

# 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

2026年3月13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 20260310

## 西部技研(6223 東証スタンダード)

発行日:2026/3/13

### デシカント除湿機とVOC濃縮装置等を製造販売 太陽電池やキャパシタ向け等の需要増により、27年12月期以降は増益を予想

#### > 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期の製品別売上高構成比は、デシカント除湿機 57.4%、VOC濃縮装置 28.7%、その他 13.9%であった。

#### ◆ 25年12月期の営業利益は期初計画を大幅に超過

・25/12期決算は、日本やその他アジア、米国での売上高の拡大や、売上高運賃比率の改善等により、前期比 7.0%増収 12.4%営業増益であった。期初計画に対する達成率は、売上高 99.1% (計画に対して 310 百万円未達)、営業利益 127.5% (同 978 百万円超過) であった。  
・製品別では、デシカント除湿機が前期比 0.2%増収、VOC濃縮装置が同 3.0%増収、その他が同 67.8%増収であった。

#### ◆ 26年12月期会社計画は5%増収、11%営業減益

・26/12期について同社は、日本やその他アジアでのデシカント除湿機の増加により、5.0%増収を見込む一方、前期に売上計上した好採算案件の剥落や減価償却費の増加等により 11.0%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、25/12期実績や環境変化等を踏まえて 26/12期予想を見直し、売上高を 34,700 百万円→35,300 百万円(前期比 2.8%増)、営業利益を 4,060 百万円→4,200 百万円(同 7.3%減)に上方修正した。

#### ◆ 太陽電池向け等の需要増により、27年12月期以降は増益を予想

・当センターでは、25/12期実績や環境変化等を踏まえ、27/12期業績予想も上方修正すると共に、28/12期の業績予想を新たに策定した。  
・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等の新分野の需要増等を想定し、27/12期は前期比 7.4%増収、9.5%営業増益、28/12期は同 6.9%増収、4.3%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】

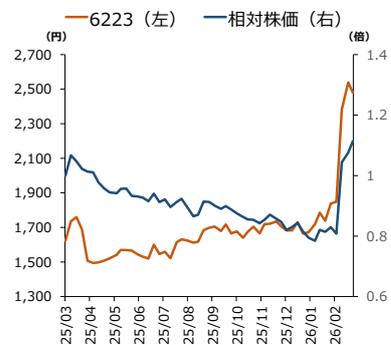
	2026/3/6
株価 (円)	2,480
発行済株式数 (株)	20,500,000
時価総額 (百万円)	50,840

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	14.4	12.2	14.0
PBR (倍)	1.5	1.4	1.3
配当利回り (%)	2.8	2.8	3.0

#### 【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	45.9	46.3	57.6
対TOPIX (%)	32.1	25.5	7.3

#### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2025/3/7

#### 【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)
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	34,322	7.0	4,530	12.4	4,494	7.3	3,455	3.6	172.5	1,616.0	70.0
2026/12 CE	36,050	5.0	4,030	-11.0	4,460	-0.8	3,870	12.0	199.6	-	70.0
2026/12 E	35,300	2.8	4,200	-7.3	4,590	2.1	3,970	14.9	203.2	1,736.1	70.0
2027/12 E	37,900	7.4	4,600	9.5	4,690	2.2	3,470	-12.6	177.6	1,843.7	75.0
2028/12 E	40,500	6.9	4,800	4.3	4,890	4.3	3,630	4.6	185.8	1,954.5	75.0

(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 期における製品別売上高構成比は、デシカント除湿機 57.4%、VOC 濃縮装置 28.7%、その他 13.9%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	
	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%	19,700	57.4%
VOC濃縮装置	5,494	31.6%	6,539	26.3%	7,305	25.4%	9,572	29.8%	9,863	28.7%
その他	1,969	11.3%	2,419	9.7%	2,868	10.0%	2,835	8.8%	4,758	13.9%
合計	17,403	100.0%	24,890	100.0%	28,725	100.0%	32,069	100.0%	34,322	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<sup>注1</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 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 $-40^{\circ}\text{C}$ 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。同社グループは、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程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<sup>注2</sup>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。

◆ **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期の地域別売上高構成比は、日本45.6%、中国16.7%、韓国7.5%、その他アジア(台湾、タイ、インド、マレーシア等)6.6%、ヨーロッパ10.3%、米国10.8%、その他北米(カナダ)1.2%、その他(オセアニア、中近東、アフリカ等)1.4%となっており、海外売上高比率は24/12期の66.7%から54.4%に低下した(図表2)。22/12期及び23/12期においては4割を超えていた中国の売上高比率が、総売上高の拡大を達成する中で、2割を下回ったことは注目に値する。

【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	
	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%	15,639	45.6%
中国	11,606	40.4%	6,851	21.4%	5,740	16.7%
韓国	2,056	7.2%	3,404	10.6%	2,561	7.5%
その他アジア	1,763	6.1%	1,725	5.4%	2,280	6.6%
ヨーロッパ	2,546	8.9%	5,616	17.5%	3,521	10.3%
米国	2,683	9.3%	3,221	10.0%	3,706	10.8%
その他北米	248	0.9%	240	0.7%	409	1.2%
その他	629	2.2%	321	1.0%	463	1.4%
合計	28,725	100.0%	32,069	100.0%	34,322	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。

25/12 期においては、売上高運賃比率や売上高人件費率の改善に伴い、営業利益率は前期比 0.6%ポイント上昇の 13.2%となった。EBITDA マージンも同 0.5%ポイント上昇の 16.1%となった (図表 3)。

【 図表 3 】 KPI の推移

(単位 : %)

	21/12期	22/12期	23/12期	24/12期	25/12期
営業利益率	10.6	18.5	15.0	12.6	13.2
EBITDAマージン	15.3	22.1	18.1	15.6	16.1
ROE	13.1	24.5	15.4	11.8	11.1

(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た。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組む方針である。

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期決算から、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「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「成長事業(トータルエンジニアリング)」と各々定義し、各売上高を公表するようになった。

25/12期においては、コア事業(装置・機器販売)の売上高は、デシカント除湿機の単品販売の減少により、前期の240億円から226億円に減少した(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、エネルギーデバイス案件、半導体材料案件の貢献により、前期の80億円から116億円に拡大した。

【図表4】事業別売上高

(単位:億円)

	23/12期	24/12期	25/12期
コア事業(装置・機器販売)	254	240	226
デシカント除湿機	164	150	129
VOC濃縮装置	64	62	64
その他	25	27	32
成長事業(トータルエンジニアリング)	33	80	116
デシカント除湿機	20	45	67
VOC濃縮装置	9	33	34
その他	3	1	15

(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(装置・機器販売)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（トータルエンジニアリング）における重点施策としては、工場の建築設計・設備設計、コンストラクション・マネジメント業務等の拡大と米国、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（装置・機器販売）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（トータルエンジニアリング）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

25/12期における単体の売上総利益率は31.7%であった一方、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。

連結の販売費及び一般管理費（以下、販管費）は7,141百万円であり、販管費率は20.8%にとどまっている。売上総利益率の高さにより、営業利益率は13.2%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、25/12期における法人税等の負担率は25.1%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、25/12期のROEは11.1%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25/12期末における自己資本比率は66.6%であった。有利子負債（リース負債を含む）は41億円であるが、現金及び預金（155億円）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11.0%）と契約負債（同6.4%）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（93億円）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（54億円）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(137億円)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11億円と少ない。

> 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"> <li>・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</li> <li>・世界約50カ国で販売網を構築していること</li> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・先進的な知財戦略を採用していること</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・欧米市場では競合企業よりも市場シェアが低いこと</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・EV電池市場や半導体市場の拡大</li> <li>・欧米市場でのデシカント除湿機の市場シェアの拡大</li> <li>・ローター交換等のサービス事業を海外で拡大すること</li> <li>・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</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・EVや半導体における市場環境の急速な悪化</li> <li>・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</li> <li>・世界的な貿易摩擦や、為替レートの大幅な変動等により、業績に悪影響が生じること</li> </ul>

(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で47億円を確保するまでに成長した。23/12期及び24/12期においては、中国での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、日本やその他アジア等での拡販により、25/12期は経常増益となった。市場環境が大きく変化する中でも、過去4期に亘って40億円を超える経常利益と、10%を超える経常利益率を確保したことは、グローバル展開による経営力の賜物と評

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	15,639百万円
		・中国売上高	6,851百万円	5,740百万円	
		・韓国売上高	3,404百万円	2,561百万円	
		・その他アジア売上高	1,725百万円	2,280百万円	
		・ヨーロッパ売上高	5,616百万円	3,521百万円	
		・米国売上高	3,221百万円	3,706百万円	
		・その他北米売上高	240百万円	409百万円	
		・その他地域売上高	321百万円	463百万円	
		・海外売上高比率	66.7%	54.4%	
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	60年 (25年9月時点)	60.5年 (26年3月時点)	
		・デシカント除湿機商品化からの経過年数	41.5年 (25年9月時点)	42年 (26年3月時点)	
		・上場からの経過年数	2年 (25年9月時点)	2.5年 (26年3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	・営業利益率	12.6%	13.2%
		・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	・EBITDAマージン	15.6%	16.1%
		・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当社が行い、組立と販売は装置メーカーが担当している	・ROE	11.8%	11.1%
	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	・デシカント除湿機の売上高	19,661百万円	19,700百万円
			・VOC濃縮装置の売上高	9,572百万円	9,863百万円
			・その他の売上高	2,835百万円	4,758百万円
	経営陣	・際社長は、長年、同社の経営に従事している ・際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	388百万円
			・際社長の在任年数	23.5年 (25年9月時点)	24年 (26年3月時点)
	人的資本	従業員	・際社長 (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	785名
・単体従業員数			392名	415名	
・平均年齢 (単体)			40.5歳	40.8歳	
	・インセンティブ制度	・従業員持株会	1,358千株 (6.6%)	1,271千株 (6.2%)	

(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期または25/12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、株主総会招集通知、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月期決算は7%増収、12%営業増益

25/12期決算は、売上高34,322百万円(前期比7.0%増)、営業利益4,530百万円(同12.4%増)、経常利益4,494百万円(同7.3%増)、親会社株主に帰属する当期純利益3,455百万円(同3.6%増)となった(図表7)。なお、為替変動については、人民元や米ドルに対する円高影響をスウェーデン کروناに対する円安影響で相殺し、全体では業績への影響は生じなかった。

製品別売上高については、デシカント除湿機は、前期に大型案件が貢献したヨーロッパ及び韓国の落込みや、中国の減少を、日本の大幅増加や米国の大型案件の貢献で吸収し、前期比 0.2%増となった。VOC濃縮装置 (NMP回収装置を含む) は、日本のNMP回収システム関連の拡大やその他アジア(主に台湾)において大型案件が貢献したため、同 3.0%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ことや、韓国において、日系半導体材料メーカーの工場新設プロジェクトに関するコンストラクション・マネジメント案件が貢献したこと等から、同 67.8%増加した。

【 図表 7 】 25 年 12 月期の業績

(単位：百万円)

	内訳	24/12期	25/12期							
		通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	増減率
売上高		32,069	6,835	7,061	13,897	7,739	12,686	20,425	34,322	7.0%
	デシカント除湿機	19,661	3,477	3,411	6,888	3,881	8,931	12,812	19,700	0.2%
	VOC濃縮装置	9,572	2,346	3,040	5,386	2,573	1,903	4,477	9,863	3.0%
	その他	2,835	1,011	610	1,621	1,285	1,851	3,137	4,758	67.8%
	コア事業	24,022	5,007	4,511	9,518	4,948	8,186	13,134	22,652	-5.7%
	成長事業	8,047	1,828	2,550	4,378	2,791	4,500	7,292	11,670	45.0%
売上総利益		10,904	2,784	2,339	5,124	2,851	3,696	6,548	11,672	7.0%
	売上総利益率	34.0%	40.7%	33.1%	36.9%	36.8%	29.1%	32.1%	34.0%	-
販売費及び一般管理費		6,873	1,524	1,569	3,093	1,628	2,419	4,048	7,141	3.9%
	販管費率	21.4%	22.3%	19.8%	22.3%	21.0%	19.1%	19.8%	20.8%	-
営業利益		4,030	1,259	772	2,031	1,222	1,277	2,499	4,530	12.4%
	営業利益率	12.6%	18.4%	10.9%	14.6%	15.8%	10.1%	12.2%	13.2%	-
経常利益		4,190	1,221	764	1,985	1,226	1,282	2,509	4,494	7.3%
	経常利益率	13.1%	17.9%	10.8%	14.3%	15.8%	10.1%	12.3%	13.1%	-
親会社株主に帰属する 当期(四半期)純利益		3,336	924	572	1,496	918	1,040	1,959	3,455	3.6%

(注) 2Q、3Q、4Q及び下期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(装置・機器販売)は、VOC濃縮装置が前期の62億円から64億円に、その他が前期の27億円から32億円に各々増加したものの、デシカント除湿機が前期の150億円から129億円に減少したため、前期比5.7%減少した。一方、成長事業(トータルエンジニアリング)は、日本においてNMP回収装置に係るエナジーデバイス向け案件や、韓国での日系半導体材料メーカー向けコンストラクション・マネジメント案件等が貢献したため、同45.0%増加した。

売上総利益率は、第1四半期や第3四半期に高採算案件が貢献した一方、第4四半期に売上計上された案件の一部には低採算で受注した

ものがあつたことから、前期比横ばいの34.0%となつた。

一方、販管費は前期比268百万円増加した。販管費率は前期の21.4%から20.8%に低下した。国内売上高比率の上昇に伴い、売上高運賃比率が低下したほか、売上高人件費率も低下した模様である。なお、25/12期末の連結従業員数は、前期末比6名増の785名であつた。

また、同社が重視しているEBITDAとEBITDAマージンは、各々、5,511百万円(前期比10.4%増)、16.1%(前期は15.6%)であつた。

営業外収支は、為替差損が前期の20百万円から201百万円に拡大したことから、前期の160百万円の黒字から36百万円の赤字に転じた。

地域別売上高については、日本は、トータルエンジニアリング案件(デシカント除湿機及びVOC濃縮装置)や全熱交換器の伸長により、15,639百万円(前期比46.3%増)となつたほか、台湾等のその他アジアも、VOC濃縮装置の伸長により、2,280百万円(同32.2%増)となつた(図表8)。また、米国は、24/12期に受注したバッテリー向けデシカント除湿機の大型案件の貢献により、3,706百万円(同15.0%増)となつた。米国以外の北米は409百万円(同70.4%増)、主に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463百万円(同44.2%増)であつた。

【図表8】25年12月期の地域別売上高

(単位:百万円)

	24/12期	25/12期							増減率
	通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
日本	10,688	3,122	4,008	7,130	3,565	4,944	8,509	15,639	46.3%
中国	6,851	1,431	1,307	2,738	1,456	1,546	3,002	5,740	-16.2%
韓国	3,404	214	245	459	554	1,548	2,102	2,561	-24.7%
中国・韓国以外のアジア	1,725	468	503	971	671	638	1,309	2,280	32.2%
ヨーロッパ	5,616	949	700	1,649	1,007	865	1,872	3,521	-37.3%
米国	3,221	296	152	448	357	2,901	3,258	3,706	15.0%
米国以外の北米	240	95	69	164	96	149	245	409	70.4%
その他	321	256	77	334	33	96	129	463	44.2%
合計	32,069	6,835	7,061	13,897	7,739	12,686	20,425	34,322	7.0%

(注) 2Q、3Q、4Q及び下期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3,521百万円(前期比37.3%減)、韓国は2,561百万円(同24.7%減)、中国は5,740百万円(同16.2%減)であつた。

なお、25/12期において、設備投資(支払いベース)は3,305百万円、

減価償却費は980百万円、研究開発費は388百万円あった。

#### ◆ 売上高は期初計画並みも、営業利益は期初計画を大幅に上回った

25/12期の期初計画に対する達成率は、売上高99.1%（計画に対して310百万円未達）、営業利益127.5%（同978百万円超過）であった。売上高については、一部案件の売上計上が翌期に期ずれしたものの、工事進行基準案件で売上計上及早まったものや、計画に含まれていなかった一部のサービス案件等の売上が計上されたものがあったため、計画に対する未達幅は小さかった。

売上総利益については、大型案件で利益率が想定を上回ったものがあったこと等から、計画を647百万円上回った。一方、販管費については、中国での売上高計画の未達に伴い、中国子会社の営業人員へのインセンティブ人件費が計画を下回ったことや、人員採用の計画未達に伴い、人件費が計画を下回ったこと等により、計画を332百万円下回った。

#### ◆ 有利子負債の増加等により自己資本比率は低下

25/12期末の総資産は、棚卸資産（商品及び製品、仕掛品、原材料及び貯蔵品の合計、前期末比1,219百万円減）等が減少したものの、国内新工場（除湿ローター）の竣工や中国の板金工場の建設に伴い、有形固定資産（同2,829百万円増）が増加したことや、受取手形、売掛金及び契約資産（同2,444百万円増）が増加したこと等から、前期末の42,795百万円から48,197百万円に増加した。

調達サイドでは、有利子負債が前期末比2,662百万円増加したこと等から、負債合計は同3,135百万円増加した。一方、自己株式の取得を実施したものの、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2,180百万円増加した。負債の増加率が自己資本の増加率を上回ったため、自己資本比率は24/12期末の69.9%から66.6%に低下した。

## > 業績見通し

#### ◆ 西部技研の26年12月期計画

26/12期の会社計画は、売上高36,050百万円（前期比5.0%増）、営業利益4,030百万円（同11.0%減）、経常利益4,460百万円（同0.8%減）、親会社株主に帰属する当期純利益3,870百万円（同12.0%増）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（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）や、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(同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)等の大型案件や、その他アジアでのエナジーデバイス関連の拡大を想定し、前期比17.7%増と予想している。

【図表9】西部技研の過去の業績と26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	26/12期	
		実績	実績	実績	実績	実績	計画	増減率
売上高		17,403	24,890	28,725	32,069	34,322	36,050	5.0%
	デシカント除湿機	9,938	15,931	18,551	19,661	19,700	23,190	17.7%
	VOC濃縮装置	5,494	6,539	7,305	9,572	9,863	9,540	-3.3%
	その他	1,969	2,419	2,868	2,835	4,758	3,310	-30.4%
	コア事業	—	—	—	24,022	22,652	20,520	-9.4%
	成長事業	—	—	—	8,047	11,670	15,530	33.1%
売上総利益		6,247	10,049	11,168	10,904	11,672	11,820	1.3%
	売上総利益率	35.9%	40.4%	38.9%	34.0%	34.0%	32.8%	—
販売費及び一般管理費		4,400	5,444	6,870	6,873	7,141	7,790	9.1%
	販管費率	25.3%	21.9%	23.9%	21.4%	20.8%	21.6%	—
営業利益		1,847	4,604	4,298	4,030	4,530	4,030	-11.0%
	営業利益率	10.6%	18.5%	15.0%	12.6%	13.2%	11.2%	—
経常利益		2,063	4,783	4,361	4,190	4,494	4,460	-0.8%
	経常利益率	11.9%	19.2%	15.2%	13.1%	13.1%	12.4%	—
親会社株主に帰属する当期純利益		1,695	3,908	3,431	3,336	3,455	3,870	12.0%

(注) 26/12期計画の製品別売上高は10百万円未満で切捨て処理されているため、製品別売上高の和は合計と一致しない  
(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、欧州、中国、その他アジア(主に台湾)での増加を見込むものの、日本で前期に計上されたNMP回収装置の大型案件の剥落により、前期比3.3%減と予想している。その他は、韓国でのコンストラクション・マネジメント案件のピークアウト等により、同30.4%減と予想している。

製品別の25/12期受注高と25/12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22,373百万円(前期比48.5%増)、受注残高が11,302百万円(前期末比30.9%増)であった。VOC濃縮装置は、受注高が7,912百万円(前期比24.1%増)、受注残高が3,580百万円(前期末比33.3%減)、その他は、受注高が3,021百万円(前期比45.2%減)、受注残高が1,657百万円(前期末比51.3%減)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。

事業別売上高については、コア事業(機器・装置販売)は20,520百万

円(前期比9.4%減)、成長事業(トータルエンジニアリング)は15,530百万円(同33.1%増)と予想している。成長事業(トータルエンジニアリング)の増収要因としては、日本や、インドなどのその他アジアでのエネルギーデバイス案件の貢献が挙げられている。

25/12期の主な受注案件としては、前述した日本大手キャパシタメーカーのコンストラクション・マネジメント案件に加え、インド大手車載電池メーカー向けNMP回収装置案件(売上計上予定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)、日本大手自動車メーカーの不活性ガス環境エンクロージャー工事(同25/12期第4四半期~26/12期第1四半期、約8.2億円)等が挙げられる。

売上総利益率は、前期に売上計上した好採算案件の剥落や、やや低い利益率で受注した案件の売上計上、国内除湿ローター新工場稼働に伴う減価償却費の増加(販管費での計上分を含む減価償却費:25/12期980百万円→26/12期計画1,230百万円)等により、前期比1.2%ポイント低下の32.8%を見込んでいる。

販管費は前期比649百万円増を見込んでいる。具体的には、トータルエンジニアリング事業を担う人材の採用強化に伴う人件費の増加や、全社ネットワーク機器の保守費・AI導入費用の増加、補助金の対象となる蓄電池の安定供給確保のための試作試験費等の増加を想定している。結果、販管費率は同0.8%ポイント悪化の21.6%を見込んでいる。

営業利益は前期比11.0%減の4,030百万円、営業利益率は同2.0%ポイント低下の11.2%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4.6%減の5,260百万円、EBITDAマージンは同1.5%ポイント低下の14.6%を見込んでいる。

営業外収益には、「蓄電池の安定供給確保のための取り組みへの補助金」を見込むほか、特別利益には「中堅・中小成長投資補助金」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、エネルギーデバイス関連のトータルエンジニアリング案件でデシカント除湿機が大幅に拡大する一方、前期に貢献したNMP回収システムの反動減により、VOC濃縮装置が落ち込むことや、その他も減少することから、前期比横ばいと予想している。

VOC 濃縮装置の拡大により、中国は前期比 17.2%増、欧州は同 27.2%増と予想している。韓国は、前期のトータルエンジニアリングの大型案件の落込みにより、同 23.9%減と予想している。その他アジアは、台湾向け VOC 濃縮装置や、インド向け NMP 回収装置の拡大により、同 99.1%増と予想している。米国は、前期の大型案件の剥落を見込み、同 47.9%減、その他地域は、前期に急増したオセアニアの落込みにより、同 30.9%減と予想している。

【 図表 10 】 26 年 12 月期地域別売上高の計画 (単位：百万円)

	24/12期	25/12期	26/12期	
	実績	実績	計画	増減率
日本	10,688	15,639	15,700	0.4%
中国	6,851	5,740	6,730	17.2%
韓国	3,404	2,561	1,950	-23.9%
その他アジア	1,725	2,280	4,540	99.1%
ヨーロッパ	5,616	3,521	4,480	27.2%
米国	3,221	3,706	1,930	-47.9%
米国以外の北米	240	409	380	-7.1%
その他	321	463	320	-30.9%
合計	32,069	34,322	36,050	5.0%

(注) 26/12 期計画の地域別売上高は 10 百万円未満で切捨て処理されているため、地域別売上高の和は合計と一致しない

(出所) 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

同社は、26/12 期を最終年度とする中期経営計画において、3 期間の株主への利益還元額を総額 60 億円以上、うち自社株買いを 20 億円と公表している。25/12 期においては 999 百万円の自社株を取得した。26/12 期においては、2 月 16 日から 6 月 23 日まで上限 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。2 月については、323,500 株、756 百万円の自社株を取得している。

配当金については、24/12 期が 1,435 百万円、25/12 期が 1,390 百万円を支払った。26/12 期については、自社株取得と配当が予定通り実施されると約 13.7 億円となり、3 期間での配当支払額は 40 億円を超える見通しである。

#### ◆ 証券リサーチセンターの 26 年 12 月期予想

当センターは、25/12 期実績や環境変化、同社の施策等を踏まえて 26/12 期予想を見直した結果、売上高を 34,700 百万円→35,300 百万円(前期比 2.8%増)、営業利益を 4,060 百万円→4,200 百万円(同 7.3%減)、経常利益を 4,100 百万円→4,590 百万円(同 2.1%増)、親会社株主に帰属する当期純利益を 3,290 百万円→3,970 百万円(同 14.9%増)に上方修正した(図表 11)。なお、EBITDA についても、5,140 百万円→5,430 百万円(同 1.5%減)に上方修正した。

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、デシカント除湿機を 4,000 百万円増額した一方、VOC 濃縮装置を 2,800 百万円、その他を 600 百万円減額した。

デシカント除湿機については、25/12 期の受注高 (22,373 百万円) 及び 25/12 期末の受注残高 (11,302 百万円) が想定を上回ったことや、足元の商談が活発と見られることを考慮した。一方、VOC 濃縮装置については、25/12 期の受注高 (7,912 百万円) 及び 25/12 期末の受注残高 (3,580 百万円) が想定を下回ったことを考慮した。その他も、25/12 期の受注高 (3,021 百万円) 及び 25/12 期末の受注残高 (1,657 百万円) が想定を下回ったことを考慮した。

前期比では、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により、デシカント除湿機は 16.8%の増加を見込んだものの、前期に売上計上された大型案件の貢献の剥落により、VOC 濃縮装置は 11.8%の減少を見込んでいる。

【 図表 11 】 中期業績予想

(単位: 百万円)

	25/12期	26/12期CE	旧26/12期E	26/12期E	旧27/12期E	27/12期E	28/12期E
売上高	34,322	36,050	34,700	35,300	37,200	37,900	40,500
前期比	7.0%	5.0%	5.8%	2.8%	7.2%	7.4%	6.9%
製品別	-	-	-	-	-	-	-
デシカント除湿機	19,700	23,190	19,000	23,000	20,500	24,000	25,000
VOC濃縮装置	9,863	9,540	11,500	8,700	12,500	10,000	11,300
その他	4,758	3,310	4,200	3,600	4,200	3,900	4,200
売上総利益	11,672	11,820	10,980	11,800	11,510	12,500	13,200
売上総利益率	34.0%	32.8%	31.6%	33.4%	30.9%	33.0%	32.6%
販売費及び一般管理費	7,141	7,790	6,920	7,600	7,400	7,900	8,400
販管費率	20.8%	21.6%	19.9%	21.5%	19.9%	20.8%	20.7%
営業利益	4,530	4,030	4,060	4,200	4,110	4,600	4,800
前期比	12.4%	-11.0%	4.4%	-7.3%	1.2%	9.5%	4.3%
営業利益率	13.2%	11.2%	11.7%	11.9%	11.0%	12.1%	11.9%
経常利益	4,494	4,460	4,100	4,590	4,150	4,690	4,890
前期比	7.3%	-0.8%	3.5%	2.1%	1.2%	2.2%	4.3%
経常利益率	13.1%	12.4%	11.8%	13.0%	11.2%	12.4%	12.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	3,455	3,870	3,290	3,970	3,310	3,470	3,630
前期比	3.6%	12.0%	-2.9%	14.9%	0.6%	-12.6%	4.6%

(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

売上総利益率については、25/12 期実績が想定を大幅に上回ったことから、会社想定ほどには悪化しないと考え、前回予想の 31.6%から 33.4%に引上げた。販管費は、25/12 期実績が想定を上回ったことや、

試作研究費の増加を織り込んだことから、680 百万円増額した。

また、営業外収益に補助金収入 300 百万円、特別利益に補助金収入 700 百万円を新たに織り込んだ。

## > 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 期実績や環境変化、同社の施策等を踏まえて、27/12 期予想を見直すと共に、28/12 期予想を新たに策定した。

27/12 期は、売上高を 700 百万円、営業利益を 490 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、7.4%増収、9.5%営業増益と予想している。EBITDA は、5,610 百万円→6,100 百万円（前期比 12.3%増）に上方修正した。

製品別売上高では、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上げたため、デシカント除湿機を 3,500 百万円増額した。一方、25/12 期の製品別受注高が想定を下回ったため、VOC 濃縮装置を 2,500 百万円、その他を 300 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ペースが従来想定していたよりは緩やかと考え、前回予想の 30.9%から 33.0%に上げた。前期比では、中国の板金工場（26 年 10 月竣工予定）の稼働に伴う減価償却費の増加等により、0.4%ポイントの悪化を予想した。一方、販管費は、26/12 期予想の見直しを踏まえ、500 百万円増額した。

28/12 期は、売上高 40,500 百万円（前期比 6.9%増）、営業利益 4,800 百万円（同 4.3%増）と予想した。EBITDA は 6,400 百万円（同 4.9%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、25,000 百万円（前期比 4.2%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、11,300 百万円（同 13.0%増）と予想した。その他は 4,200 百万円（同 7.7%増）と予想した。

売上総利益率は、デシカント除湿機の採算がやや低下すると想定し、前期比 0.4%ポイント低下の 32.6%と予想した。販管費は、人件費や運賃の増加等を想定し、8,400 百万円（前期比 6.3%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、25/12期の配当は前期と同額の70.0円(配当性向40.6%)であった。26/12期についても70.0円と計画している。26/12期の予想配当性向は35.1%であるが、当期純利益予想に含まれる成長投資補助金等の影響を除いた数値では40%以上を維持している。

当センターでは、26/12期の配当予想については、前回予想の70.0円を据え置いた。27/12期については、業績予想を上方修正したため、配当予想についても、70.0円から75.0円(配当性向42.2%)に上げた。28/12期は新たに75.0円(同40.4%)と予想した。

## > 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への注意を継続

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、6) 新分野の大型案件における利益率悪化リスクを投資に際しての留意点として指摘していた。

自家消費や需給調整用の定置用蓄電池を始め、車載用全固体電池、データセンター向けリチウムイオンキャパシタ製造、ペロブスカイト太陽電池製造向けに用途が広がっているため、当センターは、デシカント除湿機の売上高予想を今回、上方修正した。一方、当センターでは、車載用リチウムイオン電池以外の新分野の大型案件における利益率悪化リスクを前回レポートにおいて留意点に追加した。

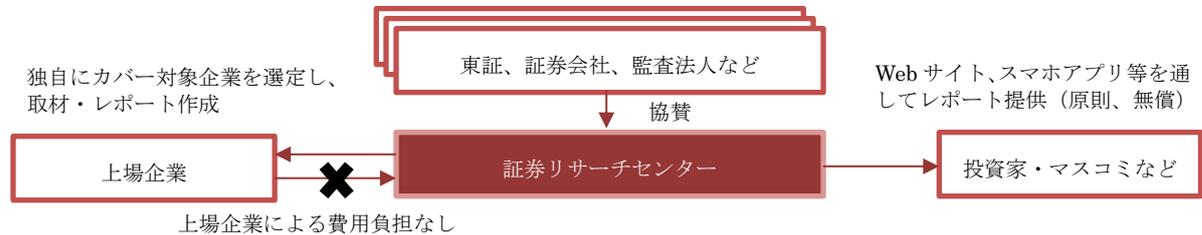
しかし、複数の新分野で市場が拡大するのであれば、採算悪化リスクが高い案件については受注を回避することも容易になると考えられるため、当センターの業績予想ではデシカント除湿機の利益率悪化を大きく織り込んでいるわけではない。よって、新分野の大型案件における利益率の悪化リスクへの注意の継続が必要と考えつつも、27/12期と28/12期においては営業増益を予想した。

証券リサーチセンターでは、同社を紹介するため23年10月よりレポートを配信してまいりました。一定期間の継続的な情報発信により、その当初の役割を果たすことができたものと判断し、本レポートをもちまして同社についてのレポートの発行を終了させていただくことにいたしました。今後も、新興市場に上場する企業の情報提供について注力してまいりますので、引き続きよろしくお願いたします。

## 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。