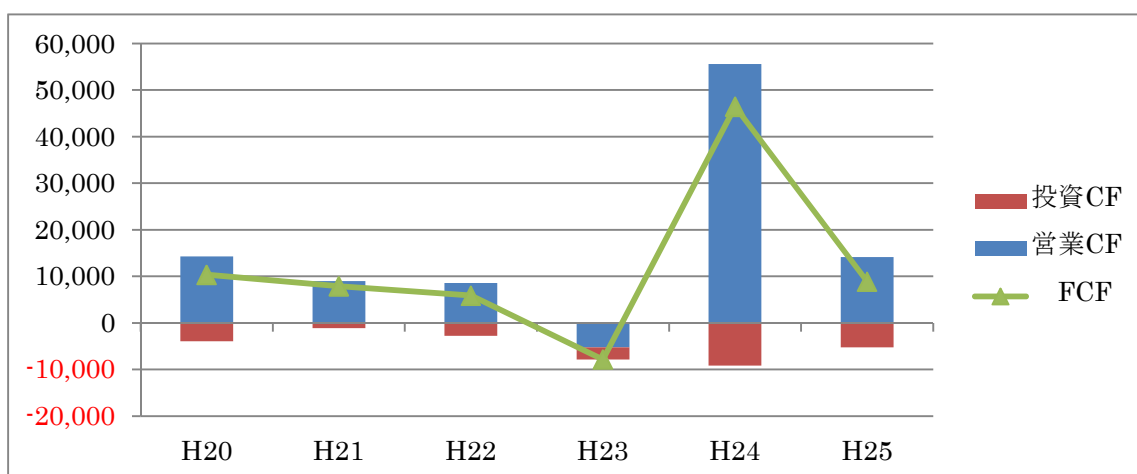
(単位：百万円)



(単位：円)

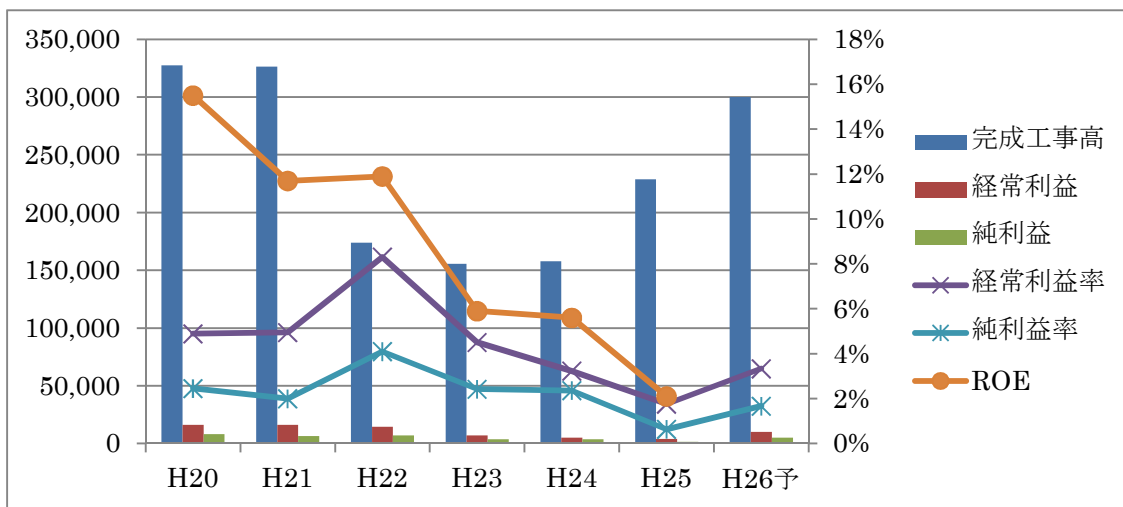


(単位：百万円)

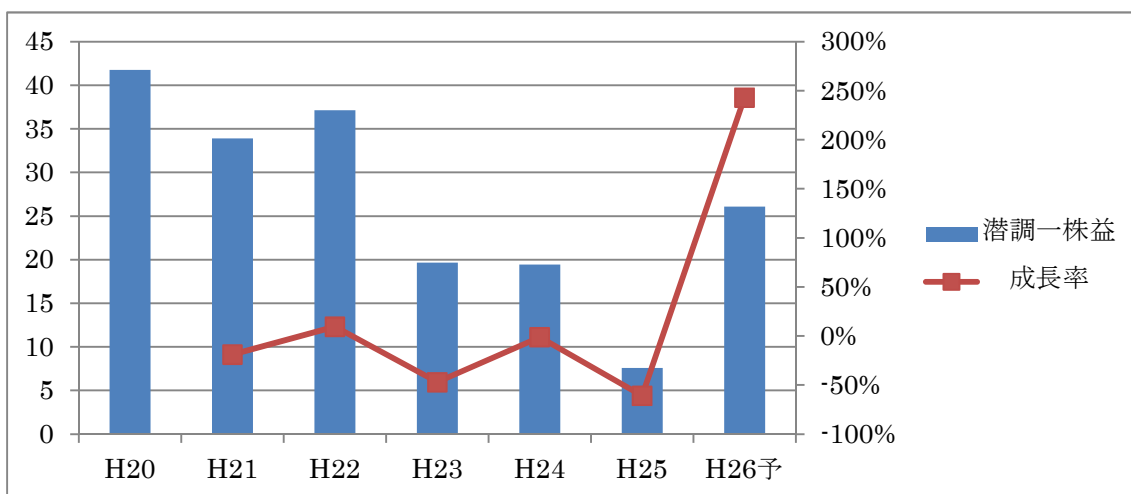


<東洋エンジニアリング>

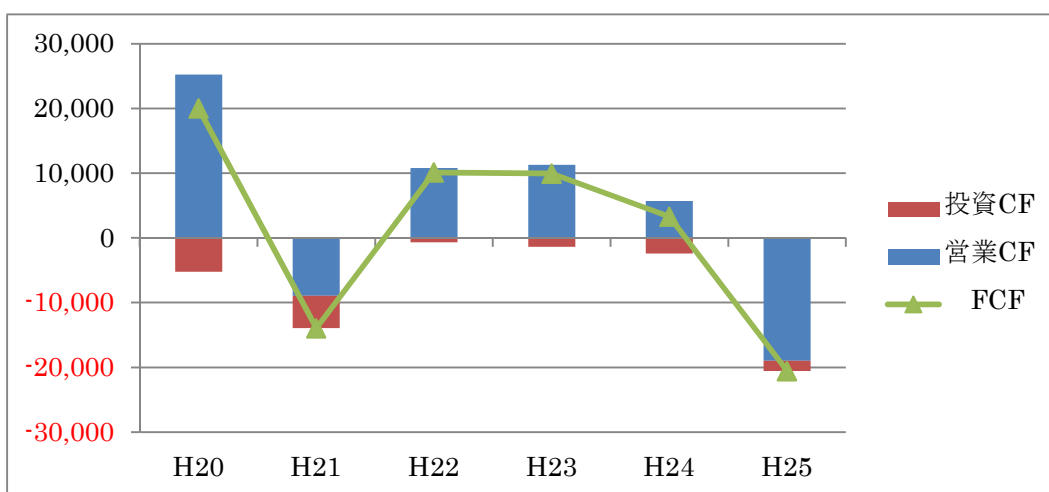
(単位：百万円)



(単位：円)



(単位：百万円)



ROE の水準、売上高経常利益率、自己資本比率、いずれも日揮が上回る。

期ごとの売上高や利益の振れ幅は、比較するに日揮の安定感が頭ひとつ抜けている印象あり。

東洋エンジニアリングの一株益は H25/3 期までマイナス成長が続いているが、市場の評価はさらに厳しく、悲観に振れていそうな雰囲気なきにしもあらず。とはいえ厳しい状況が続いているので買い推奨はしづらい。

結論

独自に算出した一株当たりの会社の価値： 約 2,900 円

現在の株価 (2013/07/05 終値)： 3,575 円

「一株当たりの会社の価値」の考え方は、次のとおり。

まず、一株当たり当期純利益 (潜在株式調整後) とフリー・キャッシュ・フローの過去の実績から、将来会社が生み出す価値を予測、それらを現在価値に割り引く (①)。

次いで、直近の財政状態から、一株当たり純資産 (全てがキャッシュでないため調整を加える) を算出 (②)。

これら①と②を合算した値を、上記の独自算出した一株当たり会社の価値とした。

将来予測数値、成長率、割引率、一株当たり純資産に加える調整などは、評価する者の考え方次第でいくらかでも手心が加えられるので、(当然) これが絶対的な会社の価値になるものではない。

ただ、前提として用いた数値は、現実的な範囲内で保守的な (控え目な) 水準のものとした。

実は、この会社の分析を始めた 4 月初旬の時点では、算出した会社の価値と株価とがほぼ一致していたのだ (ひそかに感動した)。とはいえ、拙速はいけない、もっと詳細に分析せねば、と細かな分析的手続を施しているうちに (いいかえれば、もたもたしている間に)、あれよあれよと株価は上昇してしまい、現在に至る。

細かく分析していく中でいっそう、この会社は魅力的であると思うようになった (逃した魚は大きく感じるものではあるけれども)。実際、取得を試みたのだが、結果として、望む価格帯での取得はできなかった。残念である。

というわけで、この会社への投資はまだできていないのだが、個人的に欲しい会社の筆頭に近い位置にある。

しばらくはウォッチを継続し、状況に大きな変化のない限り、上記の「価値」を目安に、株価が良い感じのところまで下げるようなことがあれば (株価の下落とは幸運な出来事である)、喜んで取得しようと考えている。

補足：会社分析を行う際に留意したこと

価値と価格は明確に区別すべきもの。

株価イコール会社の価値と考えることはしない。

市場はときに集団ヒステリーに襲われる。楽観に振れたとき、株価は割高となり、悲観に振れたとき、株価は割安となる。

どんなに良い会社でも、高過ぎる対価を支払っては良い投資とはなり得ない。良い会社をリーズナブルな価格で取得してこそ、合理的な投資判断となり得、合理的なリターンが見込めるものとなる。

会社の価値は、会社が現在手にしている純資産価値と、将来手に入れるであろう価値（主にキャッシュ）の割引現在価値から成ると考える。

株価の割高・割安を判定する際にしばしば PER や PBR が用いられるが、これらに過度に依存するのはよろしくない（と考える）。現時点ですでに手にしている価値と、将来の価値、両者を考慮に入れるべきであると考ええる。

他に気をつけたことといえば、次のとおり。

- ・ 会社のビジネスを理解する。理解できなければ投資しない。
- ・ 実績を重視する。
- ・ 実績を土台に、将来、手に入れるであろうキャッシュを予測し、現在価値に割引く。
- ・ 純資産簿価イコール解散価値とは考えない。資産がすべてキャッシュでない限り、ある程度割り引いて考えねばならない。
- ・ 将来予測数値は保守的に見積もる。
- ・ 簿外債務はオンバランスして考える。
- ・ 潜在株式を警戒する（ストックオプションの多すぎる会社は敬遠する）
- ・ 監査意見が無限定適正でない場合は敬遠する。監査人の交代があった場合も警戒する。
- ・ 継続企業の前提に関する注記の記載されている会社には投資しない。
- ・ 継続企業の前提に関する注記がなくとも、それに準ずるリスクを内包する会社（事業等のリスクに記載）には投資しない。
- ・ 上記の NG 要素がなく、実績の伴う会社である場合のみ、純資産価値（割引後）と将来キャッシュ・フロー（割引後）を合算し、現時点における一株当たり会社の価値を見積もる。
- ・ 価値が価格を上回る場合は買う。そうでなければ買わない（機会をうかがうことと

する)。

こんなところである。株価が上がれば気分は良いが、半面、投資機会は減る。株価が下がれば、世界は崩壊するのだろうかなどと心配になったりもするが、落ち着いて考えてみれば、素晴らしく良い会社が驚くほど安く買えたりもする。

自分がどのような立ち位置にいて、どのように世界を見ているかによって、目の前の現実の意味は変わってくるのかもしれないな、などと考えたりする。

庄司 卓矢

楽しい投資研究所・主宰 <http://www.1toushi.com/>

追伸： 当レポート読者の方限定にて、「会社分析の方法オーディオブック（日揮株式会社編）」をプレゼント

この分析レポートを、ご友人やお知り合いの方、ご家族の方にご紹介くださった方を対象としまして、特製の音声解説オーディオブックを、無料でお届けいたします（執筆者自身による解説です）。

ご紹介の方法は問いません（この PDF ファイルをそのままお送りいただいても、ダウンロード用 URL をお知らせいただいてもかまいません）。あなたの大切なご友人のお役にも立てればと思っています。

※オーディオブックのお申し込みはこちらからどうぞ。自己申告制です。

<http://bit.ly/14WuKTb>

以上

執筆者紹介

庄司 卓矢

・プロフィール <http://www.1toushi.com/profile/>

・メールアドレス [shojit\(アットマーク\)1toushi.com](mailto:shojit(アットマーク)1toushi.com)

※(アットマーク)の箇所を@に変えてお送りください。レポートを読んでの感想など、お送りいただけたらとても嬉しいです。

著書

・バフェットの謎（技術評論社） <http://amzn.to/m8lozc>

・決算書投資術（総合法令） <http://amzn.to/137eazR>

次のレポートのための会社分析リクエスト

会社分析リクエスト受け付け中： <http://www.1toushi.com/vote/>

※今なら一票がものすごく重いですよ。

初版 平成 25 年 7 月 5 日 発行

※当レポートは、楽しい投資友の会・会員の皆様へ一般に先駆けて先行公開したものです。

※楽しい投資友の会への入会手続きはこちらから行えます（入会金・年会費は一切かかりません）。ご興味がおありの方は、こちらからどうぞ。

入会手続き（2分もかかりません） <http://www.1toushi.com/oc/>