

# ホリスティック企業レポート

せいぶぎけん

西部技研

## 6223 東証スタンダード

新規上場会社紹介レポート

2023年10月6日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済 20231005

## デシカント除湿機と VOC 濃縮装置等のグローバルメーカー 技術力を背景とした海外売上高比率や営業利益率の高さに特徴がある

アナリスト:大間知 淳 +81(0)3-6812-2521  
レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

### 【6223 西部技研 業種：機械】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2021/12	17,403	12.0	1,847	-	2,063	-	1,695	-	84.8	704.9	0.5
2022/12	24,890	43.0	4,604	149.2	4,783	131.8	3,908	130.5	195.6	955.8	0.5
2023/12 予	27,147	9.1	5,236	13.7	5,267	10.1	4,075	4.3	214.0	-	未定

(注) 1. 連結ベース。2023/12期予想は会社予想  
2. 2023年5月29日付けで1:100の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	3,100円 (2023年10月5日)	本店所在地
発行済株式総数	20,500,000株	福岡県古賀市
時価総額	63,550百万円	設立年月日
上場初値	2,687円 (2023年10月3日)	1965年7月22日
公募・売出価格	2,600円	代表者
1単元の株式数	100株	隈 扶三郎
		従業員数
		738人 (2023年7月)
		事業年度
		1月1日~12月31日
		定時株主総会
		毎事業年度末日の翌日から3か月以内

### > 事業内容

#### ◆ デシカント除湿機と VOC 濃縮装置等のグローバルメーカー

西部技研(以下、同社)は、デシカント除湿機や VOC 濃縮装置等を、スウェーデン、中国、アメリカ、ポーランド、韓国、ケニア等の子会社との緊密な連携のもと、約 50 カ国で販売するグローバルメーカーである。

同社は、九州大学工学部の研究助手であった隈利實氏が、大学勤務の傍ら、企業からの研究を受託する目的で 1962 年に設立した隈研究所を前身としている。その後、隈利實氏は、65 年に西部技術研究所(現同社)を設立し、72 年に商号を変更した。石油ショックを契機に新規事業を模索していた同社は、当時、海外で上市された全熱交換器<sup>注1</sup>の自社開発を目指し、研究に取り組んでいたところ、74 年にハニカム成形技術の確立に成功し、全熱交換器を商品化した。

ハニカム成形技術とは、シート状の素材と波形の素材を交互に積層接着したものであるハニカム積層体を成形する技術であり、積層体の断面が蜂の巣に似ていることからハニカムと呼ばれている。ハニカム積層体は、空気抵抗が低く、強度に優れ、表面積が広いという 3 つの特徴を持っている。同社のコア技術は、多くの素材をハニカム状に加工できることと、そのハニカムに様々な機能材を添着し、特別な機能を持たせることである。同社は、全熱交換器の商品化の後も、各種製品の心臓部となるハニカムロータ(回転体)に同社独自のコア技術を用いることで、デシカント除湿機や VOC 濃縮装置の開発・改良を実現している。同社グループでは、中国子会社やヨーロッパ子会社でもデシカント除湿機や VOC 濃縮装置の完成品の製造は行っているものの、中核部品であるロータの製造は日本だけで行っている。

(注1) 全熱交換器とは、換気装置の一種である。室内からの還気が屋外へ排気される際、還気が持つ熱と湿気(全熱)を蓄えた後、室外から取り入れた外気が全熱を受け取り、冬は予熱・加湿、夏は予冷・除湿されて室内に吸気されるという特徴を持つ。

同社の事業領域は空調事業の単一セグメントであるが、製品別には、デシカント除湿機、VOC濃縮装置、その他に分類されている(図表1)。

【図表1】製品別売上高の推移

(単位:百万円)

	製品別	21/12期		22/12期	
		金額	構成比	金額	構成比
売上高		17,403	100.0%	24,890	100.0%
	デシカント除湿機	9,938	57.1%	15,931	64.0%
	VOC濃縮装置	5,494	31.6%	6,539	26.3%
	その他	1,969	11.3%	2,419	9.7%

(注) 端数処理の関係で、製品別売上高の和は合計と必ずしも一致しない  
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

22/12期における製品別売上高構成比は、デシカント除湿機 64.0%、VOC濃縮装置 26.3%、その他 9.7%であった。

#### 1) デシカント除湿機

一般空調に用いられる除湿には、主に「冷却式」と「デシカント式(吸着式)」の2つの方式があるが、冷却式が空気中の水分を冷却し、結露させて除湿するのに対し、吸着式は湿気を吸湿材に吸着させて除湿している。デシカント除湿機は、シリカゲルやゼオライト等の吸着剤を用いて、ハニカム内部に湿気を吸着させて除湿しており、低温時や空気中に水分が少ない低露点<sup>注2</sup>環境においても効率的に除湿できるという特長を持っている。

(注2) 露点とは、ある温度の空気を冷却し続け、その水分を維持することができずに結露する温度のことを指す。

用途としては、最終製品の品質維持のため、製造工程で湿度コントロールを必要とする食品・製薬工場や、リチウムイオン電池製造工場、有機EL製造工場、低湿度倉庫、風力発電所等が挙げられる。中でも、近年、需要が急増している車載電池の製造では、そのほとんどの工程において-40℃露点以下の非常に低湿な環境が求められており、デシカント除湿機の最大の用途となっている。このような超低湿環境を省エネルギー性も加味して実現するには一般的な冷却式除湿機では実質的には不可能であり、現時点ではデシカント除湿機のみが有効な方式であると認識されている。

デシカント除湿機は、ハニカム積層体で作られた除湿ロータ、処理空気を送風する処理ファン、再生空気を送風する再生ファン、再生空気を高温にするための再生ヒーターで構成されている。同社は、デシカント除湿機本体を製造販売するだけでなく、ハニカム加工からロータ製造、モジュール製造を内製化しているほか、デシカント除湿機を用いたドライルームシステムの設計、設置工事も行っている。製品のライフサイクル期間においては、毎年のメンテナンスや、数年毎に実施されるロータ交換工事も行っている。

同社グループは、日本、中国、ヨーロッパでデシカント除湿機(完成品)を製造し、約 50 カ国の顧客に販売している。韓国では、同社が韓国子会社に供給したロータを用いて韓国の協力会社でモジュール製造を行い、現地顧客に販売している。北米では、主として欧州子会社が製品を供給している。

## 2) VOC 濃縮装置

VOC とは、Volatile Organic Compounds(揮発性有機化合物)の略語であり、浮遊粒子状物質、光化学オキシダント、悪臭等を発生する大気汚染物質である。VOC 濃縮装置は、塗装(自動車、造船等)、印刷、コーティング等の過程や、VOC を含む化学物質や原材料を使用する製造工場から排出されるベンゼンやトルエンといった有害な VOC のみを VOC 吸着ロータに吸着・濃縮し、効率的な処理を行い、排ガスを浄化する環境保全装置である。

同社は、88 年に世界に先駆けてゼオライトを用いた VOC 濃縮ロータの商品化に成功し、VOC 濃縮装置の販売を開始した。従来は塗装や印刷工程向けが中心であったが、近年、半導体製造やバッテリー製造等の多様な用途に需要が拡大しており、現在は半導体と自動車塗装向けが多くなっている。

VOC 濃縮装置は、ハニカム積層体で作られた VOC 濃縮ロータ、ロータ回転駆動装置、ロータ内の処理・再生ゾーンで構成されている。ロータ内の処理ゾーンに運ばれてきた VOC は、ロータ内に含浸された吸着剤(疎水性ゼオライト)によりロータ内に吸着され、処理ゾーン出口から清浄化されて排出される。

一方、吸着された VOC は、ロータの回転機構によって処理ゾーンから再生ゾーンに運ばれ、逆方向から送風された小風量の高湿再生空気によりロータから脱着し、10~20 倍に濃縮された VOC ガスが、VOC 濃縮装置に接続された酸化分解燃焼装置に運ばれ、水と炭酸ガスに分解、清浄化される。低濃度の VOC ガスを直接燃焼するには、大型の燃焼装置と、大量の燃焼エネルギーを必要とするが、VOC 濃縮装置の導入により、燃焼装置の小型化と省エネルギー化が可能となっている。

同社グループは、VOC 濃縮装置(モジュール)を約 30 カ国の顧客(VOC 除去システムメーカー)に販売している。同社単体と中国子会社は製造販売しているが、韓国、北米、ヨーロッパでは、現地子会社が日本から輸入して販売している。韓国では、同社が韓国子会社に供給したロータを用いて韓国の協力会社でモジュール製造を行い、現地顧客に販売している。

## 3) その他

同社は、上記の主力製品のほか、74 年に商品化した全熱交換器の製造販売も継続している。顧客としては、一般事務所ビルや、研究施設、病院、ホ

テル、学校、船舶、プール等が挙げられる。その他の売上高には家庭用のエアコンや冷蔵庫向けハニカムフィルター等の販売も含まれている。

#### ◆ 85年からグローバル展開を本格的に開始した

同社は、85年に、デシカント除湿機メーカーであったスウェーデンの DST Sorptionsteknik AB と業務提携契約を締結し、ヨーロッパでのハニカムロータの販売を本格的に開始した。93年には、DST Sorptionsteknik AB の全株式を取得し、商号を Seibu Giken DST AB(以下、SG DST)に変更した。

その後も、米国で、01年に同社が、12年にはSG DSTが各々子会社を設立したほか、中国でも、07年に同社が、09年にはSG DSTが各々子会社を設立した。また、SG DSTは、ポーランド(13年)やケニア(17年)にも子会社を設立したほか、同社は19年に韓国子会社を設立している。

22/12期において、単体業績は、売上高10,912百万円、経常利益913百万円、当期純利益701百万円であった。一方、主に欧州でのデシカント除湿機等の製造・販売を担当するSG DSTの業績は、売上高3,786百万円、経常利益1,471百万円、当期純利益1,368百万円と、収益性が極めて良好である。

中国でのデシカント除湿機の製造・販売を担当するSG DSTの中国子会社の業績は、売上高7,308百万円、経常利益2,088百万円、当期純利益1,782百万円と、同社グループの中で最大の利益水準を誇る。ハイエンド製品を直販していることや、ロータ以外の部材を現地で安価に調達できること等が要因である。また、中国でのVOC濃縮装置の製造・販売を担当する同社の中国子会社の業績は、売上高5,099百万円、経常利益932百万円、当期純利益812百万円であり、単体よりも収益性が高くなっている。

#### ◆ 中国を中心に海外売上高比率は約8割に達している

デシカント除湿機的主要販売先であるリチウムイオン電池産業は、中国が首位、北米が2番目となっているが、自動車のEV化に伴い、更なる投資が見込まれている。一方、VOC濃縮装置においては、近年では特に、厳格なVOC排出規制が施行された中国と韓国において需要が急増している。現在の市場規模は、中国が最も大きく、韓国、ヨーロッパ、台湾、北米が続いている。

結果として、22/12期の地域別売上高構成比は、中国45.2%、日本20.1%、その他アジア(韓国、台湾、タイ、インド、マレーシア等)16.3%、ヨーロッパ12.6%、北米4.8%、その他1.0%となっており、海外売上高比率は79.9%に達している(図表2)。

23/12期第2四半期累計期間(以下、上期)についても、北米の構成比が

11.9%に上昇する等、海外売上高比率は 81.2%となっている。EV や、高性能半導体の世界市場の拡大が見込まれる中、関連する設備投資については、海外での投資規模が国内を大きく上回ることから、同社グループは需要拡大の好機と認識している。

【 図表 2 】 地域別売上高の推移

(単位：百万円)

	地域別	21/12期		22/12期		23/12期上期	
		金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
売上高		17,403	100.0%	24,890	100.0%	12,610	100.0%
	中国	7,021	40.3%	11,255	45.2%	5,443	43.2%
	日本	4,566	26.2%	4,995	20.1%	2,373	18.8%
	その他アジア	2,646	15.2%	4,046	16.3%	1,758	13.9%
	ヨーロッパ	2,088	12.0%	3,134	12.6%	1,418	11.2%
	北米	932	5.4%	1,202	4.8%	1,501	11.9%
	その他	147	0.8%	257	1.0%	116	0.9%

(注) 端数処理の関係で、地域別売上高や同構成比の和は合計と必ずしも一致しない  
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 営業利益率や EBITDA マージンを重視している

同社グループは、継続的な事業の拡大を通じて企業価値の向上を目指しており、収益性の重要指標(KPI)として、営業利益率や EBITDA マージンを挙げている。厳しい経営環境に直面した際にも、EBITDA マージンを注視しつつ、グローバルメーカーとして、必要な設備投資を継続する方針を掲げている。

22/12 期においては、売上総利益率の上昇等に伴い、営業利益率は前期比 7.9%ポイント改善の 18.5%となった。EBITDA マージンも同 6.8%ポイント改善の 22.1%と、高水準を確保している(図表 3)。

【 図表 3 】 KPI の推移

	21/12期	22/12期	23/12期上期
営業利益率 (%)	10.6	18.5	17.1
EBITDAマージン (%)	15.3	22.1	20.5

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

同社は、国内外の工場等で継続的に設備投資を実施しており、22/12 期末の有形固定資産は 8,181 百万円と、総資産の 26.3%を占めている。しかし、22/12 期においては、設備投資は 905 百万円と減価償却費 896 百万円をわずかに上回る水準に過ぎず、大きな負担とはなっていない。

なお、同社は、新規上場時の公募増資や自己株式の処分によって調達した資金のうち、2,979 百万円を宗像新工場(デンカント除湿機関連)の関連資金(23/12 期: 土地購入 310 百万円、24/12 期: 新工場建設 1,200 百万円、

25/12 期:機械装置購入 1,469 百万円)、291 百万円を同社第一工場(除湿ロータ製造)の機械装置購入資金(23/12 期:145 百万円、24/12 期:146 百万円)、370 百万円を工場の増設を予定するポーランド子会社への投融資(23/12 期)に充当する計画を公表している。

◆ **海外展開によって、高い営業利益率と低い法人税等の負担率を両立**  
22/12 期における単体の売上総利益率は 27.5%であった。製造原価明細書によると、売上高材料費が 38.3%、売上高経費率が 26.9%(うち、売上高外注費率 15.1%、売上高減価償却費率 4.8%)、売上高労務費率が 10.9%と、変動費である材料費や外注費の割合が高くなっている。

一方、連結の売上総利益率は 40.4%と、単体数値を大幅に上回っている。中国等の海外市場において、競争優位性により、高い販売価格を維持できていることに加え、海外子会社では減価償却費や労務費、動力費等の負担が単体よりも軽いこと等が要因となっている。

22/12 期における連結の販売費及び一般管理費(以下、販管費)は 5,444 百万円であり、販管費率は 21.9%にとどまっている。内訳としては、給料諸手当が 1,810 百万円、運賃が 590 百万円、研究開発費(植物向け二酸化炭素供給装置や植物ハウス向け全熱交換装置の製品化、燃焼排ガスからの二酸化炭素回収装置や酸素濃縮装置の開発等)が 276 百万円等であり、運賃以外は固定費が多いと推測される。売上総利益率の高さにより、営業利益率は 18.5%と高水準となっている。

同社の法定実効税率は 34.3%であるが、22/12 期における法人税等の負担率は 17.9%と低い。経常利益が大きい中国子会社 2 社やスウェーデン子会社における現地の法人税率が日本よりも低いことや、中国子会社において優遇税制の適用を受けていることがその主な理由である。高い営業利益率と低い法人税等の負担率を背景に、22/12 期の自己資本利益率は 24.5%と高水準を確保している。

同社の 22/12 期末における自己資本比率は 57.1%であった。有利子負債(リース負債を含む)は 54 億円と少なくないが、現金及び預金の残高(98 億円)を下回っており、財務体質は健全である。

なお、同社は、日本の VOC 除去システムメーカーや、中国・韓国等の大手電池メーカー等、様々な業種の企業と取引をしているが、顧客は世界中に分散しており、売上高の 10%以上を占める大手顧客は存在していない。

## > 特色・強み

◆ **技術力を基にした海外売上高比率や営業利益率の高さに特徴がある**  
同社の特色及び強みの多くは、技術力を背景にした海外売上高比率や営業利益率の高さ等に関係している。

具体的には、(1)ニッチ市場であるデシカント除湿機やVOC濃縮装置において、世界的な有力プレーヤーであること、(2)80年代から開始した海外展開により、現在約50カ国に販売網を構築しており、海外売上高比率が約8割、中でも中国向けが約4割と高いこと、(3)急拡大が見込まれる電池市場と半導体市場に主力製品を供給していること、(4)機器の製造から販売、メンテナンス、部品の交換工事までを一貫して手掛けていること、(5)高い技術力を持つハニカムロータの製造等では、特許情報の公開を回避するため、戦略的に出願しない方針を持つ等、先進的な知財戦略を採用していること、(6)高い営業利益率と低い法人税等の負担率を背景に、高水準の自己資本利益率を確保していること等が特色及び強みとして挙げられる。

## > 事業環境

### ◆ 重要用途である蓄電池と半導体の世界市場は拡大が見込まれている

デシカント除湿機は、用途が多岐にわたり、従来、食品製造、製薬、倉庫や輸送を含むロジスティック関連、発電所等で利用されてきたが、世界の人口増加と高齢化に伴い、食品及び製薬産業での安定的な成長が見込まれている。また、近年はリチウムイオン電池製造等での需要が本格化している。経済産業省が公表した21年7月の資料によれば、リチウムイオン電池を含む蓄電池の世界市場は、19年の約5兆円から、30年に約40兆円、50年には約100兆円に拡大すると予測されている。

VOC濃縮装置は、自動車や船舶の塗装、半導体の製造、グラビア印刷の工程等で発生するVOCやVOCを含む原材料を扱う生産拠点等で必要とされている。同社によれば、厳格なVOC排出規制が施行された中国や韓国で近年需要が急増した結果、中国が最大の市場となっており、韓国、ヨーロッパ、台湾、アメリカがそれに続いている。分野別で重要なエンドマーケットである世界の半導体関連市場は、経済産業省が21年3月に公表した資料によれば、18年の54兆円から30年には100兆円に成長すると予測されている。

### ◆ 競合

同社によれば、デシカント除湿機においては、各地域のローエンド市場では、中国企業や欧米新興企業、ニチアス(5393 東証プライム)等、多数の企業が参入している一方、グローバルハイエンド市場ではプレーヤーは少なく、同社は、トップ企業であるMunters(スウェーデン)に次ぐ地位を占めている。地域別では、米国においてはMuntersが圧倒的に強いが、中国においては両社のシェアが拮抗している模様である。

VOC濃縮装置のグローバルハイエンド市場においては、市場拡大を見据えて、生産能力を増強した同社がトップシェアを確保しており、ニチアスやMuntersを引き離している模様である。なお、同社は、VOC濃縮装置において、14年に経済産業省が実施した「グローバルニッチトップ企業100選」に選定されている。



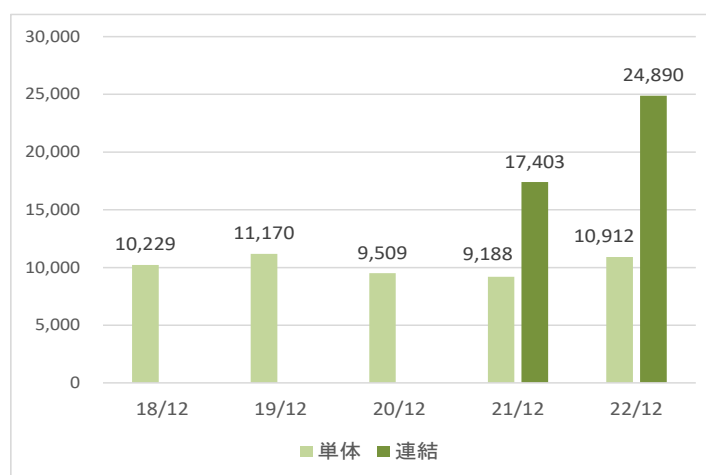
> 業績

◆ 過去の業績推移

届出目論見書には、同社の設立後 54 期目にあたる 18/12 期からの業績が記載されている。単体売上高については、18/12 期及び 19/12 期は、デシカント除湿機を用いたドライルームの設計、設置工事等の大型案件を複数獲得し、100 億円を超える活況となった。20/12 期及び 21/12 期は、コロナ禍で大型案件の中止や延期が相次ぎ、低調に推移した。22/12 期は、国内売上高の回復と、海外での旺盛な需要を背景に、ロータや VOC 濃縮装置のモジュールの輸出が急拡大したため、大幅増収となった。18/12 期と 22/12 期の比較では、単体売上高は年平均 1.6%の増加にとどまった(図表 4)。

【 図表 4 】 売上高推移

(単位: 百万円)



(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

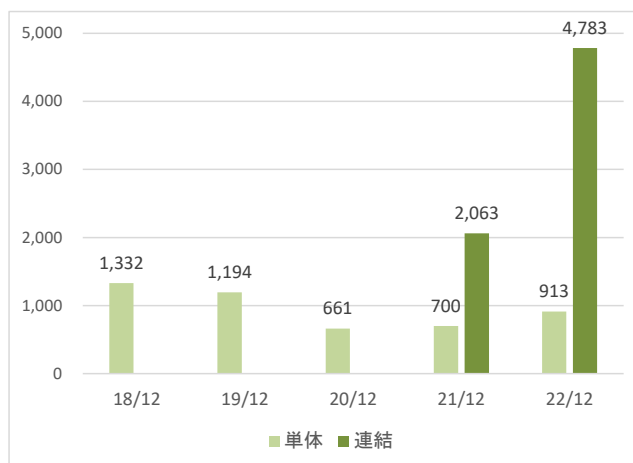
同社は、93 年のスウェーデン子会社買収を皮切りに、米国や中国での子会社設立等、海外展開を進めてきたため、過去から連結売上高は単体売上高を大きく上回って推移していたと推測される。売上高の連単倍率は、連結決算が開始された 21/12 期が 1.9 倍、22/12 期が 2.3 倍となっている。

一方、単体経常利益については、18/12 期は、好採算の大型案件の貢献により、1,332 百万円と過去最高益となったものの、従業員の増加に伴う人件費の増加や売上高の減少により、20/12 期から 21/12 期に掛けては低水準で推移した。22/12 期は、増収効果に伴う営業利益率の改善により、大幅増益となった。過去最高益を記録した 18/12 期と 22/12 期の比較では、単体経常利益は年平均 9.0%減少した(図表 5)。

連結経常利益についても、海外売上高比率や連結子会社の利益率が高いため、過去から単体を大幅に上回っていたと見られる。経常利益の連単倍率は、21/12 期が 2.9 倍、22/12 期が 5.2 倍であった。なお、22/12 期末の単体従業員数は、18/12 期末の 264 名から 335 名に増加した。連結ベースでは同様

の期間での従業員数の推移が開示されていないが、直近では 21/12 期末の 675 名から 22/12 期末には 720 名へと単体と同ペースでの増加となっている。

【 図表 5 】 経常利益推移 (単位: 百万円)



(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 22 年 12 月期業績

22/12 期業績は、売上高 24,890 百万円(前期比 43.0%増)、営業利益 4,604 百万円(同 149.2%増)、経常利益 4,783 百万円(同 131.8%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 3,908 百万円(同 130.5%増)であった(図表 6)。

【 図表 6 】 21 年 12 月期以降の業績

	内訳	21/12期		22/12期			23/12期2Q累計	
		金額 (百万円)	構成比 (%)	金額 (百万円)	構成比 (%)	前期比 (%)	金額 (百万円)	構成比 (%)
売上高		17,403	100.0	24,890	100.0	43.0	12,610	100.0
	デシカント除湿機	9,938	57.1	15,931	64.0	60.3	-	-
	VOC濃縮装置	5,494	31.6	6,539	26.3	19.0	-	-
	その他	1,969	11.3	2,419	9.7	22.8	-	-
売上原価		11,155	64.1	14,841	59.6	33.1	7,195	57.1
売上総利益		6,247	35.9	10,049	40.4	60.8	5,414	42.9
販売費及び一般管理費		4,400	25.3	5,444	21.9	23.7	3,258	25.8
	給料諸手当	1,242	7.1	1,810	7.3	45.7	1,096	8.7
	運賃	503	2.9	590	2.4	17.3	352	2.8
	研究開発費	269	1.5	276	1.1	2.6	136	1.1
営業利益		1,847	10.6	4,604	18.5	149.2	2,156	17.1
経常利益		2,063	11.9	4,783	19.2	131.8	2,287	18.1
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益		1,695	9.7	3,908	15.7	130.5	1,818	14.4

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

製品別売上高については、デシカント除湿機は、15,931 百万円(前期比 60.3%増)となった。特に、中国や北米、日本での電池分野の需要が大幅に伸びた模様である。VOC 濃縮装置は、台湾や韓国での半導体分野に加え、中国での自動車塗装分野等の拡大により、6,539 百万円(同 19.0%増)となった。その他は 2,419 百万円(同 22.8%増)となった。

地域別売上高については、日本 4,995 百万円(前期は 4,566 百万円)、中国 11,255 百万円(同 7,021 百万円)、その他アジア 4,046 百万円(同 2,646 百万円)、ヨーロッパ 3,134 百万円(同 2,088 百万円)、北米 1,202 百万円(同 932 百万円)、その他 257 百万円(同 147 百万円)であった。

売上総利益率は、21/12 期の 35.9%から 40.4%に上昇した。利益率が高いハイエンドの電池分野の売上高構成比が高まったことや、円安に伴い、採算が改善したこと等が利益率上昇の要因である。

販管費は、給料諸手当等の拡大により、前期比 23.7%増加したものの、販管費の伸びは増収率を下回ったため、販管費率は前期の 25.3%から 21.9%に低下した。売上総利益率と販管費率が共に改善したため、営業利益率は 18.5%と、前期比 7.9%ポイント上昇した。

#### ◆ 23 年 12 月期上期業績

23/12 期上期業績は、売上高 12,610 百万円、営業利益 2,156 百万円、経常利益 2,287 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益 1,818 百万円であった。

地域別売上高は、日本 2,373 百万円、中国 5,443 百万円、その他アジア 1,758 百万円、ヨーロッパ 1,418 百万円、北米 1,501 百万円、その他 116 百万円であった。前通期との比較では、電池分野の大型案件の貢献により、北米の構成比が高まっている。

売上総利益率は、前通期の 40.4%から 42.9%に上昇した。中国での電池分野の高採算案件等が貢献した模様である。一方、販管費率は、単体や一部の海外子会社での人員増等に伴い、人件費の負担が高まったこと等により、前通期の 21.9%から 25.8%に上昇した。結果、営業利益率は 17.1%と、前通期比 1.4%ポイント悪化した。

#### ◆ 23 年 12 月期の会社計画

23/12 期の会社計画は、売上高 27,147 百万円(前期比 9.1%増)、営業利益 5,236 百万円(同 13.7%増)、経常利益 5,267 百万円(同 10.1%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 4,075 百万円(同 4.3%増)である。

製品別売上高については、デシカント除湿機は 16,815 百万円(前期比 5.5%増、国内外の電池分野の拡大)、VOC 濃縮装置は 7,523 百万円(同 15.0%増、国内外の電池分野の拡大)、その他は 2,809 百万円(同 16.1%増)を見込んでいる。

売上原価は 15,450 百万円(前期比 4.1%増)、売上総利益は 11,697 百万円(同 16.4%増)を見込んでいる。中国子会社が受注した大手グローバルメーカー向けの大型案件の貢献により、売上総利益率の改善を想定している。一方、販管費については、人件費 3,373 百万円(同 27.0%増)、運賃 724 百万円(同 22.5%増)と想定し、6,461 百万円(同 18.7%増)を見込んでいる。

営業外収益は 143 百万円(前期比 43.3%減)、営業外費用は 111 百万円(同 54.2%増、上場関連費用や為替差損の計上等)を見込んでいる。また、特別損失は 48 百万円(同 128.6%増、中国子会社での訴訟関連費用等)を見込んでいる。

## > 経営課題/リスク

### ◆ グローバル人材の採用と育成等が経営課題

同社は、本社を福岡県に置いていることや、世界各国で事業を展開していることから、グローバルに活躍できる人材(日本人及び外国人)の採用と育成等が重要な課題であると認識している。

### ◆ 海外展開(特に中国)に伴うリスク

同社グループは、グローバルに事業展開しているため、海外諸国の経済動向、社会情勢及び地政学的リスク等の影響を受けている。特に、売上高構成比が 45.2%(22/12 期)に達している中国において、景気の悪化や社会情勢の混乱、地政学的リスクの顕在化等が生じた際は、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

### ◆ 特定分野の設備投資に対する依存について

同社グループは、主力製品であるデシカント除湿機と VOC 濃縮装置を様々な業界に提供しているが、デシカント除湿機はリチウムイオン電池製造、食品製造、製薬、VOC 濃縮装置は半導体製造、自動車塗装への依存度が高く、当該分野の設備投資の影響を強く受けている。これらの業界の設備投資が世界中で同時に落ち込んだ場合、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

### ◆ 大株主の株式売却リスク

隈扶三郎代表取締役社長は、資産管理会社による保有分を含めて、公募増資や売出しを実施した上場時点でも、同社株式の 39.0%を保有している。同氏は、安定株主として同社株式の保有を継続すると見られるが、将来、同社株式の全部、または、一部を売却する場合、同社の株価に影響を及ぼす可能性がある。

【 図表 7 】 財務諸表

損益計算書	2021/12		2022/12		2023/12 2Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	17,403	100.0	24,890	100.0	12,610	100.0
売上原価	11,155	64.1	14,841	59.6	7,195	57.1
売上総利益	6,247	35.9	10,049	40.4	5,414	42.9
販売費及び一般管理費	4,400	25.3	5,444	21.9	3,258	25.8
営業利益	1,847	10.6	4,604	18.5	2,156	17.1
営業外収益	296	-	252	-	173	-
営業外費用	80	-	72	-	41	-
経常利益	2,063	11.9	4,783	19.2	2,287	18.1
税引前当期(四半期)純利益	2,126	12.2	4,762	19.1	2,251	17.9
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	1,695	9.7	3,908	15.7	1,818	14.4

貸借対照表	2021/12		2022/12		2023/12 2Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	17,008	66.3	22,178	71.3	24,376	72.1
現金及び預金	7,674	29.9	9,803	31.5	10,712	31.7
売上債権	5,111	19.9	7,174	23.1	7,201	21.3
棚卸資産	4,016	15.7	4,668	15.0	5,927	17.5
固定資産	8,633	33.7	8,926	28.7	9,449	27.9
有形固定資産	7,891	30.8	8,181	26.3	8,668	25.6
無形固定資産	353	1.4	299	1.0	268	0.8
投資その他の資産	389	1.5	445	1.4	512	1.5
総資産	25,642	100.0	31,105	100.0	33,826	100.0
流動負債	8,145	31.8	10,534	33.9	11,163	33.0
買入債務	2,866	11.2	3,800	12.2	3,745	11.1
短期借入金	750	2.9	1,690	5.4	2,140	6.3
1年内返済予定の長期借入金	1,373	5.4	1,158	3.7	1,055	3.1
固定負債	3,399	13.3	2,822	9.1	2,264	6.7
長期借入金	2,956	11.5	2,045	6.6	1,535	4.5
純資産	14,097	55.0	17,748	57.1	20,398	60.3
自己資本	14,097	55.0	17,748	57.1	20,398	60.3

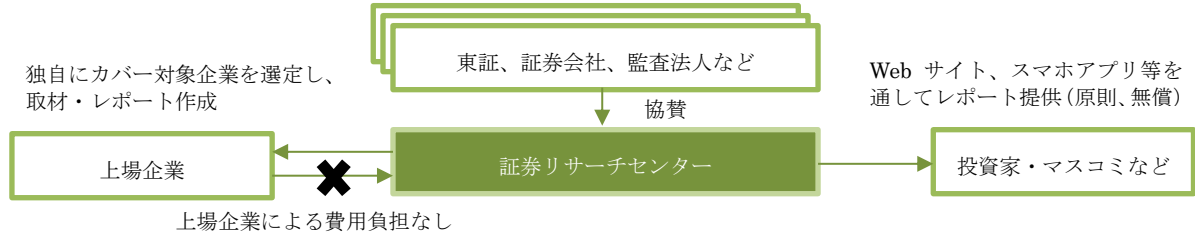
キャッシュ・フロー計算書	2021/12		2022/12		2023/12 2Q累計	
	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	3,396	3,349	1,396			
減価償却費	817	896	430			
投資キャッシュ・フロー	268	-595	-601			
財務キャッシュ・フロー	-876	-818	-207			
配当金の支払額	-10	-10	-9			
現金及び現金同等物の増減額	3,032	2,128	975			
現金及び現金同等物の期末残高	7,388	9,517	10,492			

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

## 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
太陽有限責任監査法人  
PwC 京都監査法人  
監査法人 A&A パートナーズ  
株式会社プロネクサス

SMB C日興証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
有限責任監査法人トーマツ  
いちよし証券株式会社  
仰星監査法人  
日本証券業協会

大和証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
株式会社SBI証券  
Jトラストグローバル証券株式会社  
監査法人アヴァンティア  
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社  
株式会社ICMG  
三優監査法人  
宝印刷株式会社

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。