

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9月12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 20250909

西部技研(6223 東証スタンダード)

発行日:2025/9/12

デシカント除湿機と VOC 濃縮装置等を製造販売
半導体材料やキャパシタ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プレーヤー

・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(NMP 回収装置を含む)等を、スウェーデン、中国、アメリカ、ポーランド、韓国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プレーヤーである。25/12 期中間期(以下、上期)の製品別売上高構成比は、デシカント除湿機 49.6%、VOC 濃縮装置 38.8%、その他 11.7%であった。

◆ 25 年 12 月期上期決算は 6%減収、25%営業増益

・25/12 期上期決算は、ヨーロッパや米国、韓国等でデシカント除湿機等の売上高が減少したものの、高採算案件の貢献により、売上総利益率が上昇したため、前年同期比 5.6%減収 24.6%営業増益であった。製品別では、デシカント除湿機が 27.4%減収、VOC 濃縮装置が 37.5%増収、主要地域別では、日本が 36.0%増収、中国が 4.3%減収、ヨーロッパが 52.5%減収だった。

◆ 25 年 12 月期会社計画は従来計画を据え置き

・同社によれば上期の利益は計画(上期計画は非公表)を若干上回ったとのことだが、下期に売上計上予定の案件には採算が厳しいものがあるため、8.0%増収、11.9%営業減益を見込む従来計画を同社は据え置いた。
・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、25/12 期上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 33,700 百万円→32,800 百万円(前期比 2.3%増)、営業利益を 3,480 百万円→3,890 百万円(同 3.5%減)に修正した。

◆ 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、26/12 期以降の予想についても、売上高を減額した一方、営業利益を増額した。
・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 5.8%増収、4.4%営業増益、27/12 期は同 7.2%増収、1.2%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】

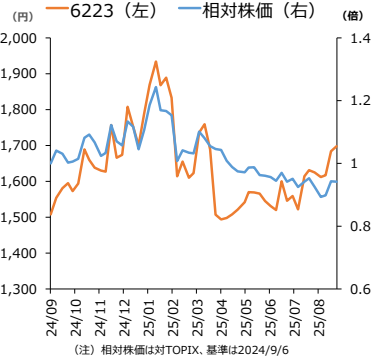
	2025/9/5
株価 (円)	1,698
発行済株式数 (株)	20,500,000
時価総額 (百万円)	34,809

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	10.4	9.9	10.2
PBR (倍)	1.2	1.1	1.0
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 (%)	4.2	7.5	9.7
対TOPIX (%)	-0.3	-2.0	-3.2

【株価チャート】



【 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	155.4	-	70.0
2025/12 E	32,800	2.3	3,890	-3.5	3,960	-5.5	3,390	1.6	170.7	1,528.4	70.0
2026/12 E	34,700	5.8	4,060	4.4	4,100	3.5	3,290	-2.9	165.7	1,624.1	70.0
2027/12 E	37,200	7.2	4,110	1.2	4,150	1.2	3,310	0.6	166.7	1,720.8	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。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プレーヤー

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プレーヤーである。

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にある。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。25/12 期中間期（以下、上期）における製品別売上高構成比は、デシカント除湿機 49.6%、VOC 濃縮装置 38.8%、その他 11.7%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		25/12期上期	
	金額	構成比	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%	6,888	49.6%
VOC濃縮装置	5,494	31.6%	6,539	26.3%	7,305	25.4%	9,572	29.8%	5,386	38.8%
その他	1,969	11.3%	2,419	9.7%	2,868	10.0%	2,835	8.8%	1,621	11.7%
合計	17,403	100.0%	24,890	100.0%	28,725	100.0%	32,069	100.0%	13,897	100.0%

(注) 製品別売上高及び構成比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

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。

(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。

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°C 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。

デシカント除湿機の新しい用途としては、定置用リチウムイオン蓄電池、全固体電池、データセンター用リチウムイオンキャパシタ、ペロブスカイト太陽電池等の製造工場が挙げられており、これらの用途の開拓が同社の中長期的な成長性を占う鍵となろう。

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 濃縮ローターの製品化に成功し、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温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。同社は、今後の有望な用途先として半導体及び半導体材料を挙げている。

(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%に対して 9.0%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%に達している。

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。

◆ 海外売上高比率は高い水準にあるが、最近では日本市場向けが拡大
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(NMP 回収装置を含む)については、中国、韓国、欧州、台湾、北米等が従来の主要市場であったが、最近では日本市場も拡大している。

結果として、25/12期上期の地域別売上高構成比は、日本 51.3%、中国 19.7%、韓国 3.3%、その他アジア(台湾、タイ、インド、マレーシア等) 7.0%、ヨーロッパ 11.9%、米国 3.2%、その他北米 1.2%、その他(オセアニア、中近東、アフリカ等) 2.4%となっており、海外売上高比率は 24/12期通期の 66.7%から 48.7%に低下した(図表 2)。

【 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		25/12期上期	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
日本	7,189	25.0%	10,688	33.3%	7,130	51.3%
中国	11,606	40.4%	6,851	21.4%	2,738	19.7%
韓国	2,056	7.2%	3,404	10.6%	459	3.3%
その他アジア	1,763	6.1%	1,725	5.4%	971	7.0%
ヨーロッパ	2,546	8.9%	5,616	17.5%	1,649	11.9%
米国	2,683	9.3%	3,221	10.0%	448	3.2%
その他北米	248	0.9%	240	0.7%	164	1.2%
その他	629	2.2%	321	1.0%	334	2.4%
合計	28,725	100.0%	32,069	100.0%	13,897	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

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 期以降の数値は開示されていない。

◆ 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、収益性を計る重要指標 (KPI) として、営業利益率や EBITDA マージン、ROE を重視している。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、グローバルプレーヤーとして、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

(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

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。

◆ 特定顧客への依存度は低い

デシカント除湿機の使用は、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 濃縮装置の使用も、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、代理店を通じても販売している。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。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、売上高等の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売上高の減少により、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)	・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)	・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)	・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)	・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)。

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。

【 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			
			・国内売上高	10,688百万円	7,130百万円
			・中国売上高	6,851百万円	2,738百万円
			・韓国売上高	3,404百万円	459百万円
			・その他アジア売上高	1,725百万円	971百万円
			・ヨーロッパ売上高	5,616百万円	1,649百万円
			・米国売上高	3,221百万円	448百万円
			・その他北米売上高	240百万円	164百万円
			・その他地域売上高	321百万円	334百万円
			・海外売上高比率	66.7%	48.7%
	ブランド	・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	59.5年 (25年4月時点)	60年 (25年9月時点)
			・デシカント除湿機商品化からの経過年数	41年 (25年4月時点)	41.5年 (25年9月時点)
			・上場からの経過年数	1.5年 (25年4月時点)	2年 (25年9月時点)
	事業パートナー	・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	・同社は、経営指標として、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 ・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と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	・営業利益率	12.6%	14.6%
			・EBITDAマージン	15.6%	18.0%
			・ROE	11.8%	
	知的財産ノウハウ	・国内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 ・燃焼排ガスからのCO2回収装置や酸素濃縮装置等の研究開発を行っている			
人的資本	経営陣	・専社長は、長年、同社の経営に従事している ・専社長による高い経営へのコミットメント	・連結研究開発費	348百万円	187百万円
			・専社長の在任年数	23年 (25年4月時点)	23.5年 (25年9月時点)
	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 ・インセンティブ制度	・専社長（資産管理会社を含む）の保有株数	7,209千株 (35.2%)	7,209千株 (35.2%)
			・連結従業員数	779名	
			・単体従業員数	392名	
			・平均年齢 (単体)	40.5歳	
			・従業員持株会	1,358千株 (6.6%)	1,368千株 (6.7%)

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、前回は 24/12 期または 24/12 期末、今回は 25/12 期上期または 25/12 期上期末のもの。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

> 決算概要

◆ 25 年 12 月期上期決算は 6%減収、25%営業増益

25/12 期上期決算は、売上高 13,897 百万円（前年同期比 5.6%減）、営業利益 2,031 百万円（同 24.6%増）、経常利益 1,985 百万円（同 13.8%増）、親会社株主に帰属する中間純利益 1,496 百万円（同 7.6%増）となった（図表 7）。

製品別売上高については、デシカント除湿機は、前年同期に大型案件が貢献した、ヨーロッパ、米国及び韓国等が大きく落ち込んだことから、前年同期比 27.4%減少した。VOC 濃縮装置（NMP 回収装置を含

む) は、日本やその他アジア（主に台湾）において大型案件が貢献したため、同 37.5%増加した。その他は、日本において、好調な市場環境を背景に全熱交換器が伸長したため、同 23.2%増加した。

【 図表 7 】 25 年 12 月期上期の業績							(単位：百万円)			
	内訳	24/12期					25/12期			
		上期	3Q	4Q	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率
売上高		14,721	8,680	8,668	17,348	32,069	6,835	7,061	13,897	-5.6%
	デシカント除湿機	9,487	5,601	4,573	10,174	19,661	3,477	3,411	6,888	-27.4%
	VOC濃縮装置	3,917	2,374	3,280	5,655	9,572	2,346	3,040	5,386	37.5%
	その他	1,316	704	814	1,519	2,835	1,011	610	1,621	23.2%
	コア事業	10,492	－	－	13,530	24,022	5,007	4,511	9,518	-9.3%
	成長事業	4,228	－	－	3,819	8,047	1,828	2,550	4,378	3.6%
売上総利益		4,910	3,040	2,953	5,994	10,904	2,784	2,339	5,124	4.4%
売上総利益率		33.4%	35.0%	34.1%	34.6%	34.0%	40.7%	33.1%	36.9%	－
販売費及び一般管理費		3,279	1,753	1,840	3,594	6,873	1,524	1,569	3,093	-5.7%
販管費率		22.3%	20.2%	21.2%	20.7%	21.4%	22.3%	19.8%	22.3%	－
営業利益		1,630	1,287	1,113	2,400	4,030	1,259	772	2,031	24.6%
営業利益率		11.1%	14.8%	12.8%	13.8%	12.6%	18.4%	10.9%	14.6%	－
経常利益		1,744	1,292	1,153	2,446	4,190	1,221	764	1,985	13.8%
経常利益率		11.8%	14.9%	13.3%	14.1%	13.1%	17.9%	10.8%	14.3%	－
親会社株主に帰属する 当期（四半期）純利益		1,390	1,054	891	1,946	3,336	924	572	1,496	7.6%

(注) 24/12 期下期及び 25/12 期 2Q の数値は証券リサーチセンターによる推定値
(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

事業別売上高においては、コア事業は、デシカント除湿機の販売減により前年同期比 9.3%減少した一方、成長事業は、日本において NMP 回収装置に係るトータルエンジニアリング案件が伸長したため、同 3.6%増加した。

売上総利益率は、高採算案件が貢献し、前年同期の 33.4%から 36.9%に上昇した。

一方、販管費は、為替影響を除いたベースで前年同期比 159 百万円減少したほか、円高に伴う海外子会社費用の円貨換算額の減少という要因が加わり、前年同期比 186 百万円減少した。主要科目別では、売上高の減少に伴い、運賃が同 59 百万円減少したほか、ヨーロッパや中国等で人員が減少したこと等に伴い、給料諸手当が同 24 百万円減少した。

販管費の減少率は売上高の減少率と同程度であったため、販管費率は前年同期と同じ 22.3%であった。

営業利益は前年同期比 400 百万円の増加となり、営業利益率は前年同期の 11.1%から 14.6%に上昇した。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、減収及び高採算案件の影響による製造原価減（為替影響を除く）989 百万円、販管費減（同）159 百万円が挙げられている。一方、減益要因として、減収影響（同）707 百万円、為替影響 39 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高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 117 百万円、売上原価が 50 百万円、販管費が 27 百万円、押し下げられている。

なお、同社が重視している EBITDA と EBITDA マージンは、各々、2,494 百万円（前年同期比 19.3%増）、18.0%（前年同期は 14.2%）であった。

営業外収支については、前年同期が 18 百万円の為替差益であったのに対し、25/12 期上期は 106 百万円の為替差損となったことから、前年同期の 114 百万円の黒字から 46 百万円の赤字に転じた。

地域別売上高については、日本は、VOC 濃縮装置や全熱交換器の伸長により、7,130 百万円（前年同期比 36.0%増）となったほか、台湾等の日本・中国・韓国を除くアジアも、VOC 濃縮装置の伸長により、971 百万円（同 121.1%増）となった（図表 8）。また、米国以外の北米は 164 百万円（前年同期は 5 百万円）、オセアニア向けデシカント除湿機が貢献したその他地域は 334 百万円（同 90 百万円）であった。

【 図表 8 】 25 年 12 月期上期の地域別売上高 (単位：百万円)

	内訳	24/12期					25/12期			
		上期	3Q	4Q	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率
日本		5,242	2,653	2,793	5,446	10,688	3,122	4,008	7,130	36.0%
中国		2,861	2,073	1,917	3,990	6,851	1,431	1,307	2,738	-4.3%
日本、中国を除くアジア		1,742	1,229	2,157	3,387	5,129	—	—	—	—
	韓国	1,303	—	—	2,101	3,404	214	245	459	-64.7%
	その他	439	—	—	1,286	1,725	468	503	971	121.1%
ヨーロッパ		3,470	949	1,195	2,146	5,616	949	700	1,649	-52.5%
北米		1,313	1,711	436	2,148	3,461	—	—	—	—
	米国	1,307	—	—	1,914	3,221	296	152	448	-65.7%
	その他	5	—	—	235	240	95	69	164	27.5X
その他		90	62	168	231	321	256	78	334	3.7X
合計		14,721	8,680	8,668	17,348	32,069	6,835	7,061	13,897	-5.6%

(注) 24/12 期下期及び 25/12 期 2Q の数値は証券リサーチセンターによる推定値
(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

一方、デシカント除湿機等の減少により、ヨーロッパは 1,649 百万円（前年同期比 52.5%減）、米国は 448 百万円（同 65.7%減）、韓国は 459 百万円（同 64.7%減）であった。また、中国は 2,738 百万円（同 4.3%減）であった。

なお、25/12 期上期において、設備投資（支払いベース）は 1,067 百万円、減価償却費は 463 百万円、研究開発費は 187 百万円あった。

◆ 有利子負債の増加等により自己資本比率は低下

25/12 期上期末の総資産は、棚卸資産（前期末比 980 百万円増）や、有形固定資産（同 444 百万円増）等が増加したため、前期末の 42,795 百万円から 44,350 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 2,135 百万円増加したことや、契約負債も同 1,480 百万円増加したこと等から、負債合計は同 3,016 百万円増加した。一方、自己株式の取得や、円高に伴う為替換算調整勘定の減少等により、自己資本は同 1,453 百万円減少した。負債の増加と自己資本の減少により、自己資本比率は 24/12 期末の 69.9%から 64.2%に低下した。

> 業績見通し

◆ 西部技研の 25 年 12 月期計画

同社は上期の利益は会社計画（非公表）を若干上回ったとしているものの、下期に売上計上を予定している案件には採算が厳しいものがあることから、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 3,111 百万円（同 6.7%減）を見込む従来計画を同社は据え置いた（図表 9）。

【 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%
	コア事業	—	—	—	24,022	22,500	-6.3%
	成長事業	—	—	—	8,047	12,131	50.7%
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

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(売上計上予定 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(同 25/12 期第 1 四半期、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。

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(売上計上予定 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 25/12 期上期受注高と 25/12 期上期末の受注残高については、デシカント除湿機は、受注高が 15,536 百万円(前年同期比 68.1%増)、受注残高が 17,038 百万円(前年同期末比 28.3%増)であった。VOC 濃縮装置は、受注高が 4,768 百万円(前年同期比 11.0%増)、受注残高が 4,620 百万円(前年同期末比 7.7%減)、その他は、受注高が 1,236 百万円(前年同期比 25.9%減)、受注残高が 2,977 百万円(前年同期末比 2.6 倍)であった。なお、デシカント除湿機については、第 2 四半期の受注高(11,444 百万円)及び第 2 四半期末の受注残高(17,038 百万円)は公表されている四半期の数字としては過去最高の水準であった。

上期の主な受注案件としては、日本大手キャパシタメーカーのコンストラクション・マネジメント案件(売上計上予定 25/12 期第 4 四半期～26/12 期第 4 四半期、受注金額約 48.3 億円)、インド大手車載電池メーカー向け NMP 回収装置案件(同 25/12 期第 4 四半期～26/12 期第 1 四半期、約 10.6 億円)、日本国内の総合エンジニアリングサービス会社のペロブスカイト太陽電池製造工場向けデシカント除湿機案件(同 26/12 期第 2 四半期、約 4.0 億円)等が挙げられる。

売上総利益率は、24 年における 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 9.5%減の 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。

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、国内のエナジ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。

◆ 証券リサーチセンターの 25 年 12 月期予想

当センターは、25/12 期上期実績や環境変化、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 33,700 百万円→32,800 百万円(前期比 2.3%増)、営業利益を 3,480 百万円→3,890 百万円(同 3.5%減)、経常利益を 3,570 万円→3,960 百万円(同 5.5%減)、親会社株主に帰属する当期純利益を 3,060 百万円→3,390 百万円(同 1.6%増)に修正した(図表 11)。なお、EBITDA については、4,450 百万円→4,860 百万円(同 2.6%減)に上方修正した。

【 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	旧27/12期E	27/12期E
売上高	32,069	34,632	33,700	32,800	35,100	34,700	37,300	37,200
前期比	11.6%	8.0%	5.1%	2.3%	4.2%	5.8%	6.3%	7.2%
製品別	-	-	-	-	-	-	-	-
デシカント除湿機	19,661	19,537	18,000	18,600	18,600	19,000	19,300	20,500
VOC濃縮装置	9,572	10,947	11,500	10,000	13,000	11,500	14,500	12,500
その他	2,835	4,146	4,200	4,200	3,500	4,200	3,500	4,200
売上総利益	10,904	11,025	10,780	10,450	11,480	10,980	11,910	11,510
売上総利益率	34.0%	31.8%	32.0%	31.9%	32.7%	31.6%	31.9%	30.9%
販売費及び一般管理費	6,873	7,473	7,300	6,560	7,600	6,920	7,950	7,400
販管費率	21.4%	21.6%	21.7%	20.0%	21.7%	19.9%	21.3%	19.9%
営業利益	4,030	3,552	3,480	3,890	3,880	4,060	3,960	4,110
前期比	-6.2%	-11.9%	-13.6%	-3.5%	11.5%	4.4%	2.1%	1.2%
営業利益率	12.6%	10.3%	10.3%	11.9%	11.1%	11.7%	10.6%	11.0%
経常利益	4,190	3,630	3,570	3,960	3,950	4,100	4,030	4,150
前期比	-3.9%	-13.4%	-14.8%	-5.5%	10.6%	3.5%	2.0%	1.2%
経常利益率	13.1%	10.5%	10.6%	12.1%	11.3%	11.8%	10.8%	11.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	3,336	3,111	3,060	3,390	3,200	3,290	3,250	3,310
前期比	-2.8%	-6.7%	-8.3%	1.6%	4.6%	-2.9%	1.6%	0.6%

(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

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、デシカント除湿機を 600 百万円増額した一方、VOC 濃縮装置を 1,500 百万円減額した。その他は前回予想を据え置いた。

デシカント除湿機については、25/12 期上期の受注高(15,536 百万円)及び 25/12 期上期末の受注残高(17,038 百万円)が想定を大幅に上回ったことを考慮した。一方、VOC 濃縮装置については、25/12 期上期の受注高(4,768 百万円)及び 25/12 期上期末の受注残高(4,620 百万円)が想定を下回ったことを考慮した。

売上総利益率については、25/12 期上期実績は想定を上回ったものの、国内外の EV 電池市場における環境悪化や競争激化の影響を受け、デシカント除湿機の受注案件においては採算が低下している可能性が高いと考えたため、前回予想の 32.0%から 31.9%に引下げた。販管費は、25/12 期上期実績が想定を下回ったため、740 百万円減額した。

> 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、25/12 期上期実績や環境変化、同社の施策等を踏まえて、26/12 期以降の予想も見直した。

26/12 期は、売上高を 400 百万円減額したものの、営業利益を 180 百万円増額した。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）の増加等により、5.8%増収、4.4%営業増益と予想している。EBITDA は、4,960 百万円→5,140 百万円（前期比 5.8%増）に上方修正した。

製品別売上高では、25/12 期上期の受注高が想定を下回ったため、VOC 濃縮装置を 1,500 百万円減額した。一方、需要が拡大しているリチウムイオンキャパシタやペロブスカイト太陽電池向けの想定を引上げたため、デシカント除湿機を 400 百万円増額した。また、国内の全熱交換器の良好な市場環境が継続すると考え、その他を 700 百万円増額した。

売上総利益率は、デシカント除湿機における採算低下が継続すると考え、前回予想の 32.7%から 31.6%に引下げた。販管費は、25/12 期予想の見直しを踏まえ、680 百万円減額した。

27/12 期は、売上高を 100 百万円減額したものの、営業利益を 150 百万円増額した。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）の増加等により、7.2%増収、1.2%営業増益と予想している。EBITDA は、5,460 百万円→5,610 百万円（前期比 9.1%増）に上方修正した。営業増益率（同 1.2%増）よりも高い伸びを想定しているのは、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見込んでいるためである。

製品別売上高では、26/12 期予想の見直しと同じ理由により、VOC 濃縮装置を 2,000 百万円減額した一方、デシカント除湿機を 1,200 百万円、その他を 700 百万円増額した。

売上総利益率は、26/12 期予想の見直しと同じ理由により、前回予想の 31.9%から 30.9%に引下げた。販管費は、26/12 期予想の見直しを踏まえ、550 百万円減額した。

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。25/12 期 70.0 円（配当性向 41.0%）、26/12 期 70.0 円（同 42.3%）、27/12 期 70.0 円（同 42.0%）と予想している当センターの配当予想に変更はない。

> 投資に際しての留意点

◆ 新分野の大型案件における利益率の悪化リスクを追加する

当センターでは、これまでに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、4) 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、5) 世界各国の政策による業績への影響を投資に際しての留意点として指摘していた。

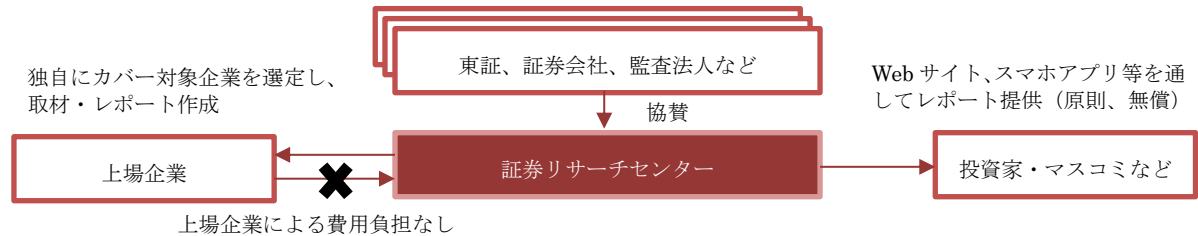
投資に際しての留意点の中でも、特に、特定分野の設備投資に対する依存度の高さは同社の業績動向に大きな影響を与えている。当センターでは、今回、EV 関連設備投資の環境悪化を踏まえ、売上総利益率の予想を引下げた。一方、データセンター向けリチウムイオンキャパシタ製造やペロブスカイト太陽電池製造向けのデシカント除湿機等、新分野向けの受注が拡大しているため、デシカント除湿機の売上高については予想を上方修正している。

こうした製品の用途拡大は、売上高の成長に加え、業績変動リスクの低減に繋がることから、基本的には歓迎すべき変化である。しかしながら、新分野については、従来分野に比べて想定外の問題が発生することも多く、特に大型案件において利益率が悪化する可能性があろう。よって、今回、新分野の大型案件における利益率の悪化リスクを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。