

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

アップデート・レポート

2025年4月4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 20240401

西部技研(6223 東証スタンダード)

発行日:2025/4/4

**デシカント除湿機とVOC濃縮装置等を製造販売
半導体材料や太陽電池向け等の需要増により、26年12月期以降の増益を予想**

> 要旨

◆ デシカント除湿機とVOC濃縮装置のグローバルメーカー

- 西部技研(以下、同社)は、ハニカム成形技術を用いて開発した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。24/12期の製品別売上高構成比は、デシカント除湿機61.3%、VOC濃縮装置29.8%、その他8.8%であった。
- 24/12期の主要地域別売上高構成比は、日本33.3%、中国21.4%、欧州17.5%、韓国10.6%、米国10.0%、その他アジア5.4%であった。

◆ 24年12月期決算は12%増収、6%営業減益

- 24/12期決算は、日欧でデシカント除湿機やEV電池向けNMP回収装置が拡大し、11.6%増収となったものの、中国向けデシカント除湿機の採算悪化により、6.2%営業減益であった。製品別では、デシカント除湿機が6.0%増収、VOC濃縮装置が31.0%増収、主要地域別では、日本が48.7%増収、欧州が120.5%増収、中国が41.0%減収だった。

◆ 25年12月期会社計画は8%増収、12%営業減益

- 25/12期について同社は、日本等でのエネルギーデバイス投資案件の増加により、8.0%増収を見込む一方、競争が激化してきた欧州でのデシカント除湿機の採算低下等を想定し、11.9%営業減益を見込んでいる。
- 証券リサーチセンター(以下、当センター)は、24/12期実績や環境変化等を踏まえて25/12期予想を見直し、売上高を35,000百万円→33,700百万円(前期比5.1%増)、営業利益を4,760百万円→3,480百万円(同13.6%減)に下方修正した。

◆ 半導体材料向け等の需要増により、26年12月期以降は増益を予想

- 当センターでは、24/12期実績や環境変化等を踏まえ、26/12期業績予想も下方修正すると共に、27/12期の業績予想を新たに策定した。
- 半導体・半導体材料やペロブスカイト太陽電池、リチウムイオンキャパシタ向け等の需要増等を想定し、26/12期は前期比4.2%増収、11.5%営業増益、27/12期は同6.3%増収、2.1%営業増益と予想した。

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

【主要指標】

	2025/3/28
株価(円)	1,689
発行済株式数(株)	20,500,000
時価総額(百万円)	34,625

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	10.4	11.3	10.8
PBR(倍)	1.2	1.2	1.1
配当利回り(%)	4.1	4.1	4.1

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	4.9	-5.6	-12.6
対TOPIX(%)	2.0	-4.6	-12.3

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2024/3/29

【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)
2023/12	28,725	15.4	4,298	-6.7	4,361	-8.8	3,431	-12.2	180.1	1,307.1	60.0
2024/12	32,069	11.6	4,030	-6.2	4,190	-3.9	3,336	-2.8	162.8	1,459.2	70.0
2025/12 CE	34,632	8.0	3,552	-11.9	3,630	-13.4	3,111	-6.7	154.8	-	70.0
2025/12 E	33,700	5.1	3,480	-13.6	3,570	-14.8	3,060	-8.3	149.3	1,386.3	70.0
2026/12 E	35,100	4.2	3,880	11.5	3,950	10.6	3,200	4.6	156.1	1,472.4	70.0
2027/12 E	37,300	6.3	3,960	2.1	4,030	2.0	3,250	1.6	158.5	1,560.9	70.0

(注) CE: 会社予想, E: 証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

2/20

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。

> 事業内容

◆ デシカント除湿機と VOC 濃縮装置のグローバルメーカー

西部技研（以下、同社）は、ハニカム成形技術を用いて開発した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。

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（honeycomb）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、空気抵抗が小さく、強度に優れ、表面積が大きいという 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、各種製品の心臓部となるハニカムローター（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、中国子会社や欧米子会社でもデシカント除湿機の組立や VOC 濃縮装置のモジュール品の製造は行っているものの、中核部品であるローターの製造は日本だけで行っている。

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、その他に分類される。24/12 期における製品別売上高構成比は、デシカント除湿機 61.3%、VOC 濃縮装置 29.8%、その他 8.8%であった（図表 1）。

【 図表 1 】 製品別売上高の推移

(単位：百万円)

	21/12期		22/12期		23/12期		24/12期	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
デシカント除湿機	9,938	57.1%	15,931	64.0%	18,551	64.6%	19,661	61.3%
VOC濃縮装置	5,494	31.6%	6,539	26.3%	7,305	25.4%	9,572	29.8%
その他	1,969	11.3%	2,419	9.7%	2,868	10.0%	2,835	8.8%
合計	17,403	100.0%	24,890	100.0%	28,725	100.0%	32,069	100.0%

(注) 製品別売上高の和は端数処理の関係で合計と一致しない
(出所) 有価証券届出書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

(注 1) 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。

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湿剤を用いて、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^{注1}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。

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用電池の製造では、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。なお、デシカント除湿機の売上高に占める電池製造工程向けの比率は、21/12 期は 38%であったが、23/12 期には 44%に上昇した。24/12 期の比率も大きく上昇した模様である。

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ー、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ー製造、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ー交換工事も行っている。

同社グループは、主として、日本、中国、スウェーデン、ポーランド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ー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、これまでは主にスウェーデン子会社が製品を供給していたが、需要拡大に備えて、24 年 2 月には北米子会社のデシカント除湿機組立工場が稼働を開始した。

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 吸着ローターに吸着・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 濃縮ローターの商品化に成功し、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、半導体製造や電池製造等の

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 濃縮ローター、ローター回転駆動装置、ローター内の処理・再生ゾーンで構成されている。ローター内の処理ゾーンに運ばれてきた低濃度 VOC 混合排気のうち、ローター内に含浸された吸着剤（疎水性ゼオライト）により VOC がローター内に吸着、分離される一方、残った排気は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、ローター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ーから脱着され、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。大風量、低濃度の VOC ガスを直接燃焼装置で処理するためには大型の燃焼装置が必要となり、低濃度の VOC ガスを直接燃焼するには、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と販売の両方を行っているが、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。韓国においては、デシカント除湿機と同様、同社が韓国子会社に供給したローター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。

なお、VOC 濃縮装置の売上高の中には、リチウムイオン電池製造工程で使用される NMP（N-メチル-2-ピロリドン）という有毒性のある有機溶剤を回収する装置（NMP 回収装置）も含まれている。

23/12 期における VOC 吸着ローターの売上高の主要用途別構成比は、半導体 36%、自動車塗装 17%、その他の塗装 22%、印刷 5%等であった。24/12 期においては、NMP 回収装置が電池製造向けに急拡大した一方、半導体や自動車塗装等の排気処理用途の比率が低下した。

（注 2）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・除湿されて室内に給気されるという特徴を持つ。

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^{注 2}等の製造販売を日米で行っており、「その他」に区分している。用途としては、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、半導体工場クリーンル

ームの施工に加え、家庭用のエアコンや冷蔵庫向け等のハニカムフィルター等の販売も含まれている。

24/12 期の単体業績は、売上高 18,374 百万円、営業利益 1,651 百万円、経常利益 2,950 百万円（うち、子会社からの受取配当金等 1,297 百万円）、当期純利益 2,496 百万円であった。国内顧客への販売に加え、子会社群に基幹部品であるハニカムローター等を供給しているため、売上高はグループ内で最大であるものの、営業利益率は、連結数値の 12.6%を下回る 9.0%にとどまっている。

一方、主に欧州でのデシカント除湿機等の製造販売等を担当するスウェーデン子会社の業績は、売上高 3,888 百万円、経常利益 1,027 百万円、当期純利益 952 百万円と、営業利益率とほぼ同水準と推測される経常利益率は同社グループの中で最高水準の 26.4%に達した。

中国での VOC 濃縮装置と全熱交換器の製造販売を担当する中国子会社の業績は、売上高 6,021 百万円、経常利益 659 百万円、当期純利益 580 百万円であり、経常利益率は 10.9%であった。また、韓国での VOC 濃縮装置とデシカント除湿機の販売を担当する韓国子会社の業績は、売上高 5,265 百万円、経常利益 757 百万円、当期純利益 603 百万円であり、経常利益率は 14.4%であった。

◆ 中国を中心に海外売上高比率は 66%に達している

デシカント除湿機の主な販売先であるリチウムイオン電池市場は、これまでは中国、北米、欧州が大きな市場となっていたが、日本政府による投資支援もあり、近年では国内市場が拡大している。一方、VOC 濃縮装置については、中国、韓国、欧州、台湾、北米等が主要市場となっている。

結果として、24/12 期の主要地域別売上高構成比は、日本 33.3%、中国 21.4%、ヨーロッパ 17.5%、韓国 10.6%、米国 10.0%、その他アジア（台湾、タイ、インド、マレーシア等）5.4%、その他北米 0.7%、その他（中近東、アフリカ等）1.0%となっており、海外売上高比率は 66.7%に達している（図表 2）。

なお、23/12 期のデシカント除湿機売上高における主要地域別構成比は、中国 42%、日本 23%、米国 13%であったが、24/12 期の数値は開示されていない。

【 図表 2 】 主要地域別売上高の推移

(単位:百万円)

	23/12期		24/12期	
	金額	構成比	金額	構成比
日本	7,189	25.0%	10,688	33.3%
中国	11,606	40.4%	6,851	21.4%
韓国	2,056	7.2%	3,404	10.6%
その他アジア	1,763	6.1%	1,725	5.4%
ヨーロッパ	2,546	8.9%	5,616	17.5%
米国	2,683	9.3%	3,221	10.0%
その他北米	248	0.9%	240	0.7%
その他	629	2.2%	321	1.0%
合計	28,725	100.0%	32,069	100.0%

(注) 地域別売上高や同構成比の和は端数処理の関係で合計と一致しない
(出所) 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ 営業利益率や EBITDA マージン等を重視している

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、ROE 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。

24/12 期においては、売上総利益率の低下に伴い、営業利益率は前期比 2.4%ポイント悪化の 12.6%となった。EBITDA マージンも同 2.5%ポイント悪化の 15.6%となったが、高水準を確保している (図表 3)。

【 図表 3 】KPI の推移

(単位:%)

	21/12期	22/12期	23/12期	24/12期
営業利益率	10.6	18.5	15.0	12.6
EBITDAマージン	15.3	22.1	18.1	15.6
ROE	13.1	24.5	15.4	11.8

22/12 期については、21/12 期に計上予定だった売上高が 22/12 期に計上されたことや、円安ドル高によって売上高、営業利益が嵩上げされたことにより利益率が押し上げられている。上記の要因が無かったと仮定した同社の試算によると、営業利益率は 21/12 期が 12.5%、22/12 期が 15.3%、EBITDA マージンは 21/12 期が 16.9%、22/12 期が 19.3%、ROE は 21/12 期が 15.7%、22/12 期が 18.8%であった。

◆ 特定の大手顧客への依存度は低い

デシカント除湿機の用途は、リチウムイオン電池製造、食品製造、製薬、低湿度倉庫、風力発電等であり、VOC 濃縮装置の用途も、半導体・半導体材料製造、自動車塗装、船舶等のその他の塗装、グラビア印刷、樹脂製品製造、電子部品製造、電池製造等、多岐にわたる。

デシカント除湿機については、エンドユーザーへの直接販売のほか、装置メーカーやゼネコン、サブコン、商社、代理店を通じて販売している。VOC濃縮装置については、VOC除去システムメーカーを通じてエンドユーザーに納入している。世界で約50カ国に販売網を広げている結果、同社には売上高の10%以上を占める大手顧客は存在していない。

> ビジネスモデル

◆ シクリカルなニッチ分野におけるグローバルプレーヤー

同社の事業は、主として顧客の設備投資に装置やモジュール製品を供給するフロー型ビジネスである。今後は、ストック型ビジネスに該当する、ローター交換等のサービス事業の拡充に取り組む方針であるが、24/12期におけるサービス事業の売上構成比は1割未満と見られる。

また、顧客の設備投資サイクルの影響を受ける点で、製造業の企業業績や景気に左右されやすい(シクリカル)という特徴もある。しかし、顧客が、日本やアジア圏にとどまらず、欧米や中近東等にも広がっていることや、海外にも多数の製造拠点を設けていることから、売上高等規模は大きいとは言えないがグローバルプレーヤーに位置付けられる。

主力製品であるデシカント除湿機やVOC濃縮装置はニッチな市場であるが、ハイエンド分野で同社は高い競争力を有している。以上のことから、証券リサーチセンター(以下、当センター)は、同社をシクリカルなニッチ分野におけるグローバルプレーヤーとして評価している。

◆ トータルエンジニアリングを成長事業に位置付けた

24/12期決算発表において同社は、機械・装置の単品販売及び付帯メンテナンスサービスを集計した「コア事業(装置・機器販売)」と、設計・工事・エンジニアリング事業(機器・装置売上を含む)を集計した「成長事業(トータルエンジニアリング)」に区分した売上高を公表し、トータルエンジニアリングを成長事業に位置付けた。

24/12期において、コア事業(装置・機器販売)の売上高は、中国でのデシカント除湿機の減少により、前期の254億円から240億円に減少した(図表4)。一方、成長事業(トータルエンジニアリング)の売上高は、日本や欧米でのEV用電池製造工場向け大型案件の貢献により、前期の33億円から80億円に急増した。

【 図表 4 】 事業別売上高

(単位:億円)

	23/12期	24/12期
コア事業 (装置・機器販売)	254	240
デシカント除湿機	164	150
VOC濃縮装置	64	62
その他	25	27
成長事業 (トータルエンジニアリング)	33	80
デシカント除湿機	20	45
VOC濃縮装置	9	33
その他	3	1

(出所) 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

コア事業における重点施策としては、日本、北米、欧州のデシカント除湿機市場におけるシェア拡大や、各拠点の生産能力の増強による競争力の向上、東南アジア、インド等への展開、ローターの交換需要喚起によるサービス事業の海外展開を挙げている。一方、成長事業における重点施策としては、トータルエンジニアリングの拡大と米国、韓国への展開、サービス・メンテナンスの拡充を挙げている。

同社は、今後のターゲット市場として、EV用電池に加え、定置用蓄電池、全固体電池、リチウムイオンキャパシタ、ペロブスカイト太陽電池、半導体・半導体材料を挙げている。特に、コア事業においては、日本政府の支援による開発、投資が活発化しているペロブスカイト太陽電池や、データセンターやハイブリッドカー向けに需要拡大が期待されるリチウムイオンキャパシタは、商談が活発化している模様である。また、成長事業においては、リチウムイオン電池製造工程や半導体材料製造工程等でのトータルエンジニアリング案件の獲得を目指している。

◆ 高い営業利益率と低い法人税等の負担率に特徴がある

24/12期における単体の売上総利益率は27.6%であった。製造原価明細書によると、売上高材料費率が32.9%、売上高経費率が35.7% (うち、売上高外注費率27.5%、売上高減価償却費率2.6%、売上高旅費交通費率1.2%、売上高動力費率0.9%)、売上高労務費率が7.6%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34.0%と、単体数値を大幅に上回っている。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。

24/12期における連結の販売費及び一般管理費(以下、販管費)は6,873百万円であり、販管費率は21.4%にとどまっている。内訳としては、給料諸手当が1,986百万円、運賃が737百万円、研究開発費(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348百万円等であり、運賃以外は固定的な費用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12.6%と高水準となっている。

同社の法定実効税率は30.5%であるが、24/12期における法人税等の負担率は21.0%と低い。海外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、試験研究費の税額控除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、24/12期のROEは11.8%と高水準を確保している。

◆ 有形固定資産や売上債権等が多いが、財務体質は健全である

同社の24/12期末における自己資本比率は69.9%であった。有利子負債(リース負債を含む)は15億円であるが、現金及び預金(144億円)を大幅に下回っており、財務体質は健全である。負債の中心は、支払手形及び買掛金と電子記録債務からなる仕入債務(負債純資産合計比11.9%)と契約負債(同7.9%)である。

資産サイドを見ると、流動資産は、現金及び預金のほか、受取手形、売掛金及び契約資産(68億円)と、商品及び製品、仕掛品、原材料及び貯蔵品からなる棚卸資産(66億円)が中心を占めている。固定資産は、国内外に位置する工場の建物及び構築物、機械装置及び運搬具、土地等からなる有形固定資産(109億円)が中心を占めている。一方、無形固定資産は1億円、投資その他の資産は9億円と少ない。

> SWOT分析

◆ 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5のようにまとめられる。

【 図表 5 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・デシカント除湿機とVOC濃縮装置において世界的な有力企業であること ・世界約50カ国で販売網を構築していること ・ハニカムローター等の製造において、高い技術力を有していること ・主要部品、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 ・先進的な知財戦略を採用していること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・デシカント除湿機とVOC濃縮装置だけでは対象とする市場規模が小さいこと ・欧米市場では競合企業よりも市場シェアが低いこと
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・EV電池市場や半導体市場の拡大 ・欧米市場でのデシカント除湿機の市場シェアの拡大 ・ローター交換等のサービス事業を海外で拡大すること ・機器販売にソリューション提案を加えたトータルエンジニアリングを海外で拡大すること
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・EVや半導体における市場環境の急速な悪化 ・中国における景気悪化や地政学的リスクの顕在化、競争の激化 ・世界的な貿易摩擦や、為替レート的大幅な変動等により、業績に悪影響が生じること

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉はハニカムローター等の技術力等にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、ハニカムローター等の技術力と、グローバル展開力に関係している(図表6)。

【図表6】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等			
		項目	数値(前回)	数値(今回)	
関係資本	顧客	・国内外の多数の顧客と取引しているが、売上高の1割を超す大手顧客は存在していない			
		・85年からグローバル展開を開始しており、顧客は世界約50カ国に広がっている			
	ブランド	・国内売上高	7,189百万円	10,688百万円	
		・中国売上高	11,606百万円	6,851百万円	
		・韓国売上高	2,056百万円	3,404百万円	
		・その他アジア売上高	1,763百万円	1,725百万円	
		・ヨーロッパ売上高	2,546百万円	5,616百万円	
		・米国売上高	2,683百万円	3,221百万円	
		・その他北米売上高	248百万円	240百万円	
		・その他地域売上高	629百万円	321百万円	
事業パートナー	・海外売上高比率	75.0%	66.7%		
	・エンドユーザーに直接販売するほか、装置メーカー、エンジニアリング会社、サブコン、ゼネコン、商社、代理店等を通じて販売している				
組織資本	プロセス	・ニッチ市場であるデシカント除湿機やVOC濃縮装置の世界的な有力企業であるものの、上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・会社設立からの経過年数	59年(24年9月時点)	59.5年(25年4月時点)
			・デシカント除湿機商品化からの経過年数	40.5年(24年9月時点)	41年(25年4月時点)
			・上場からの経過年数	1年(24年9月時点)	1.5年(25年4月時点)
	知的財産ノウハウ	・営業指標として、営業利益率、EBITDAマージン、ROEを重視している。2つの主力製品は共にニッチ市場に属しているものの、販路をグローバルに拡大し、高いシェアを確保することで、良好な利益率を維持している	・営業利益率	15.0%	12.6%
			・EBITDAマージン	18.1%	15.6%
			・ROE	15.4%	11.8%
	知的財産ノウハウ	・同社事業の根幹となるハニカムローターの製造拠点は国内だけに置いているが、デシカント除湿機の組立は、日本、中国、欧州、米国で、VOC濃縮装置の組立は、日本と中国で、全熱交換器の組立は、日本、中国、米国で行っている			
		・デシカント除湿機は、ハニカム加工からローター製造、モジュール製造、組立、販売、メンテナンスまでを一気通貫で行っているが、VOC濃縮装置は、ハニカム加工から、ローター製造、モジュール製造までメンテナンスを同社が行い、組立と販売は装置メーカーが担当している	・デシカント除湿機の売上高	18,551百万円	19,661百万円
			・VOC濃縮装置の売上高	7,305百万円	9,572百万円
	知的財産ノウハウ	・国内国外で特許権や商標権を数多く取得しているが、同社事業の根幹となるハニカムローターの製造技術等については、特許出願による技術情報の公開を回避するため、戦略的に出願しない方針を採っている	・その他の売上高	2,868百万円	2,835百万円
・燃烧排ガスからのCO2回収装置や酸素濃縮装置等の研究開発を行っている		・連結研究開発費	302百万円	348百万円	
人的資本	経営陣	・燃社長は、長年、同社の経営に従事している	・燃社長の在任年数	22.5年(24年9月時点)	23年(25年4月時点)
		・燃社長による高い経営へのコミットメント	・燃社長(資産管理会社を含む)の保有株数	7,209千株(35.2%、24/12期上期末)	7,209千株(35.2%)
	従業員	・グローバルで活躍できる人材獲得に注力している結果、単体、海外子会社共に従業員が増加している	・連結従業員数	758名	779名
		・インセンティブ制度	・単体従業員数	348名	392名
		・平均年齢(単体)	40.6歳	40.5歳	
		・従業員持株会	1,698千株(8.3%、24/12期上期末)	1,358千株(6.6%)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は23/12期または23/12期末、今回は24/12期または24/12期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率

(出所) 有価証券報告書、決算短信、決算説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社のコア技術は、ハニカムローターの製造技術であり、デシカント除湿機とVOC濃縮装置における競争力は当該技術に支えられている。同社は、国内外で特許権や商標権を数多く取得しているが、ハニカムローターの製造技術に関しては、特許出願による技術情報の公開を回避するため、戦略的に出願しない方針を採るほか、ローターの生産は国内工場に限定している。

また、同社は、主力製品がニッチ市場に属する中で、販路をグローバルに拡大し、高いシェアを確保することで、22/12期には連結経常利益47億円を確保するまでに成長した。過去2期においては、市場環境の悪化に伴う売上総利益率の低下等により、経常減益を余儀なくされたものの、グローバル展開による高い利益水準は、経営力の賜物と評価できる。以上のことから、ハニカムローター等の技術力とグローバル展開力が同社の知的資本の源泉を形成していると当センターは考えている。

> 決算概要

◆ 24年12月期決算は12%増収、6%営業減益

24/12期決算は、売上高32,069百万円(前期比11.6%増)、営業利益4,030百万円(同6.2%減)、経常利益4,190百万円(同3.9%減)、親会社株主に帰属する当期純利益3,336百万円(同2.8%減)となった(図表7)。

【図表7】24年12月期の業績

(単位:百万円)

	内訳	23/12期	24/12期							
		通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	増減率
売上高		28,725	5,777	8,943	14,721	8,680	8,668	17,348	32,069	11.6%
	デシカント除湿機	18,551	3,543	5,944	9,487	5,601	4,573	10,174	19,661	6.0%
	VOC濃縮装置	7,305	1,541	2,376	3,917	2,374	3,280	5,655	9,572	31.0%
	その他	2,868	692	624	1,316	704	814	1,519	2,835	-1.2%
売上総利益		11,168	1,999	2,910	4,910	3,040	2,953	5,994	10,904	-2.4%
	売上総利益率	38.9%	34.6%	32.5%	33.4%	35.0%	34.1%	34.6%	34.0%	-
販売費及び一般管理費		6,870	1,513	1,766	3,279	1,753	1,840	3,594	6,873	0.0%
	販管費率	23.9%	26.2%	19.8%	22.3%	20.2%	21.2%	20.7%	21.4%	-
営業利益		4,298	486	1,144	1,630	1,287	1,113	2,400	4,030	-6.2%
	営業利益率	15.0%	8.4%	12.8%	11.1%	14.8%	12.8%	13.8%	12.6%	-
経常利益		4,361	596	1,148	1,744	1,292	1,153	2,446	4,190	-3.9%
	経常利益率	15.2%	10.3%	12.8%	11.8%	14.9%	13.3%	14.1%	13.1%	-
親会社株主に帰属する 当期(四半期)純利益		3,431	481	909	1,390	1,054	891	1,946	3,336	-2.8%

(出所) 決算短信、決算説明資料より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、中国向けが減少したものの、日本、韓国及びヨーロッパでのEV用電池製造工場向け出荷が拡大したことから、前期比6.0%増加した。VOC濃縮装置は、排気処理用途はほぼ前期並みであったものの、電池製造過程で使用されるNMP回収装置が欧州及び国内で伸びたため、同31.0%増となった。その他は、半導体工場クリーンルームの施工が需要の端境期となり、同1.2%減であった。

売上総利益率は、23/12期上期までは高い利益率を確保していた中国のEV用電池工場向けのデシカント除湿機で採算が大きく悪化したため、前期の38.9%から34.0%に低下した。

一方、販管費は、為替影響を除いたベースでは前期比 237 百万円減少したものの、円安に伴う海外子会社費用の円貨換算額の増加により、前期比 3 百万円増加した。主要科目別では、中国子会社の営業人員へのインセンティブが減少したため、給料諸手当が同 209 百万円減少したものの、研究開発費が同 46 百万円増、運賃が同 18 百万円増となった。

増収率が販管費の伸びを上回ったため、販管費率は前期の 23.9%から 21.4%に改善した。売上総利益率の悪化を販管費率の改善では吸収しきれず、営業利益率は前期の 15.0%から 12.6%に低下した。

営業利益は前期比 267 百万円の減少となった。同社が公表した営業利益の増減要因分析では、増益要因として、増収影響(為替影響を除く) 2,142 百万円、販管費減(同) 237 百万円、為替影響 325 百万円が挙げられている。一方、減益要因として、中国でのデシカント除湿機の利益率低下等による製造原価増(同)2,973 百万円が挙げられている。為替影響については、人民元、スウェーデンクローナ、米ドル等に対して円安になったことにより、為替変動が無かった場合と比較して、売上高が 1,202 百万円、売上原価が 636 百万円、販管費が 240 百万円、押し上げられている。

主要地域別売上高については、EV 用電池工場向けデシカント除湿機及び NMP 回収装置の拡大等により、日本は 10,688 百万円(前期比 48.7%増)、ヨーロッパは 5,616 百万円(同 120.5%増)となった(図表 8)。

【図表 8】24 年 12 月期の主要地域別売上高

(単位:百万円)

	内訳	23/12期	24/12期							増減率
		通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
日本		7,189	2,863	2,379	5,242	2,653	2,793	5,446	10,688	48.7%
中国		11,606	1,317	1,544	2,861	2,073	1,917	3,990	6,851	-41.0%
日本、中国を除くアジア		3,820	663	1,078	1,742	1,229	2,157	3,387	5,129	34.3%
	韓国	2,056	-	-	-	-	-	-	3,404	65.5%
	その他	1,763	-	-	-	-	-	-	1,725	-2.1%
ヨーロッパ		2,546	677	2,793	3,470	949	1,195	2,146	5,616	120.5%
北米		2,932	205	1,108	1,313	1,711	436	2,148	3,461	18.0%
	米国	2,683	-	-	-	-	-	-	3,221	20.1%
	その他	248	-	-	-	-	-	-	240	-3.5%
その他		629	49	40	90	62	168	231	321	-48.9%
合計		28,725	5,777	8,943	14,721	8,680	8,668	17,348	32,069	11.6%

(出所) 決算短信、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

韓国と米国は EV 用電池工場向けデシカント除湿機の拡大等により、各々 3,404 百万円(前期比 65.5%増)、3,221 百万円(同 20.1%増)とな

った。一方、中国はデシカント除湿機の大幅な減少により 6,851 百万円 (同 41.0%減)、その他アジアは 1,725 百万円 (同 2.1%減)、米国以外の北米は 240 百万円 (同 3.5%減)、その他地域は 321 百万円 (同 48.9%減) となった。

なお、24/12 期において、設備投資 (支払いベース) は 1,736 百万円、減価償却費は 962 百万円であった。

◆ 売上高と営業利益は期初計画を下回った

24/12 期の期初計画に対する達成率は、売上高 96.0% (計画に対して 1,348 百万円未達)、営業利益 90.9% (同 404 百万円未達) であった。売上高については、NMP 回収装置の売上計上が翌期に期ずれした影響に加え、期中に受注して売上計上を見込んでいた案件数が想定を下回った。

売上総利益については、売上高の計画未達の影響等により、計画を 593 百万円下回った。一方、販管費については、中国での人件費の計画未達や、運賃の計画未達等により計画を 190 百万円下回った。

◆ 利益蓄積や円安影響により自己資本比率は上昇

24/12 期末の総資産は、現金及び預金 (前期末比 2,804 百万円増) や、有形固定資産 (同 721 百万円増) 等が増加したため、前期末の 39,334 百万円から 42,795 百万円に増加した。

調達サイドでは、有利子負債が前期末比 1,074 百万円減少したものの、契約負債は同 1,407 百万円増加したこと等から、負債合計は同 298 百万円増加した。一方、利益蓄積や円安に伴う為替換算調整勘定の増加等により、自己資本は同 3,118 百万円増加した。負債の増加率が自己資本の増加率を下回ったため、自己資本比率は 23/12 期末の 68.1%から 69.9%に上昇した。

> 業績見通し

◆ 西部技研の 25 年 12 月期計画

25/12 期の会社計画は、売上高 34,632 百万円 (前期比 8.0%増)、営業利益 3,552 百万円 (同 11.9%減)、経常利益 3,630 百万円 (同 13.4%減)、親会社株主に帰属する当期純利益 3,117 百万円 (同 6.7%減) である (図表 9)。

製品別売上高については、デシカント除湿機は、日本の大手自動車メーカーの EV 電池製造案件 (25/12 期第 4 四半期~26/12 期第 1 四半期、受注金額 8.2 億円) と、韓国大手自動車メーカーの米国新工場向けに提携先のグンミョン・エンジ社が設計・施工する大型案件 (25/12

期第1四半期、同29億円)等の貢献を見込むものの、韓国やヨーロッパでは前期の大型案件の反動減を想定し、前期比0.6%減と予想している。

【図表9】西部技研の過去の業績と25年12月期計画

(単位:百万円)

	内訳	21/12期	22/12期	23/12期	24/12期	25/12期	
		実績	実績	実績	実績	計画	増減率
売上高		17,403	24,890	28,725	32,069	34,632	8.0%
	デシカント除湿機	9,938	15,931	18,551	19,661	19,537	-0.6%
	VOC濃縮装置	5,494	6,539	7,305	9,572	10,947	14.4%
	その他	1,969	2,419	2,868	2,835	4,146	46.2%
売上総利益		6,247	10,049	11,168	10,904	11,025	1.1%
	売上総利益率	35.9%	40.4%	38.9%	34.0%	31.8%	—
販売費及び一般管理費		4,400	5,444	6,870	6,873	7,473	8.7%
	販管費率	25.3%	21.9%	23.9%	21.4%	21.6%	—
営業利益		1,847	4,604	4,298	4,030	3,552	-11.9%
	営業利益率	10.6%	18.5%	15.0%	12.6%	10.3%	—
経常利益		2,063	4,783	4,361	4,190	3,630	-13.4%
	経常利益率	11.9%	19.2%	15.2%	13.1%	10.5%	—
親会社株主に帰属する当期純利益		1,695	3,908	3,431	3,336	3,111	-6.7%

(出所) 有価証券届出書、決算短信、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

VOC濃縮装置は、日本でのNMP回収装置の増加を見込み、同14.4%増と予想している。その他は、韓国で受注した日系半導体材料メーカーの半導体材料製造工場新設プロジェクトに関するコンストラクション・マネジメント業務(24/12期第4四半期~26/12期第1四半期、金額非開示)の貢献により、同46.2%増と予想している。

製品別の前期の受注と受注残高については、デシカント除湿機は、受注高が15,061百万円(前期比41.7%減)、受注残高が8,634百万円(前期末比32.7%減)であった。VOC濃縮装置は、受注高が10,422百万円(前期比29.8%増)、受注残高が5,370百万円(前期末比24.7%増)、その他は、受注高が5,511百万円(前期比104.8%増)、受注残高が3,402百万円(前期末比4.4倍)であった。

売上総利益率は、EV販売の減速に伴い、競争が激化してきた欧州向けのデシカント除湿機の採算悪化等により、前期比2.2%ポイント低下の31.8%を見込んでいる。一方、販管費は人件費や運賃等の増加により、同599百万円増、販管費率は同0.2%ポイント悪化の21.6%を見込んでいる。

営業利益は前期比11.9%減の3,552百万円、営業利益率は同2.3%ポイント低下の10.3%を見込んでいる。営業利益に減価償却費を加算したEBITDAは同4,519百万円、EBITDAマージンは同2.5%ポイント低下

の13.1%を見込んでいる。

主要地域別売上高の会社計画は図表10の通りである。日本は、トータルエンジニアリングの拡大等により、前期比32.8%増と予想している。米国は、グンミョン・エンジ社が設計・施工する大型案件の貢献を見込み、同29.7%増、中国は、デシカント除湿機が電池用途以外を含めて増加すると見込み、同9.6%増と予想している。

【図表10】25年12月期主要地域別売上高の計画 (単位:百万円)

	24/12期 実績	25/12期計画	
		計画	増減率
日本	10,688	14,191	32.8%
中国	6,851	7,511	9.6%
韓国	3,404	2,759	-18.9%
その他アジア	1,725	1,513	-12.3%
ヨーロッパ	5,616	4,203	-25.2%
米国	3,221	4,178	29.7%
米国以外の北米	240	240	0.0%
その他	321	35	-89.1%
合計	32,069	34,632	8.0%

(出所) 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

一方、韓国とヨーロッパは、前期の大型案件の反動減により、各々、前期比18.9%減、同25.2%減と予想している。その他アジアは同12.3%減、米国以外の北米は同横這い、その他は同89.1%減と予想している。

事業別売上高については、コア事業(機器・装置販売)は22,500百万円(前期比6.3%減)、成長事業(トータルエンジニアリング)は12,131百万円(同50.7%増)と予想している。成長事業の増収要因としては、国内のエネルギーデバイス投資に伴うエネルギーマネジメントシステムや、韓国で受注した日系半導体材料メーカーの半導体材料製造工場新設プロジェクトに関するコンストラクション・マネジメント業務が挙げられている。

◆ 中期経営計画の数値目標を下方修正した

同社は、24/12期決算の発表に際し、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を公表した。同社は、23/12期及び24/12期の利益計画未達に伴い、株価が下落し、会社計画に対する信用度が低下していると認識している。株価の適正な評価に向けて、会社の知名度の向上や中期経営計画に対する不透明感の払拭に努める方針である。

中期経営計画で掲げた26/12期の目標値については、米国の政権交代

による影響や欧州での投資停滞等を踏まえ、売上高 37,500 百万円→36,000 百万円、営業利益 5,250 百万→4,320 百万円、営業利益率 14%→12%、EBITDA マージン 18%→15%、ROE14%→13%に各々引下げられた。

また、24/12 期～26/12 期におけるキャッシュ・アロケーションについては、営業キャッシュ・フローを 150 億円から 130 億円に下方修正した一方、投資キャッシュ・フローは 60 億円から 60 億円以上、株式還元も 60 億円から 60 億円以上に微調整している。中期経営計画の期間中に予定する合計 20 億円の自社株買いについては変更されていない。その第一弾として、25 年 2 月 17 日～25 年 6 月 23 日までに上限 700 千株（発行済株式総数に対する割合 3.41%）、上限 10 億円を取得する予定である。

30/12 期の数値目標である売上高 55,000 百万円、営業利益率 17%以上、EBITDA マージン 21%以上、ROE18%以上についての変更はない。

◆ 証券リサーチセンターの 25 年 12 月期予想

当センターは、24/12 期実績や環境変化、同社の施策等を踏まえて 25/12 期予想を見直した結果、売上高を 35,000 百万円→33,700 百万円（前期比 5.1%増）、営業利益を 4,760 百万円→3,480 百万円（同 13.6%減）、経常利益を 4,950 万円→3,570 百万円（同 14.8%減）、親会社株主に帰属する当期純利益を 3,935 百万円→3,060 百万円（同 8.3%減）に修正した（図表 11）。なお、EBITDA は 4,450 百万円（同 10.9%減）と予想した。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

製品別売上高では、VOC 濃縮装置を 500 百万円、その他を 1,200 百万円増額した一方、デシカント除湿機を 3,000 百万円減額した。

VOC 濃縮装置については、24/12 期下期の受注高（6,125 百万円、上期は 4,297 百万円）及び 24/12 期末の受注残高（5,370 百万円、23/12 期末は 4,305 百万円）が想定を上回ったことを考慮した。その他についても、24/12 期下期の受注高（3,843 百万円、上期は 1,668 百万円）及び 24/12 期末の受注残高（3,402 百万円、23/12 期末は 780 百万円）が想定を上回ったことを考慮した。一方、デシカント除湿機については、24/12 期下期の受注高（5,818 百万円、上期は 9,243 百万円）及び 24/12 期末の受注残高（8,634 百万円、23/12 期末は 12,833 百万円）が想定を大幅に下回ったほか、米国における EV 政策の変更を考慮した。

売上総利益率は、デシカント除湿機における採算低下が想定以上であ

ったため、前回予想の 34.6%から 32.0%に引下げた。販管費は、24/12 期実績が想定を下回ったため、40 百万円減額した。

【 図表 11 】 中期業績予想

(単位:百万円)

	24/12期	25/12期CE	旧25/12期E	25/12期E	旧26/12期E	26/12期E	27/12期E
売上高	32,069	34,632	35,000	33,700	37,000	35,100	37,300
前期比	11.6%	8.0%	5.7%	5.1%	5.7%	4.2%	6.3%
製品別	-	-	-	-	-	-	-
デシカント除湿機	19,661	19,537	21,000	18,000	21,500	18,600	19,300
VOC濃縮装置	9,572	10,947	11,000	11,500	12,500	13,000	14,500
その他	2,835	4,146	3,000	4,200	3,000	3,500	3,500
売上総利益	10,904	11,025	12,100	10,780	12,900	11,480	11,910
売上総利益率	34.0%	31.8%	34.6%	32.0%	34.9%	32.7%	31.9%
販売費及び一般管理費	6,873	7,473	7,340	7,300	7,680	7,600	7,950
販管費率	21.4%	21.6%	21.0%	21.7%	20.8%	21.7%	21.3%
営業利益	4,030	3,552	4,760	3,480	5,220	3,880	3,960
前期比	-6.2%	-11.9%	10.2%	-13.6%	9.7%	11.5%	2.1%
営業利益率	12.6%	10.3%	13.6%	10.3%	14.1%	11.1%	10.6%
経常利益	4,190	3,630	4,950	3,570	5,414	3,950	4,030
前期比	-3.9%	-13.4%	9.8%	-14.8%	9.4%	10.6%	2.0%
経常利益率	13.1%	10.5%	14.1%	10.6%	14.6%	11.3%	10.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	3,336	3,111	3,935	3,060	4,302	3,200	3,250
前期比	-2.8%	-6.7%	9.7%	-8.3%	9.3%	4.6%	1.6%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想
(出所) 決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは、24/12 期実績や環境変化、同社の施策等を踏まえて、26/12 期予想を見直すと共に、27/12 期予想を新たに策定した。

26/12 期は、売上高を 1,900 百万円、営業利益を 1,340 百万円減額した。前期比では、VOC 濃縮装置(半導体や半導体材料向け等)やデシカント除湿機(ペロプスカイト太陽電池やリチウムイオンキャパシタ向け等)の増加や、増収効果に伴う固定費負担の軽減等により、4.2%増収、11.5%営業増益と予想している。EBITDA は 4,960 百万円(前期比 11.5%増)と予想した。

製品別売上高では、25/12 期の予想見直しと同じ理由により、VOC 濃縮装置を 500 百万円、その他を 500 百万円増額した一方、デシカント除湿機を 2,900 百万円減額した。

売上総利益率は、デシカント除湿機における採算低下を考慮し、前回予想の 34.9%から 32.7%に引下げた。販管費は、24/12 期実績が想定を下回ったため、80 百万円減額した。

27/12期については、売上高 37,300 百万円（前期比 6.3%増）、営業利益 3,960 百万円（同 2.1%増）と予想した。一方、当初計画に比べて生産開始が遅延する見通しとなった、デシカント除湿機の除湿ローターを生産する福岡県宗像市の宗像第二工場の稼働に伴う減価償却費の増加を想定し、EBITDA は 5,460 百万円（同 10.1%増）と予想した。

製品別売上高では、デシカント除湿機は、ペロブスカイト太陽電池やリチウムイオンキャパシタ向け等の増加を想定し、19,300 百万円（前期比 3.8%増）と予想した。VOC 濃縮装置は、半導体や半導体材料、向け等での増加を想定し、14,500 百万円（同 11.5%増）と予想した。その他は 3,500 百万円（同横這い）と予想した。

売上総利益率は、主として減価償却費等の増加を想定し、前期比 0.8%ポイント低下の 31.9%と予想した。販管費は、人件費や運賃の増加等を想定し、7,950 百万円（前期比 4.6%増）と予想した。

同社は、連結配当性向の目標値を 40%以上に設定しており、24/12 期の配当は前期比 10.0 円増配の 70.0 円であった。25/12 期についても 70.0 円と計画している。当センターでは、業績予想を下方修正したため、配当予想についても、25/12 期は 80.0 円から 70.0 円（配当性向 46.9%）、26/12 期は 85.0 円から 70.0 円（同 44.8%）に引下げた。27/12 期は新たに 70.0 円（同 44.2%）と予想した。

> 投資に際しての留意点

◆ 二つの留意点に追加する

当センターでは、前回発行したレポートで、1) 海外展開（特に中国）に伴うリスク、2) 特定分野の設備投資に対する依存度の高さ、3) 大株主の株式売却リスクを投資に際しての留意点として指摘していた。

今回、「トータルエンジニアリングの拡大による利益率の変動リスク」並びに「世界各国の政策による業績への影響」についても新たに投資に際しての留意点に追加した。

同社は、今回、トータルエンジニアリングの拡大による成長を志向する方針を明確化した。トータルエンジニアリングの売上高構成比は、23/12 期の 11.5%から 24/12 期に 24.9%へと急上昇したが、25/12 期においては更に 34.9%への上昇が計画されている。

トータルエンジニアリングについては、現時点では、その平均的な利益率は、装置・機器の単品販売に比べて大きな差はない模様である。一方、トータルエンジニアリングの案件単価は装置・機器の単品販売

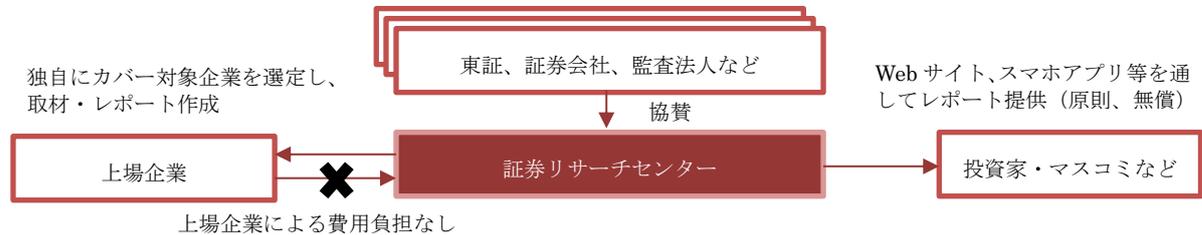
に比べて案件単価は高くなるものの、案件毎の利益率の差異が大きくなる傾向がある。結果として、成長事業(トータルエンジニアリング)の売上高構成比の上昇が、利益率の低下によって利益の増加に繋がらない可能性もあることを考慮に入れ、トータルエンジニアリングの拡大による利益率の変動リスクを新たに投資に際しての留意点に追加した。

また、同社の製品群の多くは、世界各国の政策による影響を強く受ける傾向があるが、国内外の政策の変化による同社業績への影響を正確に予測することは難しい。同社が関係する各国において想定外の政策変更があった場合、同社の業績が当センターの業績予想から大きく乖離する可能性も考えられる。よって、国内外で政策変更の可能性が高まっていることを踏まえ、世界各国の政策による業績への影響についても新たに投資に際しての留意点に追加することにした。

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	一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム

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。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。