

# ホリスティック企業レポート

サ  
ン  
エ  
イ  
**SANEI**

## 6230 東証スタンダード

アップデート・レポート  
2024年7月5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 20240702

## SANEI(6230 東証スタンダード)

発行日: 2024/7/5

差別化戦略を採り続ける給水栓や給排水金具等の水まわり製品の専門メーカー  
25年3月期も販売価格上昇効果による増収増益の会社計画

## &gt; 要旨

## ◆ 会社概要

・SANEI(以下、同社)は、給水栓や給排水金具、継手、配管部材等の水まわり製品の専門メーカーで、売上高の多くが住宅向けである。

## ◆ 24年3月期決算

・24/3期決算は、売上高27,532百万円(前期比3.6%増)、営業利益1,975百万円(同117.9%増)となった。新設住宅着工戸数の減少により数量は伸び切れなかったものの、販売価格改定が想定以上に浸透し、売上総利益率の改善を伴って、上方修正後の利益を上回る増益となった。

## ◆ 25年3月期業績予想

・25/3期業績について、同社は、売上高28,500百万円(前期比3.5%増)、営業利益2,040百万円(同3.3%増)を計画している。  
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、25/3期の売上高については会社計画と同額の28,500百万円(前期比3.5%増)、営業利益は会社計画を若干上回る2,092百万円(同5.9%増)と予想した。前期に引き続き、販売価格改定効果が増収増益を牽引するものとし、売上高営業利益率は前期比0.1%ポイント上昇の7.3%と予想した。

## ◆ 今後の注目点

・当センターでは、26/3期は前期比4.4%増収、27/3期は同4.2%増収となり、売上高営業利益率は26/3期7.4%、27/3期7.5%へ上昇していくと予想した。  
・販売価格改定による業績拡大への貢献は25/3期で一巡すると見られ、今後は、同社が目指す、非住宅市場におけるシェアの拡大、ブランド力の更なる向上、水まわりにおける住空間全体のトータル提案の具体的な成果が表れるかどうか焦点となってくると考えられる。当センターでは、その試金石として、海外ブランドとの競争下において案件が獲得できるかどうか引き続き注目していきたい。

## 【6230 SANEI 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)
2023/3	26,564	15.5	906	-38.6	906	-39.3	630	-36.9	275.4	5,187.3	96.0
2024/3	27,532	3.6	1,975	117.9	1,973	117.8	1,348	113.9	589.1	5,734.6	108.0
2025/3 CE	28,500	3.5	2,040	3.3	2,040	3.4	1,400	3.8	611.6	-	110.0
2025/3 E	28,500	3.5	2,092	5.9	2,123	7.6	1,456	8.0	636.1	6,519.9	110.0
2026/3 E	29,750	4.4	2,216	5.9	2,251	6.1	1,544	6.1	674.6	7,083.8	112.0
2027/3 E	31,000	4.2	2,337	5.5	2,376	5.5	1,630	5.5	712.1	7,683.0	114.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

2022/3期より「収益認識に関する会計基準」適用。2022/3期の前期比は「収益認識に関する会計基準」前の2021/3期の金額との比較

## アップデート・レポート

2/17

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

アナリスト: 藤野敬太  
+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

## 【主要指標】

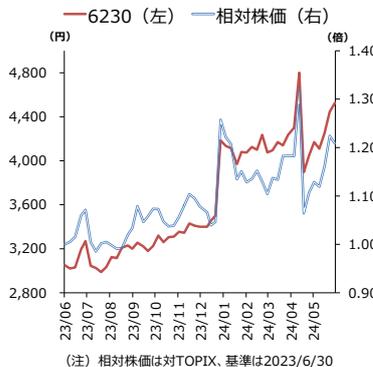
	2024/6/28
株価 (円)	4,525
発行済株式数 (株)	2,289,000
時価総額 (百万円)	10,357

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	7.7	7.1	6.7
PBR (倍)	0.8	0.7	0.6
配当利回り (%)	2.4	2.4	2.5

## 【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	8.5	11.0	48.4
対TOPIX (%)	7.1	9.4	20.8

## 【株価チャート】



## > 事業内容

### ◆ 給水栓等の水まわり製品の専門メーカー

SANEI（以下、同社）は、給水栓や給排水金具、継手、配管部材等の水まわり製品の専門メーカーである。

給水栓とは、上水道等の給水管の末端に取り付ける単水栓、湯水混合水栓、止水栓、ボールタップ、洗浄弁、洗浄水栓等の総称である。給水栓があることで、水の出し止め（吐水、止水）や、湯と水の流量調節を行うことができる。

同社は、社歴は長いものの、業界内では後発である。そのため、同社は、他社にはない製品を開発、提供していくことで、差別化を図ってきた。たとえば、今では当たり前に使われているシャワー付湯水混合水栓は、同社が日本で最初に製造、販売した製品である。

また、初期は部品単品のメーカーであったが、水まわりのインフラ全体に製品の対象を広げてきた。今では浴室等の水まわり空間全体を対象とした製品群の提供を志向するようになっている。

### ◆ 商品・製品の売上高が大半

同社グループは水栓金具事業の単一セグメントだが、売上高は、商品・製品売上高、修理売上高、設置・取付売上高の3つの収益区分に分けられている。大半が商品・製品の販売によるものである（図表1）。

【図表1】収益区分別売上高

(単位:百万円)

収益区分	売上高(外部顧客への売上高)									
	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	前期比			売上構成比		
					22/3期	23/3期	24/3期	22/3期	23/3期	24/3期
商品・製品売上高	—	22,816	26,214	27,255	—	14.9%	4.0%	99.2%	98.7%	99.0%
修理売上高	—	118	137	142	—	16.6%	3.3%	0.5%	0.5%	0.5%
設置・取付売上高	—	64	212	135	—	227.2%	-36.5%	0.3%	0.8%	0.5%
合計	22,182	22,999	26,564	27,532	3.7%	15.5%	3.6%	100.0%	100.0%	100.0%

(注) 22/3期から「収益認識に関する会計基準」を適用。収益区分別売上高は22/3期から開示(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

## > ビジネスモデル

### ◆ 事業コンセプトと製品の特徴

水栓金具の業界の企業が採りうる事業展開の戦略は、以下の2つに大別される。

- (1) 汎用品の大量生産(コスト・リーダーシップ戦略)

(2) 高付加価値化による差別化 (差別化戦略)

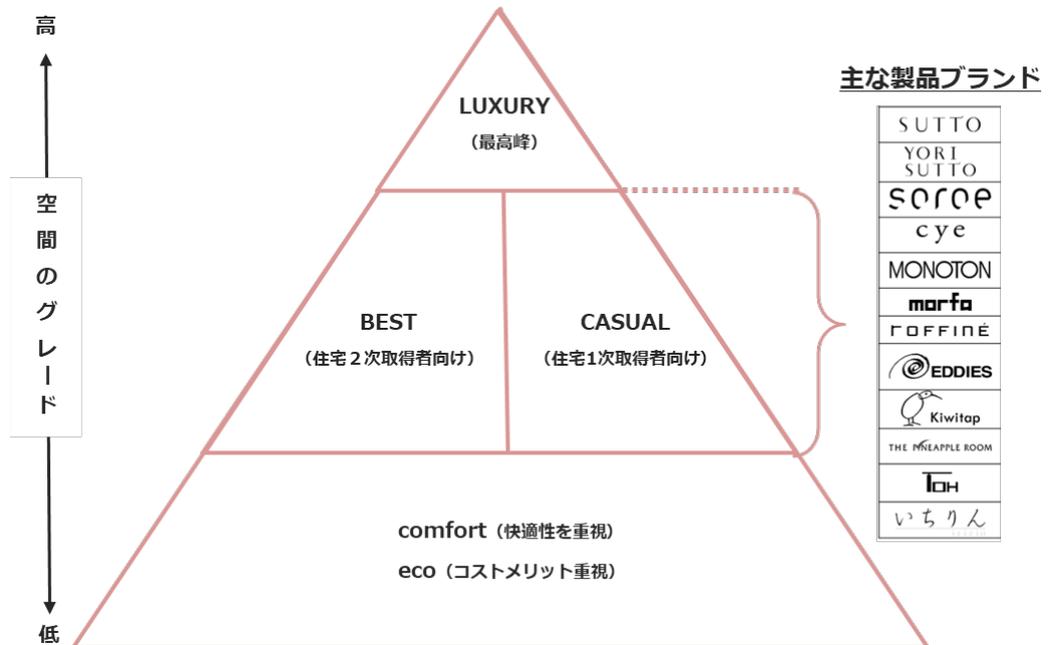
業界では後発となる同社は、初期の頃より、(2) の高付加価値化による差別化戦略を採ってきた。

こうした経緯から、プロダクトデザイナーや空間デザイナーとの協業のもと、従来とは異なる水栓の使い方を提案する形での製品提供を強みとしている。その結果、同社は訴求するコンセプトやデザイン、特徴的な機能ごとに製品ブランドを立ち上げ、育成してきている。

同社の製品は主に住宅向けに提供されている。同社の製品ブランドを、対象となる住宅等の空間のグレード別に分類したものが図表 2 である。

ボリュームゾーンである「comfort」領域と「eco」領域については、ノーブランドで展開している。一方、「comfort」領域と「eco」領域より上位の空間グレードである「BEST」領域 (住宅 2 次取得者向け) 及び「CASUAL」領域 (住宅 1 次取得者向け) においては、製品ブランドを前面に出して展開している。「LUXURY」領域はハイエンドな住宅やホテル等を対象としており、これから開拓していく領域である。この領域については、今後、新たな製品ブランドを立ち上げていく方針としている。

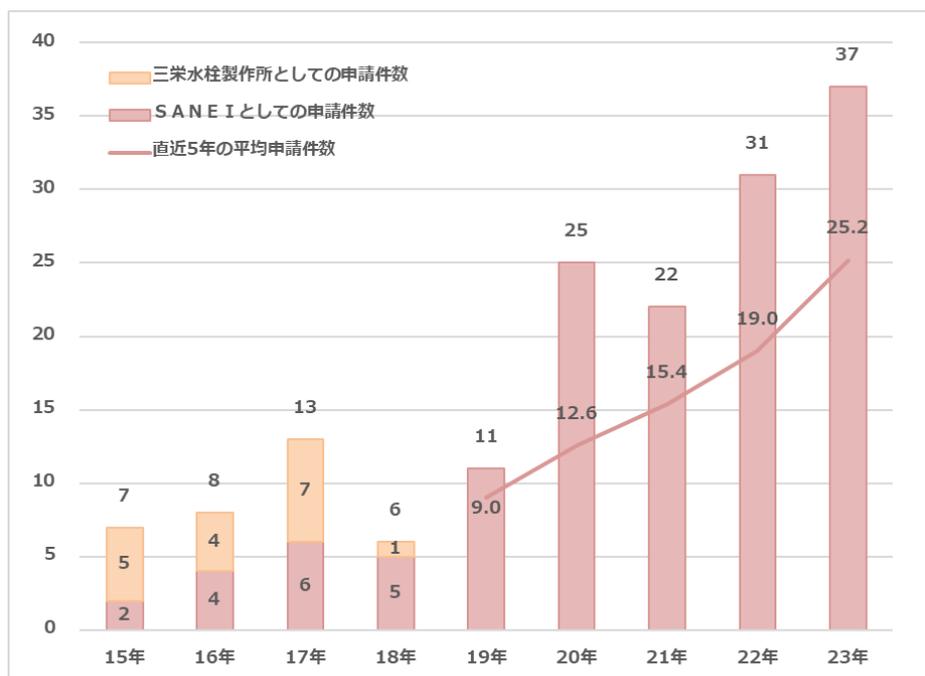
【図表 2】SANEI の製品ブランドのマッピング



(注) 「主な製品ブランド」は有価証券報告書に記載の製品ブランドでこれですべてではない (出所) 有価証券報告書、会社資料、ヒアリングより証券リサーチセンター作成

提案型の製品ブランドを重視した展開を行うにあたって、機能開発やデザイン制作が重要となってくる。「特許情報プラットフォーム」で「SANEI」及び「三栄水栓製作所」で検索した特許・実用新案の申請数の推移を図表3に表した。20年に20件を上回る25件を申請し、21年22件、22年31件、23年37件と申請件数は有意に増加しており、機能開発を積極的に行っている様子がうかがえる。

【 図表 3 】 特許・実用新案の申請数の推移



(出所)「特許情報プラットフォーム」での検索結果より証券リサーチセンター作成

◆ 4つの販売ルート

同社の製品は、管工機材、リテール、メーカー、海外・その他の4つのルートを経由して販売されている。21/3期までは、販売ルート別に区分した売上が開示されていたが、22/3期以降は金額の開示はなくなっている(図表4)。それでも、水まわり資材を取り扱う管材店及び建設会社を経由する管工機材ルートと、量販店(ホームセンター、百貨店、大手スーパー、大型雑貨店等)で販売される製品を提供するリテールルートが中心であることに変わりはない。

【 図表 4 】 販売ルート別売上高

(単位：百万円)

販売ルート	売上高 (外部顧客への売上高)						売上構成比		
	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	19/3期	20/3期	21/3期
	管工機材ルート	8,755	8,843	9,347	—	—	—	42.1%	41.4%
リテールルート	6,830	7,022	8,255	—	—	—	32.8%	32.9%	37.2%
メーカールート	4,603	4,940	4,035	—	—	—	22.1%	23.1%	18.2%
海外ルート	612	539	543	—	—	—	3.0%	2.6%	2.5%
合計	20,805	21,346	22,182	22,999	26,564	27,532	100.0%	100.0%	100.0%

(注) 22/3 期から「収益認識に関する会計基準」を適用

(出所) 有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

管工機材ルートで取り扱われる製品は、管材店経由でサブコン、ゼネコンに販売され、最終ユーザーの空間に設置される。同社の営業活動は、管材店に対して行うほか、商流の上流にあたるデベロッパーや設計事務所に対しても行うことがある。

量販店の店頭で販売される製品を取り扱うリテールルートについては、同社から量販店へ直接販売する場合もあれば、商社を経由して量販店に販売される場合もある。なお、ネット販売もリテールルートに含まれている。

また、メーカールートとして、システムキッチンやユニットバス等の住宅設備機器メーカーへ製品を供給している。同社の製品は住宅設備機器メーカー等の製品に組み込まれ、建材商社や住設商社を経由して、最終ユーザーの空間で使用される。

海外ルートは、輸出版売のことで、日本の商社を経由する場合と、現地代理店を経由する場合とがある。

#### ◆ 営業体制

24年3月末時点において、国内における同社の営業拠点は1都1道2府20県に置かれている。大都市圏をカバーする2支社(大阪、東京)と2支店(名古屋、福岡)に加え、19営業所と4出張所の27拠点で構成されている。リテールルートとメーカールートの主要顧客に対しては支社と支店が中心となって対応し、各地に顧客が点在する管工機材ルートに対しては主に営業所と出張所が対応している。

また、同社は製品ブランド価値を伝えるためのショールームを展開している。24年3月末時点で、2支社(大阪、東京)と2支店(名古屋、福岡)に併設されたショールームに加え、「WEILEA」2カ所(東京・表参道と大阪・御堂筋)と「FLUSSO」1カ所(東京・青山)の合計7カ所が設けられている。

◆ 生産体制

国内の生産拠点は、同社の岐阜工場と鳴野工場のほか、子会社の水生活製作所と美山鑄造にも生産機能がある（図表 5）。

岐阜工場は、鑄造、加工、研磨、鍍金（めっき）、組立、出荷の全工程をカバーする一貫生産を実現している主力工場である。鳴野工場は初期の頃からの工場で、現在は組立工程のみを行っている。

水生活製作所は、元は協力会社であったが、新型コロナウイルス禍を機に顕在化した海外からの資材調達リスクに対するヘッジを含め、国内での生産体制の強化を目的に子会社化したものである。現在は鍍金工程を中心に生産体制を強化している。また、水生活製作所の子会社である美山鑄造は部品の鑄造が中心である。なお、両社に対して 21 年 7 月に出資比率を引き上げ、22 年 3 月に同社の連結子会社となった。

海外では、生産コスト効率化を目的に設立した大連三栄水栓有限公司がある。現在は鑄造工程が中心である。

【 図表 5 】 S A N E I の生産拠点

生産拠点	所在地	従業員数 (人) (24/3期末)	内容
岐阜工場	岐阜県各務原市	382	・主力工場 ・鑄造→加工→研磨→鍍金→組立→出荷の全工程をカバー
鳴野工場	大阪府大阪市城東区	47	・最初の組立工場 ・現在は組立のみ
水生活製作所	岐阜県山県市	123 (37)	・元は協力会社 ・生産体制強化とリスクヘッジの選択肢を増やす目的で子会社化 ・現在は鍍金を中心に生産体制強化
美山鑄造	〃	5	・部品の鑄造が中心
大連三栄水栓有限公司	中国大連市	—	・鑄造が中心 ・生産コスト効率化が主目的

(注) 従業員数の ( ) は臨時従業員数 (外数)  
(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表6のようにまとめられる。

【 図表 6 】 SWOT 分析

強み (Strengths)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・他社にない、需要を先取りする製品を投入することで差別化を図る創業初期からの事業方針の継承</li> <li>・複数の製品ブランドの展開</li> <li>・高機能性、高デザイン性の製品を開発するノウハウの蓄積</li> <li>・4つの販売チャネルを支える営業体制</li> <li>・一貫生産を実現している岐阜工場を中心とした生産体制</li> <li>・創業家が主導してきた経営                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- これまでスムーズに行われてきた世代交代/経営の継承</li> </ul> </li> </ul>
弱み (Weaknesses)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・売上規模が同程度の上場競合他社と比較して低い売上高利益率</li> <li>・原材料価格の変動の影響を受けやすい状況</li> </ul>
機会 (Opportunities)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・新たな製品ブランドの確立及び浸透                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 特に高価格帯の領域の製品ブランド</li> </ul> </li> <li>・今後注力していく非住宅向け市場でのシェア拡大</li> <li>・利益率改善の余地</li> <li>・方針として打ち出している「空間全体をカバーする」領域への進出</li> <li>・上場企業であることによる知名度、信用度、従業員のモチベーションの向上</li> </ul>
脅威 (Threats)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国内の需要が減退する可能性                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 特に住宅向けの需要に関係する新設住宅着工戸数及び面積の減少</li> <li>- 住宅向けでは数量が増加しづらくなる可能性</li> </ul> </li> <li>・今後伸ばしていく非住宅向けでのシェア拡大が想定したペースで進まない可能性</li> <li>・技術や機能の変化に対応できない可能性</li> <li>・コスト上昇の可能性（原材料価格、物流コスト等）及び価格転嫁が進まない可能性</li> <li>・競争激化の可能性                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 価格競争（価格転嫁のための値上げを控える状況も含む）</li> </ul> </li> <li>・主力工場が立地する岐阜県各務原市での自然災害発生の可能性</li> <li>・自社施設での事故発生の可能性</li> <li>・人材の確保が思うように進まない可能性</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 創業家出身の会長のリーダーシップが知的資本の源泉

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表7に示した。

同社はメーカーに転換する初期の頃より、高付加価値化による差別化戦略を採ってきた。他社にはない、需要を先取りする製品を投入することが同社の見出した活路であり、日本初の機能を搭載する製品を投入するなどの実績も残してきた。

初期の頃より一貫して差別化戦略を採り続けてきたことは、現在の開発重視の姿勢や、多くの製品ブランドの展開を可能にする組織体制と

いった組織資本につながっている。そして、それを定着させたのが、「創業当時の事業方針を承継する創業家出身者中心の経営陣」(人的資本)である。

同社の創業者は3名だが、そのうちの2名の子息が、現在、代表取締役社長、代表取締役副社長として同社を率いている。10年以降のグループ体制の変更や、「水道/線」から「水域/面」への事業展開の拡大の際に発揮されたリーダーシップについて、証券リサーチセンター(以下、当センター)は高く評価している。

こうしたリーダーシップにより継承、強化されてきた組織資本によって開発、上市された需要を先取りする製品や高付加価値な製品ブランドは、顧客に受け入れられ、製品に合わせた4つの販売ルートの確立に至っている。各販売ルートでの顧客との接点が増加することで関係資本が強化され、潜在需要の取り込みが進み、更なる機能開発や製品ブランド確立につながっている。この繰り返しで蓄積されたノウハウをベースに、顧客に提案できる製品が増え、さらに関係資本が厚くなっていくという好循環が描かれている。

【 図表 7 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
関係資本	顧客	・管工機材ルートの顧客	・取引のある管材店の数	詳細の開示なし	-----
		・リテールルートの顧客	・製品が販売されている店舗数	詳細の開示なし	-----
		・メーカールートの顧客	・取引のある住設機器メーカーの数	詳細の開示なし	-----
		・海外ルートの顧客	・海外の取引先の数	詳細の開示なし	-----
	ブランド	・製品ブランド	・主な製品ブランドの数	12ブランド (23/3期有価証券報告書掲載分)	12ブランド (24/3期有価証券報告書掲載分)
		・企業イメージ	・特になし	特になし	-----
	ネットワーク	・仕入先	・仕入先の数	開示なし	-----
・ブランド開発に関係するデザイナー		・協業するデザイナーの数	開示なし	-----	
組織資本	プロセス	・生産体制	・生産拠点	国内は2工場 (岐阜工場 鴨野工場) + 2子会社 海外は中国大連市の子会社	-----
			・国内の生産拠点に配属されているスタッフの数	岐阜工場381人 鴨野工場56人 水生活製作所104人 美山鑄造4人 (23/3期末)	岐阜工場382人 鴨野工場47人 水生活製作所123人 美山鑄造5人
		・営業体制	・営業拠点の数	27カ所 (2支社、2支店、19営業所、4出張所) (本社除く)	-----
	・営業拠点が置かれている都道府県		1都1道2府20県	-----	
	・ショールーム		7カ所 (支社・支店内4カ所 WEILEA2カ所 FLUSSO1カ所)	-----	
	知的財産 ノウハウ	・研究開発	・研究開発費	136百万円 (売上高の0.51%) (23/3期) 67百万円 (同0.51%) (24/3期上期)	134百万円 (売上高の0.49%)
		・特徴的な製品投入を支える知的財産	・特許・実用新案申請件数	37件 (23年) 25.2件 (23年時点の直近5年平均)	-----
人的資本	経営陣	・創業家出身の経営陣の リーダーシップ	・創業以来の年数	1954年9月の会社設立より69年経過 (24年1月時点)	-----
			・現代表取締役社長の経験	1982年12月の入社以来31年経過 2004年10月の代表取締役社長就任より19年経過 (24年1月時点)	-----
		・現代表取締役副社長の経験	1985年4月の入社以来28年経過 2004年10月の代表取締役社長就任より19年経過 (24年1月時点)	-----	
	従業員	・企業風土	・従業員数	連結862人 単体663人 (23/3期末)	連結866人 単体649人
			・平均年齢	40.1歳 (単体) (23/3期末)	40.3歳 (単体)
			・平均勤続年数	14.0年 (単体) (23/3期末)	14.0年 (単体)
		・平均年間給与	518万円 (単体) (23/3期末)	529万円 (単体)	

(注) 1. KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は24/3期上期または24/3期上期末、今回は24/3期または24/3期末のもの

2. 前回と変更ないものは-----と表示

(出所)有価証券報告書、決算説明会資料、ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

**> 決算概要****◆ 24年3月期は久々に新型コロナウイルス禍の影響を受けない期となり、売上高、利益とも過去最高を記録**

24/3期は、売上高 27,532 百万円（前期比 3.6%増）、営業利益 1,975 百万円（同 117.9%増）、経常利益 1,973 百万円（同 117.8%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,348 百万円（同 113.9%増）となった。

24/3期は、23/3期の材料及び仕入価格の高騰を受けて実施した販売価格改定がどのくらい利益に貢献するかが注目された。結局、期初の段階から売上総利益率の改善が進み、第3四半期まで経過した段階で、販売価格改定の効果が想定以上だったとの判断のもと、同社は、売上高 28,000 百万円（前期比 5.4%増）を据え置いた上で、営業利益を 1,350 百万円（同 48.9%増）から 1,800 百万円（同 98.5%増）へ、経常利益を 1,350 百万円（同 49.0%増）から 1,800 百万円（同 98.6%増）へ、親会社株主に帰属する当期純利益を 920 百万円（同 45.9%増）から 1,150 百万円（同 82.4%増）へそれぞれ大幅に上方修正した。

上方修正後の計画に対する達成度は、売上高では 98.3%に留まったが、営業利益で 109.7%となった。同社では、売上高の未達は、23年4月～24年3月の新設住宅着工戸数が前年同期比 7.0%減と、想定以上の減少となった影響で数量が伸び悩んだことが要因と見立てている。実際、日本バルブ工業会の統計でも、23年1～12月の給排水栓類の生産実績は、数量で前年同期比 4.2%減、重量で同 3.2%減、金額で同 1.4%減となっており、数量の減少が目立つ内容となっている。

ルート別売上高の詳細の開示はないが、管工機材ルートが前期比で大幅に増加し、リテールルートとメーカールートは微増となった模様である。販売価格改定の恩恵を最も受けたのが管工機材ルートで、価格改定の効果のほか、展示会での拡販も進んだ。リテールルートは、ECやホームセンター向けが下支えして増収を保った模様である。メーカールートは、住宅設備機器メーカー向けの標準採用品が増収を支えた。

売上総利益率は前期比 2.9%ポイント上昇の 31.3%となった。材料・仕入価格が高止まりの状態が続いて利益率低下の要因ではあり続けたが、上述の通り、販売価格改定効果が年間を通じて寄与し、売上総利益率の改善が進んだ。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）は前期比 0.3%増、売上高販管費率は同 0.8%ポイント低下の 24.2%であった。前期に実施したテレビCMを24/3期においては実施しなかったため、販管費の増加が抑制された。

これらより、営業利益は前期比 117.9%増となり、売上高営業利益率は前期比 3.8%ポイント上昇の 7.2%となった。

## > 最近の変化

### ◆ 設備投資の状況

同社は、企業価値向上に向けた中長期的な方針として、「非住宅市場におけるシェアの拡大」、「『SANEIブランド』価値の更なる向上」、「水まわりにおける住空間全体をトータルに提案できる展開の本格化」の3点を掲げている。

この成長戦略に沿って同社は生産能力の強化に向けて設備投資を継続してきた。その一環として、24年6月上旬に岐阜工場の新工場棟が竣工した。高効率な新工場棟の竣工により、マザー工場として位置づけられている岐阜工場の生産機能強化が進むと期待されている。

また、24年5月に名古屋にR&Dセンターを開設した。これは、岐阜工場にあった開発拠点の機能の一部を名古屋に移転したもので、開発部門の強化につながるとしている。

## > 今後の業績見通し

### ◆ 25年3月期会社計画

25/3期の会社計画は、売上高 28,500 百万円（前期比 3.5%増）、営業利益 2,040 百万円（同 3.3%増）、経常利益 2,040 百万円（同 3.4%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,400 百万円（同 3.8%増）である（図表 8）。

売上高については、24/3期中に値上げした販売価格が通年にわたって適用されるなど、25/3期も販売価格改定の効果が続くとしている。また、ルート別売上高の詳細の開示はないが、管工機材ルートは業界全体での動向の影響を受けやすいために数量面での伸びを慎重に見る一方、リテールルートでの数量増を見込んでいる模様である。

費用についても詳細の開示はないが、売上総利益率を引き上げる要因である販売価格上昇に対し、減価償却費の増加や銅合金を中心とした仕入価格の上昇といった売上総利益率を引き下げる要因も考慮している。また、販管費については、人件費の増加のほか、創立 70 周年を迎えるにあたっての関連費用の発生も見込んでいる模様である。

これらより、同社では、25/3期の売上高営業利益率は前期と同じ 7.2%を計画している。

25/3期の1株当たり配当金は、24/3期より 2.0 円増額の 110.0 円（中

間 55.0 円、期末 55.0 円)を計画している。配当性向は 24/3 期の 18.3% に対し、25/3 期は 18.0%を予定している。なお、同社は 24 年 6 月 25 日に、累進配当政策(原則として減配せず、配当の維持もしくは増配を行う配当政策)の導入を発表した。

【 図表 8 】 S A N E I の 25 年 3 月 期 の 連 結 業 績 計 画

(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」 適用前		「収益認識に関する会計基準」 適用後				
	20/3期 実績	21/3期 実績	22/3期 実績	23/3期 実績	24/3期 実績	25/3期 会社計画	
						期初	(前期比)
売上高	21,346	22,182	22,999	26,564	27,532	28,500	3.5%
商品・製品売上高	-	-	22,816	26,214	27,255	-	-
売上構成比	-	-	99.2%	98.7%	99.0%	-	-
修理売上高	-	-	118	137	142	-	-
売上構成比	-	-	0.5%	0.5%	0.5%	-	-
設置・取付売上高	-	-	64	212	135	-	-
売上構成比	-	-	0.3%	0.8%	0.5%	-	-
売上総利益	6,397	7,147	7,038	7,539	8,629	-	-
売上総利益率	30.0%	32.2%	30.6%	28.4%	31.3%	-	-
販売費及び一般管理費	5,309	5,535	5,561	6,633	6,653	-	-
売上高販管費率	24.9%	25.0%	24.2%	25.0%	24.2%	-	-
営業利益	1,088	1,612	1,477	906	1,975	2,040	3.3%
売上高営業利益率	5.1%	7.3%	6.4%	3.4%	7.2%	7.2%	-
経常利益	1,095	1,593	1,492	906	1,973	2,040	3.4%
売上高経常利益率	5.1%	7.2%	6.5%	3.4%	7.2%	7.2%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	726	1,000	999	630	1,348	1,400	3.8%
売上高当期純利益率	3.4%	4.5%	4.3%	2.4%	4.9%	4.9%	-

(注) 22/3 期より「収益認識に関する会計基準」適用

(出所) 有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンターの業績予想： 25 年 3 月 期

当センターでは、24/3 期の業績を踏まえて、25/3 期以降の業績予想を見直した。

当センターでは、同社の 25/3 期業績について、売上高 28,500 百万円(前期比 3.5%増)、営業利益 2,092 百万円(同 5.9%増)、経常利益 2,123 百万円(同 7.6%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 1,456 百万円(同 8.0%増)と、売上高予想は会社計画と同額、利益については会社計画を若干上回る水準を予想した(図表 9)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) 売上高は前期比 3.5%増と予想とした。販売価格の上昇効果が続くことを中心に想定した。

- (2) 売上総利益率は前期比 0.2%ポイント上昇の 31.5%とした。岐阜工場の新工場棟の竣工による減価償却費の増加と仕入価格上昇の可能性もあるが、前期からの販売価格改定効果の浸透でカバーしていくと予想した。
- (3) 販管費は人件費の増加を想定して前期比 3.5%増、売上高販管費率は前期と同じ 24.2%とした。これらの結果、25/3 期の売上高営業利益率は同 0.1%ポイント上昇の 7.3%と予想した(会社計画は 7.2%)。

**◆ 証券リサーチセンターの業績予想：26年3月期以降**

26/3 期以降の売上高について、26/3 期は前期比 4.4%増、27/3 期は同 4.2%増と予想した。販売ルート別の状況については、大きな変化はないが、非住居向けの製品ブランドが立ち上がるといった、同社の施策の効果が少しずつ表れてくると予想した。

売上総利益率は年 0.1%ポイントずつ上昇していくものとした。また、販管費については増収率と同程度の増加率を想定し、売上高販管費率は横ばいで推移するものとした。これらの結果、売上高営業利益率は 26/3 期 7.4%、27/3 期 7.5%へと上昇していくと予想した。

【 図表 9 】 証券リサーチセンターの連結業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	収益認識に関する会計基準		収益認識に関する会計基準									
	適用前		適用後									
	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期CE	25/3期E	25/3期E	26/3期E	26/3期E	27/3期E	27/3期E
						(今回)	(前回)	(今回)	(前回)	(今回)	(前回)	
<b>損益計算書</b>												
売上高	21,346	22,182	22,999	26,564	27,532	28,500	28,500	29,500	29,750	31,000	31,000	32,500
前期比	2.6%	3.9%	3.7%	15.5%	3.6%	3.5%	3.5%	5.4%	4.4%	5.1%	4.2%	4.8%
<b>収益区分別</b>												
商品・製品売上高	-	-	22,816	26,214	27,255	-	-	-	-	-	-	-
前期比	-	-	-	14.9%	4.0%	-	-	-	-	-	-	-
売上構成比	-	-	99.2%	98.7%	99.0%	-	-	-	-	-	-	-
修理売上高	-	-	118	137	142	-	-	-	-	-	-	-
前期比	-	-	-	16.6%	3.3%	-	-	-	-	-	-	-
売上構成比	-	-	0.5%	0.5%	0.5%	-	-	-	-	-	-	-
設置・取付売上高	-	-	64	212	135	-	-	-	-	-	-	-
前期比	-	-	-	227.2%	-36.5%	-	-	-	-	-	-	-
売上構成比	-	-	0.3%	0.8%	0.5%	-	-	-	-	-	-	-
<b>販売ルート別</b>												
管工機材ルート	8,843	9,347	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
リテールルート	7,022	8,255	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
メーカールート	4,940	4,035	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
海外ルート・その他	539	543	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
売上総利益	6,397	7,147	7,038	7,539	8,629	-	8,977	9,587	9,401	10,075	9,827	10,562
前期比	4.6%	11.7%	-1.5%	7.1%	14.4%	-	4.0%	6.3%	4.7%	5.1%	4.5%	4.8%
売上総利益率	30.0%	32.2%	30.6%	28.4%	31.3%	-	31.5%	32.5%	31.6%	32.5%	31.7%	32.5%
販売費及び一般管理費	5,309	5,535	5,561	6,633	6,653	-	6,885	7,502	7,184	7,850	7,489	8,107
前期比	1.8%	4.3%	0.5%	19.3%	0.3%	-	3.5%	4.8%	4.4%	4.6%	4.2%	3.3%
売上高販売費率	24.9%	25.0%	24.2%	25.0%	24.2%	-	24.2%	25.4%	24.2%	25.3%	24.2%	24.9%
営業利益	1,088	1,612	1,477	906	1,975	2,040	2,092	2,085	2,216	2,224	2,337	2,455
前期比	21.0%	48.1%	-8.4%	-38.6%	117.9%	3.3%	5.9%	12.3%	5.9%	6.7%	5.5%	10.4%
売上高営業利益率	5.1%	7.3%	6.4%	3.4%	7.2%	7.2%	7.3%	7.1%	7.4%	7.2%	7.5%	7.6%
経常利益	1,095	1,593	1,492	906	1,973	2,040	2,123	2,076	2,251	2,219	2,376	2,454
前期比	16.8%	45.4%	-6.3%	-39.3%	117.8%	3.4%	7.6%	13.2%	6.1%	6.9%	5.5%	10.5%
売上高経常利益率	5.1%	7.2%	6.5%	3.4%	7.2%	7.2%	7.4%	7.0%	7.6%	7.2%	7.7%	7.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	726	1,000	999	630	1,348	1,400	1,456	1,329	1,544	1,420	1,630	1,570
前期比	19.3%	37.7%	-0.1%	-36.9%	113.9%	3.8%	8.0%	13.0%	6.1%	6.9%	5.5%	10.5%
売上高当期純利益率	3.4%	4.5%	4.3%	2.4%	4.9%	4.9%	5.1%	4.5%	5.2%	4.6%	5.3%	4.8%

(注) 1. CE : 会社予想 E : 証券リサーチセンター予想

2. 22/3 期より「収益認識に関する会計基準」を適用。22/3 期の前期比は「収益認識に関する会計基準」適用前の 21/3 期実績値との比較

(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 10 】証券リサーチセンターの連結業績予想 (貸借対照表／キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	収益認識に関する会計基準		収益認識に関する会計基準									
	適用前		適用後									
	20/3期単	21/3期連	22/3期連	23/3期連	24/3期連	25/3期CE	25/3期E	25/3期E	26/3期E	26/3期E	27/3期E	27/3期E
						(今回)	(前回)	(今回)	(前回)	(今回)	(前回)	
<b>貸借対照表</b>												
現金及び預金	1,415	2,237	2,873	2,936	2,190	-	2,272	1,432	3,065	1,952	3,886	2,463
受取手形及び売掛金、電子記録債権	5,177	6,131	6,051	6,963	7,088	-	7,324	7,729	7,645	8,122	7,967	8,515
棚卸資産	4,610	4,403	5,685	5,498	6,287	-	6,498	6,106	6,783	6,417	7,068	6,727
その他	197	147	314	359	292	-	292	359	292	359	292	359
流動資産	11,400	12,920	14,925	15,757	15,858	-	16,387	15,627	17,786	16,850	19,213	18,065
有形固定資産	4,589	4,631	5,267	5,430	6,038	-	6,358	7,264	6,118	7,399	5,858	7,724
無形固定資産	96	86	147	194	174	-	228	462	258	392	388	322
投資その他の資産	1,791	1,820	2,127	2,072	2,146	-	2,151	2,087	2,156	2,092	2,161	2,097
固定資産	6,477	6,538	7,542	7,697	8,359	-	8,738	9,814	8,533	9,884	8,408	10,144
資産合計	17,878	19,459	22,467	23,455	24,218	-	25,126	25,442	26,320	26,735	27,622	28,209
支払手形及び買掛金、電子記録債務	4,349	4,238	4,469	5,038	3,575	-	3,705	5,605	3,867	5,890	4,030	6,175
未払法人税等	226	384	295	39	564	-	533	171	565	183	597	203
短期借入金	776	600	1,476	1,386	1,438	-	1,438	1,368	1,438	1,368	1,438	1,368
1年内返済予定の長期借入金	216	194	269	477	384	-	291	193	263	164	185	87
その他	1,118	1,164	1,192	1,322	1,552	-	1,551	1,322	1,551	1,322	1,551	1,322
流動負債	6,687	6,581	7,702	8,263	7,514	-	7,519	8,660	7,685	8,928	7,802	9,155
長期借入金	503	564	780	792	1,099	-	807	316	544	151	358	64
その他	1,793	1,813	2,031	1,902	1,876	-	1,876	1,913	1,876	1,913	1,876	1,913
固定負債	2,296	2,377	2,812	2,695	2,975	-	2,683	2,229	2,420	2,064	2,234	1,977
純資産合計	8,894	10,500	11,952	12,495	13,727	-	14,923	14,552	16,214	15,742	17,585	17,076
(自己資本)	8,894	10,500	11,307	11,873	13,126	-	14,321	13,930	15,612	15,119	16,984	16,454
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>												
税金等調整前当期純利益	1,081	1,622	1,478	782	1,959	-	2,123	2,076	2,251	2,219	2,376	2,454
減価償却費	446	433	421	571	643	-	750	395	780	435	800	465
売上債権の増減額 (-は増加)	-945	-954	462	-908	-122	-	-236	-393	-321	-393	-321	-393
棚卸資産の増減額 (-は増加)	389	208	-720	198	-778	-	-210	-310	-285	-310	-285	-310
仕入債務の増減額 (-は減少)	223	-111	99	566	-1,464	-	129	285	162	285	162	285
法人税等の支払額	-299	-433	-618	-528	-26	-	-697	-727	-674	-787	-714	-864
その他	269	227	-225	307	121	-	0	0	0	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,164	991	897	990	331	-	1,857	1,325	1,913	1,449	2,017	1,636
有形固定資産の取得による支出	-549	-494	-257	-732	-1,081	-	-1,010	-1,310	-470	-500	-470	-720
有形固定資産の売却による収入	9	0	27	5	7	-	0	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-22	-3	-30	-93	-21	-	-114	-189	-100	0	-200	0
無形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
投資有価証券の売却による収支	-5	-37	-6	21	-7	-	0	0	0	0	0	0
その他	1	-36	-8	-35	-23	-	-5	-5	-5	-5	-5	-5
投資活動によるキャッシュ・フロー	-566	-570	-395	-834	-1,126	-	-1,129	-1,504	-575	-505	-675	-725
短期借入金の増減額 (-は減少)	26	-176	90	-90	52	-	0	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-257	38	-194	220	213	-	-384	-283	-291	-193	-263	-164
株式の発行による収支	0	669	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-58	-117	-206	-217	-222	-	-260	-226	-254	-231	-258	-235
その他	-2	-23	-1	-2	-2	-	-1	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-293	390	-311	-89	40	-	-646	-510	-545	-424	-522	-400
換算差額	-14	10	3	-5	5	-	0	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	291	822	193	60	-749	-	82	-688	792	519	820	510
現金及び現金同等物の期首残高	604	895	1,717	2,186	2,247	-	1,497	1,432	1,580	743	2,372	1,263
現金及び現金同等物の期末残高	895	1,717	2,186	2,247	1,497	-	1,580	743	2,372	1,263	3,193	1,774

(注) 1. CE : 会社予想 E : 証券リサーチセンター予想

2. 22/3 期より「収益認識に関する会計基準」を適用

(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

**> 投資に際しての留意点****◆ 材料価格や仕入価格の更なる上昇の可能性**

同社の費用構造は、売上原価に占める原材料費や仕入の割合が大きく、かつ金属、特に銅の市況の影響を受けやすい。23/3期の前半にあったように、市況の急激な変化により利益を圧迫することは今後も十分に考えられる。

**◆ 生産拠点が比較的集中していることについて**

同社の生産拠点は、主力の岐阜工場を中心に、岐阜県に集中している。自然災害や天候不順、事故等によって、工場がある各務原市や山県市に被害が生じた時、工場での生産または物流に影響が生じる可能性がある。

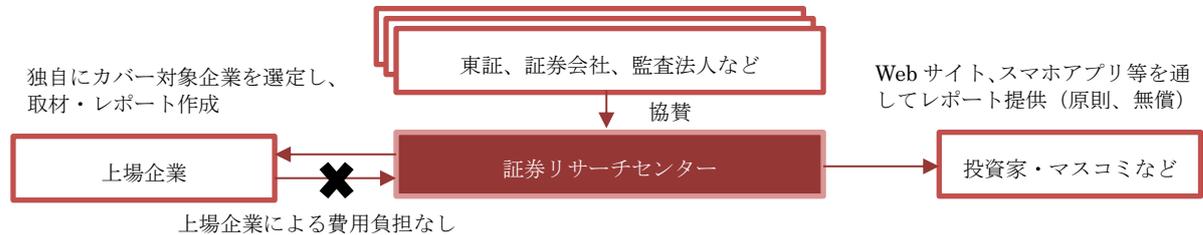
**◆ 水生活製作所について**

22年3月に連結子会社とした水生活製作所及びその子会社である美山鑄造に対する同社の株式保有比率はそれぞれ30.00%、20.88%である。両社は、緊密な者または同意している者の保有分を含めた支配力基準により連結対象となっており、そうした保有分を含めると、それぞれ100.00%、69.60%の議決権所有割合となっている。そのため、緊密な者または同意している者との関係性に変化が生じた場合、連結子会社から外れる可能性がある点には留意しておきたい。

## 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	S M B C 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人 トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC Japan 有限責任監査法人	いちよし証券株式会社	監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人
監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス	日本証券業協会
公益社団法人日本証券アナリスト協会			

### ■後援

株式会社名古屋証券取引所	証券会員制法人札幌証券取引所
一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会	一般社団法人日本 IR 協議会
一般社団法人スチュワードシップ研究会	

### 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。