

# 個人投資家向けオンライン会社説明会 ミーティングメモ

## 品川リフラクトリーズ株式会社 (5351)

開催日：2023年12月2日（土）

説明者：代表取締役社長 藤原 弘之 氏

代表取締役常務執行役員 市川 一 氏

### 1. はじめに

- ・ 本日は、品川リフラクトリーズ株式会社として初めて、個人投資家の皆さまに向けた説明会を開催させていただきます。
- ・ 当社は本年、さまざまな活動が成果を結び、当初の年度見通しを上方修正して過去最高を大きく上回る業績予想になるなど、極めて好調に推移しています。
- ・ また、株式分割や自己株式取得など、非常に積極的な財務施策と株主の皆さまへの還元政策を実施しています。当社の株価水準もここ最近は上昇し、非常に好調な水準を維持できています。昨今の企業評価において注目されているPBRについても、1倍近くまで改善しています。

### 2. 当社グループの概要

- ・ 鉄の製造工程では、高温プロセスが必要不可欠です。そのため、鉄鋼業は環境負荷が大きい産業として認識される方も多いと思いますが、現代社会になくってはならない基幹産業であることも明らかです。
- ・ 当社グループは、そのような高温プロセスを有するお客さまに対して、耐火物をはじめとする製品サービスによって環境課題にアプローチすることが可能です。この大きなビジネスチャンスを生かし、150年間で培ったノウハウや経験を駆使することで、グループの成長と社会の持続的な発展を表裏一体とした経営を推し進めます。
- ・ なお、サステナビリティへの取り組みに関しては、一部を参考資料として掲載しています。詳細は当社グループのホームページに統合報告書を掲載しているため、ぜひご覧いただければと思います。
- ・ 当社は1875年に創業し、2025年に創業150周年を迎えます。東証のプライム市場に上場している企業です。コア事業は耐火物の製造販売で、その他にも工業窯炉の設計や、関係会社では断熱材およびファインセラミックスの製造販売も行っています。昨年度の売上高は連結で1,249億円となり、過去最高の売上高となりました。
- ・ 関係会社は国内に6社、海外に17社を展開しています。当社グループは海外でのM&Aを成長戦略の一つに掲げているため、今後も海外の関係会社がさらに増える可能性があります。
- ・ 当社の沿革として、まず当社は1875年に東京芝浦の工場でガス灯用れんがを作ることから事業を開始しました。創業者の西村勝三は、当社の他にもさまざまな事業を行って

大和インベスター・リレーションズ(株) (以下、「当社」といいます。)はこの資料の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに記載された意見等は当社が開催する個人投資家向け会社説明会の開催時点における当該会社側の判断を示すに過ぎず、今後予告なく変更されることがあります。当社は、ここに記載された意見等に関して、お客様の銘柄の選択・投資に対して何らの責任を負うものではありません。この資料は投資勧誘を意図するものではありません。当社の承諾なくこの資料の複製または転載を行わないようお願いいたします。

大和インベスター・リレーションズ

Daiva Investor Relations

---

おり、日本で初めて西洋靴の製造を始めた人物でもあります。西洋靴事業は、現在の株式会社リーガルコーポレーションとなっています。

- その後、当社は 1903 年に品川白煉瓦株式会社に姿を変え、東京駅への化粧れんがの納入など、時代とともに歩んできました。そして、2009 年に品川白煉瓦は JFE 炉材株式会社と経営統合し、品川リフラクトリーズ株式会社という社名に変更して、現在に至っています。
- 当社は、来年 7 月に発行される新札の肖像画にもなる渋沢栄一とも縁があります。渋沢栄一は東京瓦斯局での業務をきっかけに当社の出資者となり、取締役を務めていました。当社の原始定款には、発起人として渋沢栄一の名が署名捺印されています。
- 2009 年に品川白煉瓦から品川リフラクトリーズとして生まれ変わった当社は、新たな基本理念を掲げました。創造性と実行力に富む人材を開発し、優れた技術力、高い収益力と強固な財務基盤によって世界トップクラスの地位を確立し、ステークホルダーの皆さまに信頼される企業を目指すという思いは、経営統合から 14 年が経過した現在も変わらず受け継がれています。
- 基本理念の達成を実現するため、当社は合併後の 2009 年 10 月を起点に、3 年ごとの中期経営計画を策定しています。第 1 次中計から第 3 次中計で基盤を構築し、2018 年からは飛躍に向けた事業拡大に注力しています。
- 2020 年の新型コロナウイルス感染症の影響によって一時的な業績の減速がありましたが、現在は第 5 次中計の締めくくりを迎えており、来年度に向けて第 6 次中計を新たに策定中です。
- 業界ポジションとして、当社は 150 年の歴史を経て世界トップクラスの耐火物および断熱材メーカーに成長することができました。しかし、当然ながら当社は頂点を目指しているため、今後もさらに進化を続けていきます。
- また、当社グループのネットワークは世界中に広がっています。初期の中国やオーストラリアへの進出から約 25 年の歳月をかけて、インド・太平洋圏を中心に開発、製造、販売のグローバル体制を構築してきました。海外事業の強化は当社の成長戦略の柱でもあるため、今後も M&A を含めた投資機会を常に探求し、条件を見極めた上で迅速に実行していきます。
- 地域別の売上高として、国内については、原燃料や電力費などのコスト上昇に伴う価格改定、および各業界への拡販活動によって売上高が増加しています。
- 当社グループの海外売上高比率は、グローバル体制の拡充に伴い、今期は 30.1%を占めています。今期より新たに耐火物セクターに加わったブラジルの子会社 Shinagawa Refratários do Brasil Ltda. (SRB) による業績への寄与が大きく、耐火物セクターの中では南米が全体の 12%のシェアを占めている状況です。また、セラミックセクターにおいても、今期から加わった北米の Shinagawa Specialty Ceramics Americas LLC (SSCA) の影響で海外売上高が増加しています。

---

### 3. 当社グループの特徴

- ・ 当社グループには4つのセクターがあります。まず1つ目は耐火物セクターです。耐火物は、窯炉が高温に耐えられるように内張り剤として使用されます。鉄鋼、非鉄金属、セメント、ガラスなど、社会生活を支える多くの素材は製造工程の中で必ず高温プロセスを経由するため、耐火物を内張りした窯炉で生産されています。
- ・ 製鉄所で使われる転炉は、300トン以上の大量の鉄を高温で溶かすため、炉内の温度が1,600度から1,800度になります。当社の製品はこのような高温の環境でも耐えることができ、耐火物によって基幹産業の基盤を支えています。
- ・ 当社で製造販売している耐火物の種類は、大きく2つに分類されます。一つは、一般に耐火レンガと呼ばれる定形耐火物、もう一つは、粉末状の製品に水を混ぜて使用する不定形耐火物です。定形耐火物は転炉に一度貼り付けると、3~4ヶ月後に張り替える流れとなっています。
- ・ なお、耐火物ではありませんが、モールドパウダーという鋼材の生産に不可欠な材料も当社では展開しています。
- ・ 2つ目の断熱材セクターでは、子会社のイソライト工業株式会社等にて、耐火断熱レンガやセラミックファイバーなどの製造販売を行っています。これらは、各種窯炉の内面および背面部、化学プラントの配管外周部など、耐火物より低い温度で使用されることが多い製品です。身近なものとしては、車の排ガスフィルターに使用されるなど、活用の場が広がっています。
- ・ 3つ目のセラミックスセクターでは、半導体製造装置向けなどの高精密なセラミックスであるファインセラミックスを展開しています。また、耐摩耗性セラミックスや、セラミックス塗料・接着剤なども幅広く扱っています。
- ・ 4つ目のエンジニアリングセクターでは、製品の製造販売だけでなく、お客さまがより適切に製品を使用できるよう、窯炉の設計から施工、メンテナンス作業まで一貫したサービスを提供しています。
- ・ 次に、当社グループでは、気候変動への対応にも取り組んでいます。具体的な施策としては、使用後耐火物のリサイクル事業、環境配慮型商品の開発、熱ロス低減のソリューション提供などを行っています。
- ・ リサイクル事業では、使用後レンガを製品に添加して再活用する技術を確立しました。この技術によって製造した製品を「グリーン・リフラクトリー」と名付け、お客さまへの提案および展開を行っています。
- ・ また、CO2排出量の削減において、当社グループはScope 1 および Scope 2 だけでなく、Scope 3 への取り組みも行い、トータルで2050年にカーボンニュートラルを達成することを目標として掲げています。
- ・ 当社グループには大きく二つの強みがあります。一つは、創業から約150年の間に蓄積

---

した技術、ノウハウ、経験です。そしてもう一つは、高温プロセスを有する多様な産業に及ぶ顧客基盤です。長い歴史の中で積み重ねてきた技術や製品ラインナップの強さを生かして、幅広い産業のお客さまのニーズに応え、課題解決をサポートしていきます。

#### 4. 当社グループの成長戦略

- ・ 当社を取り巻く事業環境について、日本国内では粗鋼生産量が今後減少する見込みです。主要な取引先である製鉄所においても生産体制の再編が活発に行われ、長年稼働した高炉が次々と閉鎖し、電気炉の時代に移行しています。国内の高炉基数は、2022年から2023年、および2024年にかけて1基ずつ減少する流れになっています。
- ・ 一方で、世界の鉄鋼市場に視野を広げると、インドでは今後の成長が期待できる他、南米や北米は今後も安定した市場であることが見込まれます。当社は世界に目を向けながら、日本で培ってきたノウハウを生かし、米州大陸やインドなどをターゲットにして事業参入を目指していきます。
- ・ 2023年度は第5次中期経営計画の締めくくりの年となります。第5次中計の方針では、「国内における拡販と競争力強化」、「海外ビジネスの強化・拡大」、「新規ビジネスの探索」、「成長投資の積極推進」の4点を重点施策として掲げています。
- ・ さらに今年度は、次期中期経営計画以降につなげていくための重点課題として、「グループ経営体制の改革」および「長期ビジョンの策定」を併せて実施しています。
- ・ まず、2023年度の重点施策の1つ目「国内における拡販と競争力強化」についてです。国内外における当社グループの各セクターの連携を強化し、商品ラインナップを拡充していきます。さらに、セクター間の協業を進めることで、オペレーションの効率化、お客さまへのサービス向上を図り、既存市場でのシェアアップならびに未参入市場への進出を図ります。
- ・ 国内の未参入市場への進出に関する具体的な施策としては、アルミニウム業界への業容拡大を行います。当社は2023年3月に、海外で技術提携関係にある Allied Mineral Products (AMP) 社と、国内アルミニウム業界向けの不定形耐火物の独占販売契約を締結しました。AMPの豊富な商品ラインナップを活用し、5年後の2028年度には売上高20億円を目指します。
- ・ 今後もあらゆる機会を捉えて、アルミニウム業界にとどまらず、国内の未参入市場への進出を図っていきます。
- ・ 次に、2つ目の重点施策「海外ビジネスの強化・拡大」についてです。当社は、1997年の中国進出を皮切りに、インド・太平洋圏の主要市場全てに生産拠点を確保しています。
- ・ 第5次中計期間での最大の成果は、ブラジルのSRB社の買収です。サンゴバンブラジルの耐火物事業のM&Aにより、南米における初の耐火物生産拠点を確保しました。今後は設備増強や新商品生産体制の確立を進め、鉄鋼業界をはじめ非鉄セメント業界向けの事業拡大を図り、ブラジルにとどまらず、チリやアルゼンチンなど各諸国へのビジネス

---

ス拡大も推進したいと考えています。

- ・ こうした海外ビジネスの強化により、2023年度は海外売上高が435億円、海外売上高比率が30%となる見込みです。第5次中期経営計画の当初計画である海外売上高220億円、海外売上高比率20%からは、金額もパーセンテージも大幅に増えた数字となる見通しです。
- ・ ただし、当社はこの数字に満足していません。今後は耐火物セクターにとどまらず、断熱材、セラミックス、エンジニアリングの全セクターにおいて、海外事業を拡大していきたいと考えています。
- ・ 当社グループでは、セクターごとのビジョンと成長戦略に基づき、各セクターの成長と、セクター間の協業による事業展開を推進していきます。

## 5. 足元の業績と通期見通し

- ・ 2023年度第2四半期の決算ハイライトとして、国内粗鋼生産量の減少に伴い耐火物の販売数量は減少しましたが、高騰する原燃料・電力費に対する販売価格への転嫁が進んだこと、新たに加わった海外事業の業績が寄与したこと、および国内外への拡販活動等によって、売上高は過去最高となっています。
- ・ 損益面では、販売価格の改定による収益の改善以外に、販売構成の改善やコストダウン等によって、営業利益と経常利益ともに過去最高を達成しました。
- ・ 販売構成の改善については、商品のポートフォリオ等に注目して、低収益の製品よりも高収益の製品に重点を置くことを徹底し、今年度はその効果が出ています。
- ・ 親会社株主に帰属する四半期純利益についても、遊休土地の売却益等によって前期比105.7%増となり、過去最高となりました。
- ・ 次に、事業セグメント別の売上高についてです。耐火物セクターでは、ブラジルSRBの業績への寄与、販売価格の改定、国内外への拡販活動によって増収となっています。断熱材セクターについては、国内向けの断熱製品の販売増加に対し、海外の大型案件が昨年より減少したため、若干の減収となっています。セラミックスセクターは、今期より新たに加わった米国SSCAの業績が寄与したこと等によって増収となりました。エンジニアリングセクターも、工事案件の増加に伴い増収となっています。その他不動産については、ほぼ横ばいとなっています。
- ・ 事業セグメント別の営業利益についても、耐火物セクターは販売価格の改定や販売構成の改善によるスプレッド向上、さらにコストダウンが進んだことで増益となりました。断熱材セクターは売上高と同様の理由で若干の減益となっています。セラミックセクターも売上高と同様に、米国SSCAの業績への寄与等によって増益となりました。なお、エンジニアリングセクターについては、売上高が増収となりましたが、工事案件の構成差等によって減益となっています。その他不動産については、ほぼ横ばいとなっています。

- 
- ・ 次に、通期の業績見通しについてです。2023年度の事業環境は、国内の耐火物需要やエンジニアリング工事の減少、原料価格の高止まりや燃料・電力費・物流コストの上昇など、極めて厳しい事業環境となっています。しかし、当社は売上高が前年比16%増の1,450億円、経常利益は30.9%増の150億円を計画しており、過去最高業績の更新を目指しています。
  - ・ 引き続き、コストに見合った適正価格の設定や、販売構成の改善によるスプレッド向上、国内外への拡販活動、コストダウン等に取り組んでいきます。

## 6. 中長期展望と資本政策

- ・ 当社は、まず将来に企業があるべき姿を定めて、そこに到達できるような道筋を示していくことが重要だと考えています。そのため、2030年に向けた長期ビジョンからのバックキャストिंगによって、第6次中期経営計画を策定します。
- ・ 2024年度から始まる第6次中期経営計画では、ROICを重要な経営指標として位置付け、資本効率を重視した経営戦略を構築する予定です。それにより獲得した利益をベースに成長戦略を深化させ、企業価値の最大化を目指します。
- ・ さらに、企業価値の最大化によって得た成果は、さらなる成長への再投資と、ステークホルダーへの還元充実のための原資とします。その中で、株主還元については、配当性向と総還元性向の適正な水準を検討していきます。
- ・ 資本政策については、今中期経営計画の設備投資として140億円を計画していましたが、実際には計画を上回る153億円となる見込みです。
- ・ 設備投資の一番の柱は、西日本地区の赤穂工場への不定形耐火物の生産集約です。2024年1月に新プラントの試運転を開始し、4月には営業生産を開始する予定です。
- ・ 東日本地区においても、高炉各社の生産体制再編への対応として、不定形耐火物の生産を集約し、機能性耐火物において海外ビジネスのマザー工場化を視野に入れた生産ラインの最新鋭化を検討中です。
- ・ 株主還元については、2023年10月1日を効力発生日として、普通株式1株につき5株の割合で株式分割を実施しました。これは、株式流動性の向上および投資家層の拡大を目的としています。
- ・ さらに、2023年11月6日から2024年3月31日の期間で、自己株式の取得を実施中です。これは、1株当たりの価値向上による株式への利益還元の充実や、経営環境の変化に応じた積極的な資本政策の遂行を可能にすることを目的としています。
- ・ なお、資料に掲載している配当金の推移については、過去との比較を分かりやすくするために、全て株式分割後の1株当たり配当金の金額に統一しています。
- ・ 今後は従来の配当方針に加えて、自己株式の取得も含めた総還元性向の観点から、株主還元の充実を検討していきます。
- ・ 当社の株価と時価総額については、12月1日時点の終値で株価が1,713円、時価総額が

---

807 億円程度となっています。また、PBR は株価の上昇によって 1 倍近くになっています。PER は 5 倍台と低く、配当利回りは 4%程度です。

- ・ 株式分割の効果で足元の出来高が増加しており、来年度からの新 NISA の開始とともに、さらなる活性化を期待しています。
- ・ また、当社グループと耐火物の認知向上のために、コーポレートキャラクターとして、アライグマの「リフらくん」の活用を 2023 年 12 月より開始します。本日の説明会がリフらくんのデビューであり、今後はコーポレートキャラクターを通じた地域交流などで幅広く活用していくことを検討しています。
- ・ さらに、当社は工場がある地域を中心に、地域交流にも力を入れています。近年では、赤穂市民総合体育館のネーミングライツ・パートナー契約や、スポーツクラブへの協賛など、地域交流の規模が徐々に拡大しています。このような活動を通じて、今後も当社グループは社会と共に歩んでいきたいと思っています。

## 7. 質疑応答

Q1. ライバルとして意識している企業はありますか。また、それらの企業と比較した自社の強みや特徴についても教えてください。

A1. 当社は世界で 5 番目の売上高となる耐火物および断熱材の総合メーカーであるため、やはり当社より上に位置する 4 社を意識しています。最も売上高が大きいのは、オーストリアにある RHI マグネジッタ社 (RHI Magnesita) です。2 番目はイギリスのベスビアス社 (Vesuvius)、3 番目はスウェーデンのカルデリス社 (Calderys) であり、ヨーロッパ勢が強い状況です。そして 4 番目は、当社と同じ日本企業である黒崎播磨株式会社となります。

当社の強みは、耐火物に加えて、断熱材、セラミックス、エンジニアリングといった耐火物以外のセクターも持っていることです。グループの総合力として、4 つのセクターを組み合わせることができます。また、耐火物メーカーでモールドパウダーを同時展開しているのは当社のみとなり、これは非常に強みだと考えています。

Q2. 売上高と利益が過去最高を更新する予想ですが、好調の理由は何でしょうか。

A2. 2023 年度は増収増益の見通しであり、売上高および利益も過去最高を見込んでいる状況です。これには大きく分けて 2 つの理由があります。

一つは、昨年買収したブラジル SRB の効果が大きく、営業利益のうち約 20 億円が海外子会社による寄与となっています。

しかし、それよりも、原価上昇分を販売価格に転嫁して価格改定できたこと、および製品ポートフォリオを見直して製品の売上構成を変更してきたことが要因として大きいと考えています。また、日常活動として営業による拡販活動をはじめ、工場でのコストダウン活動といった地道な部分が当社の増収増益を支えています。

---

Q3. SMBC 日興証券が黒崎播磨の投資評価を「1」としたことで、黒崎播磨の株価が上昇しています。これに対して御社はどのように対応しますか。

A3. これは当社にとっても非常に大きなサプライズでした。SMBC 日興証券が黒崎播磨の評価を「1」に上げたのは、黒崎播磨が取り組むインドでのビジネスの成長性が高く評価されたことによると認識しています。

当社においても、インドに近い成長が見込めるブラジルを伸ばしていく施策を行っていきます。当社の強みは、耐火物、断熱材、セラミックス、エンジニアリングを合わせたトータルな多角的経営です。この強みを生かした成長戦略として、セクター間のコラボレーションをさらに強化することで、全体の売り上げを世界的に伸ばすとともに、各セクターの商品も伸ばしたいと考えています。

Q4. 御社と JFE の関係について教えてください。

A4. 当社の沿革の中で、2009 年に品川白煉瓦と JFE 炉材が合併しました。それを契機に、JFE スチール株式会社の当社の持ち株比率が現在 34%となり、当社は JFE スチールの持分法適用会社となっています。そのため、JFE スチールは当社の株主であると同時に、最も大きなお客さまとなります。

一時は JFE の売り上げが連結売上高の 40%以上で、50%に近い時期もありました。しかし、ブラジルの企業買収等があり、現在の当社の連結売上高に占める JFE の割合は、出資比率と同程度で約 3 分の 1 となっています。

依然として JFE は大きなお客さまではありますが、当社がさらに発展および成長するには、JFE 以外のお客さまへの販売を強化していく必要があります。そのため、売上高に占める JFE の比率が年々下がっていくことは、当社にとって良いことだと考えています。ただし、当然 JFE に対しては、従来同様に製品の安定供給やサービスの提供を続けていきます。

以上