

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

ベーシック・レポート

2024年9月6日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20240903

デシカント除湿機と VOC 濃縮装置等を製造販売 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たい

1. 会社概要

- 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。23/12 期の製品別売上高構成比は、デシカント除湿機 64.6%、VOC 濃縮装置 25.4%、その他 10.0%であった。
- 23/12 期の海外売上高比率は、中国を中心に 75.0%に達しており、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、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。

2. 財務面の分析

- 中国や米国等の海外と国内でデシカント除湿機等が急拡大したため、21/12 期から 23/12 期に掛けて、売上高は年平均 28.5%増加した。一方、営業利益は、好採算の大型案件の貢献等により、同 52.5%増加した。
- 財務の安全性と成長性の面で類似企業に比べ魅力的である。

3. 非財務面の分析

- 知的資本の源泉は、ハニカムローター等の技術力とグローバル展開力にある。

4. 経営戦略の分析

- 同社は、コア事業(デシカント除湿機と VOC 濃縮装置の機器販売・サービスの欧米市場でのシェア拡大と、成長分野であるエンジニアリング事業拡大による継続的な利益成長を経営戦略として掲げている。

5. アナリストの評価

- 当センターでは、24/12 期の業績について、24/12 期上期実績や、同社の施策等を踏まえ、前期比 15.2%増収、0.5%営業増益と予想した。
- 当センターでは、デシカント除湿機と VOC 濃縮装置の拡大を想定し、25/12 期は前期比 5.7%増収、10.2%営業増益、26/12 期は同 5.7%増収、9.7%営業増益を予想している。

アナリスト: 大間知淳

+81 (0) 3-6812-2521

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

【主要指標】

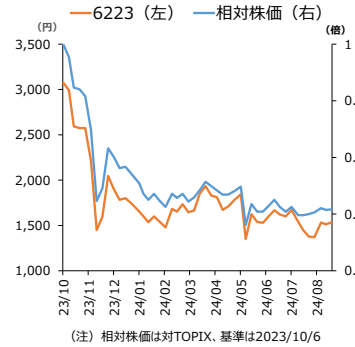
	2024/8/30
株価 (円)	1,535
発行済株式数 (株)	20,500,000
時価総額 (百万円)	31,468

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	8.5	8.8	8.0
PBR (倍)	1.2	1.1	1.0
配当利回り (%)	3.9	4.6	5.2

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	6か月
リターン (%)	2.7	-0.3	-10.4
対TOPIX (%)	5.8	1.9	-11.6

【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)
2022/12	24,890	43.0	4,604	149.2	4,783	131.8	3,908	130.5	195.6	955.8	0.5
2023/12	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 CE	33,417	16.3	4,434	3.2	4,577	5.0	3,660	6.7	178.6	-	70.0
2024/12 E	33,100	15.2	4,320	0.5	4,507	3.3	3,587	4.5	175.0	1,422.0	70.0
2025/12 E	35,000	5.7	4,760	10.2	4,950	9.8	3,935	9.7	192.0	1,544.0	80.0
2026/12 E	37,000	5.7	5,220	9.7	5,414	9.4	4,302	9.3	209.9	1,673.8	85.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。2023年5月29日付で1:100の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 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を行っているものの、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（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	
	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%
VOC濃縮装置	5,494	31.6%	6,539	26.3%	7,305	25.4%
その他	1,969	11.3%	2,419	9.7%	2,868	10.0%
合計	17,403	100.0%	24,890	100.0%	28,725	100.0%

(注) 端数処理の関係で、製品別売上高の和は合計と必ずしも一致しない
(出所) 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

23/12 期における製品別売上高構成比は、デシカント除湿機 64.6%、VOC 濃縮装置 25.4%、その他 10.0%であった。

1) デシカント除湿機

一般空調に用いられる除湿には、主に「冷却式」と「デシカント式(吸着式)」の 2 つの方式があるが、冷却式が空気中の水分を冷却し、結露させて除湿するのに対し、吸着式は湿気を吸湿材に吸着させて除湿している。デシカント除湿機は、シリカゲルやゼオライト等の吸湿剤

(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。

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°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%に上昇している。

デシカント除湿機は、ハニカム積層体で作られた除湿ローター、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。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%等となっている。

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VOCは、ローター内に含浸された吸着剤(疎水性ゼオライト)によりローター内に吸着され、処理ゾーン出口から清浄化されて排出される。

一方、吸着されたVOCは、ロータ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し、10~20倍に濃縮されたVOCガスが、VOC濃縮装置に接続された酸化分解燃焼装置に運ばれ、水と炭酸ガスに分解、清浄化される。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。

(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。

23/12期において、単体業績は、売上高 13,920 百万円、営業利益 1,043 百万円、経常利益 1,489 百万円(うち、子会社からの受取配当金等 438 百万円)、当期純利益 1,178 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するため、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 15.0%を下回る 7.5%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 4,926 百万円、経常利益 756 百万円、当期純利益 648 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 15.3%を確保している。

中国でのデシカント除湿機の製造・販売を担当するスウェーデン子会社の中国子会社(同社の孫会社)の業績は、売上高 7,264 百万円、経常利益 1,404 百万円、当期純利益 1,199 百万円と、同社グループの中で最高水準の経常利益率(19.3%)を誇る。ハイエンド製品を直販していることや、ローター以外の部材を現地で安価に調達できること等が要因である。また、中国での VOC 濃縮装置と全熱交換器の製造販売を担当する同社の中国子会社の業績は、売上高 4,812 百万円、経常利益 626 百万円、当期純利益 514 百万円であり、経常利益率は 13.0%となっている。

◆ 中国を中心に海外売上高比率は 75%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、中国が首位、北米が 2 番目となっている。一方、VOC 濃縮装置については、近年では特に、厳格な VOC 排出規制が施行された中国と韓国において需要が急増しており、現在の市場規模は、中国が最も大きく、韓国、ヨーロッパ、台湾、北米が続いている。

結果として、23/12期の地域別売上高構成比は、中国 40.4%、日本 25.0%、その他アジア(韓国、台湾、タイ、インド、マレーシア等) 13.3%、ヨーロッパ 13.3%、北米 8.9%、その他(中近東、アフリカ等) 2.2%となっており、海外売上高比率は 75.0%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。

【 図表 2 】 地域別売上高の推移

(単位:百万円)

	21/12期		22/12期		23/12期	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
日本	4,566	26.2%	4,995	20.1%	7,189	25.0%
中国	7,021	40.3%	11,255	45.2%	11,606	40.4%
その他アジア	2,646	15.2%	4,046	16.3%	3,820	13.3%
ヨーロッパ	2,088	12.0%	3,134	12.6%	2,546	8.9%
北米	932	5.4%	1,202	4.8%	2,932	10.2%
その他	147	0.8%	257	1.0%	629	2.2%
合計	17,403	100.0%	24,890	100.0%	28,725	100.0%

(注) 端数処理の関係で、地域別売上高や同構成比の和は合計と必ずしも一致しない
(出所) 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

◆ 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。

23/12 期においては、売上総利益率の低下や、営業部門や管理部門の人件費の増加等に伴い、営業利益率は前期比 3.5%ポイント悪化の 15.0%となった。EBITDA マージンも同 4.0%ポイント悪化の 18.1%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
営業利益率	10.6	18.5	15.0
EBITDAマージン	15.3	22.1	18.1
ROE	13.1	24.5	15.4

(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 期計上予定だった売上高が 22/12 期に計上された影響や、円安ドル高によって売上高、営業利益が高上げされた影響が利益率を押し上げている。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 22/12 期が 16.9%、23/12 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。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組む方針であるが、23/12期におけるサービス事業の売上構成比は7%に過ぎない。

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。

後述するように、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。

◆ 高い営業利益率と低い法人税等の負担率に特徴がある

23/12期における単体の売上総利益率は27.8%であった。製造原価明細書によると、売上高材料費が37.7%、売上高経費率が27.4%(うち、売上高外注費率16.5%、売上高減価償却費率3.7%、売上高動力費率1.4%)、売上高労務費率が9.1%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38.9%と、単体数値を大幅に上回っている。中国等の海外市場において、競争優位性により、高い販売価格を確保できていることに加え、海外子会社では減価償却費や労務費、動力費等の負担が単体よりも軽いこと等が要因となっている。

23/12期における連結の販売費及び一般管理費(以下、販管費)は6,870

百万円であり、販管費率は 23.9%にとどまっている。内訳としては、給料諸手当が 2,195 百万円、運賃が 719 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 302 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 15.0%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、23/12 期における法人税等の負担率は 20.5%と低い。経常利益が大きい中国子会社 2 社やスウェーデン子会社における現地の法人税率が日本よりも低いことや、中国子会社において優遇税制の適用を受けていることがその主な理由である。高い営業利益率と低い法人税等の負担率を背景に、23/12 期の ROE は 15.4%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 23/12 期末における自己資本比率は 68.1%であった。有利子負債（リース負債を含む）は 25 億円に達しているが、現金及び預金（116 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 13.0%）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（83 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（60 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（102 億円）が中心を占めている。一方、無形固定資産は 2 億円、投資その他の資産は 5 億円と少ない。なお、23/12 期において、設備投資は 2,423 百万円、減価償却費は 893 百万円であった。

> **業界環境と競合**

◆ **重要用途である蓄電池と半導体の世界市場は拡大が見込まれる**

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

VOC 濃縮装置は、自動車や船舶の塗装、半導体の製造、グラビア印

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

デシカント除湿機と VOC 濃縮装置の市場規模は、公表されていないが、後述するように、同社がグローバルな有力企業であることを踏まえると、巨大市場ではなく、ニッチ市場と推測される。

◆ 競合

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

VOC 濃縮装置のグローバルハイエンド市場においては、市場拡大を見据えて、生産能力を増強した同社がトップシェアを確保しており、ニチアスや Munters を引き離している模様である。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 65 年に企業からの研究を受託する目的で設立された

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

◆ 84 年にデシカント除湿機の除湿ローターを開発した

同社は、79 年に本社工場を建設したことで、研究受託企業から脱皮し、自社製品の製造販売に乗り出した。84 年 4 月には活性シリカハニカム除湿ローター「SSCR」と SSCR を用いたデシカント除湿機を商品化した。

◆ 85年から欧州展開を本格的に開始した

同社は、85年に、デシカント除湿機メーカーであったスウェーデンのDST Sorptionsteknik ABと業務提携契約を締結し、ヨーロッパでのハニカムローターの販売を本格的に開始した。88年1月には、世界初のゼオライト式VOC濃縮ローター「SZCR」とVOC濃縮装置モジュールを商品化した。93年には、DST Sorptionsteknik ABの全株式を取得し、商号をSeibu Giken DST AB(以下、SG DST)に変更した。SG DSTは、現在、デシカント除湿機の製造販売とVOC濃縮装置の販売を担っている。

隈利實社長の逝去に伴い、97年に配偶者の隈智恵子氏が社長に、息子の隈扶三郎氏が専務取締役役に就任した。02年には隈扶三郎氏は代表取締役社長に昇格している。

◆ 01年以降に米国、アジア、アフリカに販路を拡大した

同社は、01年にアメリカにSeibu Giken America, Inc.(VOC濃縮装置の販売、全熱交換器の製造販売)を設立した。07年には中国子会社(VOC濃縮装置の製造販売、全熱交換器の製造販売)を設立した。09年にはSG DSTが中国子会社(同社の孫会社、デシカント除湿機の製造販売)を設立した。SG DSTは、12年にはアメリカ(デシカント除湿機の販売)に、13年にはポーランド(デシカント除湿機の製造販売)に、17年にはケニア(デシカント除湿機の販売)に、各々子会社(同社の孫会社)を設立している。また、19年には同社が韓国子会社を設立した。

同社には数多くの受賞歴や選定歴があるが、代表的なものとしては、経済産業省の「グローバルニッチトップ企業100選」(15年)、「ダイバーシティ経営企業100選」(17年)、第3回ものづくり日本大賞優秀賞等が挙げられる。

◆ 上場後も製品群の拡張に取り組んでいる

23年10月、同社は東京証券取引所スタンダード市場に上場した。24年4月には、農業ハウス栽培向けに大気中の二酸化炭素を濃縮、供給する装置である「C-SAVE Green[®]」の販売を開始した。

◆ 経営理念

同社は、「独創と融合」という経営理念の下、「環境に優しい空気のソリューションを届ける。」をパーパスとし、また「クライメイト・ニュートラルな未来実現のため、空気処理技術のイノベーション・リーダーであり続ける。」をビジョンに掲げている。

◆ 株主

24/12 期半期報告書に記載されている株主の状況は図表 4 の通りである。24 年 6 月末時点において、隈社長が、資産管理会社による所有分を含めて、発行済株式総数の 35.2%を保有している。隈社長は、第 2 位株主として 14.6%の株式を保有する公益財団法人 隈科学技術・文化振興会の代表理事を兼務しているが、隈社長及びその親族は、同財団の理事会に占める割合が三分の一を超えないように制限されている。創業 59 年と社歴が長いため、従業員持株会は 8.3%の株式を保有している。その他の大株主には、下園取締役、上場前からの個人株主、機関投資家等が名を連ねているが、それらを合計した保有比率は 9.3%に過ぎない。

【 図表 4 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	24年6月末時点			備考
	株数 (千株)	割合	順位	
株式会社グリーンフューチャー	5,000	24.4%	1	隈社長の資産管理会社
公益財団法人 隈科学技術・文化振興会	3,000	14.6%	2	
隈扶三郎	2,209	10.8%	3	代表取締役社長
西部技研社員持株会	1,698	8.3%	4	
下園誠	375	1.8%	5	取締役
隈優作	350	1.7%	6	
STATE STREET LONDON CARE OF STATE STREET BANK AND TRUST, BOSTON SSBTC A/C UK LONDON BRANCH CLIENTS - UNITED KINGDOM (常任代理人 香港上海銀行東京支店)	336	1.6%	7	
HSBC BANK PLC A/C M AND S (ACS) VALUE PARTNERS CHINA EQUITY FUND (常任代理人 香港上海銀行東京支店)	285	1.4%	8	
STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY FOR STATE STREET BANK INTERNATIONAL GMBH LUXEMBOURG BRANCH ON BEHALF OF ITS CLIENTS : CLIENT OMNI OM25 (常任代理人 香港上海銀行東京支店)	279	1.4%	9	
株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	271	1.3%	10	
(大株主上位10位)	13,805	67.3%	-	
発行済株式総数	20,500	100.0%	-	

(出所) 24/12 期半期報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は設立 54 期目にあたる 18/12 期以降の数値が開示されている。単体売上高については、18/12 期及び 19/12 期は、デシカント除湿機を用いたドライルームの設計、設置工事等の大型案件を複数獲得し、100 億円を超える活況となった。20/12 期及び 21/12 期は、コロナ禍で大型案件の中止や延期が相次ぎ、低調に推移した。22/12 期以降は、国内売上高の拡大に、ローターや VOC 濃縮装置のモジュールの輸出の増加が加わり、大幅増収となった。結果、18/12 期と 23/12 期の比較では、単体売上高は年平均 6.4%増加となった (図表 5)。

【図表 5】単体業績推移

(単位:百万円)

	18/12期	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期	23/12期
売上高	10,229	11,170	9,509	9,188	10,912	13,920
売上総利益	—	—	—	2,371	3,005	3,873
売上総利益率	—	—	—	25.8%	27.5%	27.8%
販売費及び一般管理費	—	—	—	2,090	2,424	2,829
販管費率	—	—	—	22.7%	22.2%	20.3%
営業利益	—	—	—	280	581	1,043
営業利益率	—	—	—	3.0%	5.3%	7.5%
経常利益	1,332	1,194	661	700	913	1,489
経常利益率	13.0%	10.7%	7.0%	7.6%	8.4%	10.7%
当期純利益	880	763	724	596	701	1,178
期末従業員数(名)	264	289	302	314	335	348

(注) 18/12 期から 20/12 期までは未監査

(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

一方、単体経常利益については、好採算の大型案件の貢献により、18/12 期は 1,332 百万円と過去最高益となったものの、減収及び従業員の増加に伴う人件費の増加により、20/12 期及び 21/12 期は低調であった。22/12 期以降は、増収に伴う営業利益率の改善により大幅増益となり、23/12 期には過去最高益を更新した。しかし、18/12 期と 23/12 期の比較では、単体経常利益は年平均 2.3%の増加にとどまった

同社の連結決算は 21/12 期より開示されているが、93 年のスウェーデン子会社買収を皮切りに、米国や中国での子会社設立等、海外展開を進めてきたため、20/12 期以前から連結売上高は単体売上高を大きく上回って推移していたと推測される。デシカント除湿機を中心に、中国や北米等での海外売上高と国内売上高が急拡大したため、21/12 期から 23/12 期までの連結売上高は年平均 28.5%増加した (図表 6)。

連結経常利益についても、海外売上高比率や連結子会社の利益率が高いため、過去から単体を大幅に上回っていたと見られる。増収効果や、好採算の大型案件の貢献等により、過去 2 期間の連結営業利益は年平均 52.5%の増加となった。

【 図表 6 】 連結業績推移

(単位: 百万円)

	内訳	21/12期	22/12期	23/12期
売上高		17,403	24,890	28,725
	デシカント除湿機	9,938	15,931	18,551
	VOC濃縮装置	5,494	6,539	7,305
	その他	1,969	2,419	2,868
売上総利益		6,247	10,049	11,168
	売上総利益率	35.9%	40.4%	38.9%
販売費及び一般管理費		4,400	5,444	6,870
	販管費率	25.3%	21.9%	23.9%
営業利益		1,847	4,604	4,298
	営業利益率	10.6%	18.5%	15.0%
経常利益		2,063	4,783	4,361
	経常利益率	11.9%	19.2%	15.2%
親会社株主に帰属する当期純利益		1,695	3,908	3,431
期末従業員数 (名)		675	720	758

(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 23年12月期決算は前期比15%増収、7%営業減益

23/12期決算は、売上高が前期比15.4%増の28,725百万円、営業利益が同6.7%減の4,298百万円、経常利益が同8.8%減の4,361百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同12.2%減の3,431百万円となった(図表7)。

【 図表 7 】 23年12月期の業績

(単位: 百万円)

	内訳	22/12期	23/12期							
		通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	増減率
売上高		24,890	6,214	6,395	12,610	7,688	8,425	16,115	28,725	15.4%
	デシカント除湿機	15,931	4,398	3,677	8,075	5,166	5,309	10,476	18,551	16.4%
	VOC濃縮装置	6,539	1,308	1,702	3,011	2,069	2,224	4,294	7,305	11.7%
	その他	2,419	507	1,016	1,523	452	892	1,345	2,868	18.6%
売上総利益		10,049	2,657	2,757	5,414	2,895	2,858	2,896	11,168	11.1%
	売上総利益率	40.4%	42.8%	43.1%	42.9%	37.7%	33.9%	18.0%	38.9%	-
販売費及び一般管理費		5,444	1,544	1,713	3,258	1,810	1,800	3,612	6,870	26.2%
	販管費率	21.9%	24.9%	26.8%	25.8%	23.6%	21.4%	22.4%	23.9%	-
営業利益		4,604	1,113	1,043	2,156	1,084	1,057	2,142	4,298	-6.7%
	営業利益率	18.5%	17.9%	16.3%	17.1%	14.1%	12.5%	13.3%	15.0%	-
経常利益		4,783	1,113	1,174	2,287	1,082	991	2,074	4,361	-8.8%
	経常利益率	19.2%	17.9%	18.4%	18.1%	14.1%	11.8%	12.9%	15.2%	-
親会社株主に帰属する 当期(四半期)純利益		3,908	861	957	1,818	788	824	1,613	3,431	-12.2%

(注) 下期の数値は証券リサーチセンターによる推計値

(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

製品別売上高については、デシカント除湿機は、日本と北米のEV用電池工場向けに需要が拡大したことから、前期比16.4%増加した。

VOC 濃縮装置は、電池製造過程で使用される NMP 回収装置が国内で伸びたため、同 11.7%増となった。その他は、同 18.6%増であった。

売上総利益率は、価格競争が激化している中国の EV 用電池工場向けのデシカント除湿機で、23/12 期下期から採算が急低下したため、前期の 40.4%から 38.9%に低下した。一方、販管費は前期比 1,425 百万円増加した。上場に伴う単体管理部門の強化及びグループの営業力強化に伴う人員増加や、22/12 期における中国市場での大幅な増収に関して、23/12 期に売掛金が回収されたことで営業人員へのインセンティブが遅れて拡大したことにより、人件費が増加したことや、物価上昇、大型案件の輸出拡大に伴い運賃が増加したこと等が要因である。

販管費の伸びを増収率が上回ったため、販管費率は前期の 21.9%から 23.9%に悪化した。売上総利益率と販管費率が共に悪化した結果、営業利益率は前期の 18.5%から 15.0%に低下した。23/12 期末の連結従業員数は前期末比 38 名増の 758 名（うち、単体は同 13 名増の 348 名）となった。

営業外収益は、受取利息及び配当金や助成金収入等により、年 2~3 億円程度計上されている。23/12 期においては、上場関連費用が営業外費用として 40 百万円計上されたほか、為替差損益が前期の 101 百万円の差益から 16 百万円の差損に転じたため、営業外収支黒字幅は前期の 180 百万円から 62 百万円に縮小した。

なお、上場時の公募増資に伴い、資本金が 1 億円を超えたため、法定実効税率が 34.5%から 30.5%に低下したものの、単体よりも法人税率が低い中国子会社 2 社とスウェーデン子会社の利益構成比が大幅に低下したこと等から、法人税等の負担率は前期の 17.9%から 20.5%に上昇した。

上場日である 23 年 10 月 3 日に公表した通期計画に対する達成率は、売上高 105.8%、売上総利益 95.5%、営業利益 82.1%であった。製品別売上高の達成率については、デシカント除湿機 110.3%、VOC 濃縮装置 97.1%、その他 102.1%であった。売上総利益の計画未達については、日本における NMP 回収装置の設置工事の売上計上が翌期にずれ込んだ影響が大きかった。営業利益の未達幅が売上総利益の未達幅を上回ったのは、中国子会社の営業人員へのインセンティブ等が計画以上に増加したためである。

地域別売上高については、日本は、EV 用電池工場向けのデシカント除湿機の急拡大等により、7,189 百万円（前期比 43.9%増）となった（図表 8）。中国は、デシカント除湿機等の増加により、11,606 百万円

(同 3.1%増)となったが、増収率は 60.3%であった 22/12 期に比べ大幅に鈍化した。その他アジアは、韓国での補助金減額に伴う VOC 濃縮装置の減少等により、3,820 百万円 (同 5.6%減)となった。ヨーロッパは、EV 投資減速により、2,546 百万円 (同 18.7%減)となった。北米は、EV 用電池工場向けのデシカント除湿機の急拡大等により、2,932 百万円 (同 143.8%増)となった。その他地域は、中近東での大型案件の貢献等により、629 百万円 (同 145.1%増)となった。

【 図表 8 】 23 年 12 月期の地域別売上高

(単位:百万円)

	22/12期	23/12期							増減率
	通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
日本	4,995	1,314	1,058	2,373	1,297	3,518	4,816	7,189	43.9%
中国	11,255	2,517	2,926	5,443	4,285	1,877	6,163	11,606	3.1%
その他アジア	4,046	907	850	1,758	909	1,152	2,062	3,820	-5.6%
ヨーロッパ	3,134	717	701	1,418	510	617	1,128	2,546	-18.7%
北米	1,202	689	811	1,501	637	793	1,431	2,932	143.8%
その他	257	67	48	116	48	465	513	629	145.1%
合計	24,890	6,214	6,395	12,610	7,688	8,425	16,115	28,725	15.4%

(注) 下期の数値は証券リサーチセンターによる推定値
(出所) 決算説明資料等より証券リサーチセンター作成

◆ 24 年 12 月期上期は前年同期比 17%増収、24%営業減益

24/12 期第 2 四半期累計期間 (以下、上期) 決算は、売上高が前年同期比 16.7%増の 14,721 百万円、営業利益が同 24.4%減の 1,630 百万円、経常利益が同 23.7%減の 1,744 百万円、親会社株主に帰属する中間純利益が同 23.5%減の 1,390 万円となった (図表 9)。

【 図表 9 】 24 年 12 月期上期の業績

(単位:百万円)

	内訳	23/12期			24/12期			増減率
		上期	下期	通期	1Q	2Q	上期	
売上高		12,610	16,115	28,725	5,777	8,943	14,721	16.7%
	デシカント除湿機	8,075	10,476	18,551	3,543	5,944	9,487	17.5%
	VOC濃縮装置	3,011	4,294	7,305	1,541	2,376	3,917	30.1%
	その他	1,523	1,345	2,868	692	624	1,316	-13.6%
売上総利益		5,414	5,754	11,168	1,999	2,910	4,910	-9.3%
売上総利益率		42.9%	35.7%	38.9%	34.6%	32.5%	33.4%	-
販売費及び一般管理費		3,258	3,612	6,870	1,513	1,766	3,279	0.7%
販管費率		25.8%	22.4%	23.9%	26.2%	19.8%	22.3%	-
営業利益		2,156	2,142	4,298	486	1,144	1,630	-24.4%
営業利益率		17.1%	13.3%	15.0%	8.4%	12.8%	11.1%	-
経常利益		2,287	2,074	4,361	596	1,148	1,744	-23.7%
経常利益率		18.1%	12.9%	15.2%	10.3%	12.8%	11.8%	-
親会社株主に帰属する 当期 (四半期) 純利益		1,818	1,613	3,431	481	909	1,390	-23.5%

(注) 23/12 期下期の数値及び 24/12 期 2Q の売上高内訳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

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、日本と欧州の EV 用電池製造工場向け出荷が拡大したことから、前年同期比 17.5%増加した。VOC 濃縮装置は、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 30.1%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 13.6%減であった。

売上総利益率は、減収による固定費負担増加の影響に加え、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、前年同期の 42.9%から 33.4%に低下した。

一方、販管費は、円安に伴う海外子会社の費用に関する円貨換算額の増加により、前年同期比 21 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 138 百万円減少したほか、大型の輸出案件が減少したため、運賃も同 19 百万円減少した。一方、研究開発費は同 27 百万円増加した。

増収率が販管費の伸びを上回ったため、販管費率は前年同期の 25.8%から 22.3%に改善した。売上総利益率の悪化が販管費率の改善を上回ったため、営業利益率は前年同期の 17.1%から 11.1%に低下した。

営業利益は前年同期比 525 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）1,252 百万円、販管費減（同）153 百万円、為替影響 199 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）2,131 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、売上高が 858 百万円のプラス、売上原価が 485 百万円のマイナス、販管費が 174 百万円のマイナスと試算されている。

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 5,242 百万円（前年同期比 120.9%増）、ヨーロッパは 3,470 百万円（同 144.6%増）となった（図表 10）。

中国は、デシカント除湿機の大幅な減少により 2,861 百万円（同 47.4%減）、その他アジアは 1,742 百万円（同 0.9%減）となった。北米は、第 2 四半期に納入予定であった大手 EV メーカー向けデシカント除湿機の大型案件の売上の一部が、工期遅延により下期に計上される見通

しとなったことから、1,313 百万円 (同 12.5%減) となった。その他地域は 90 百万円 (同 22.1%減) となった。

【 図表 10 】 24 年 12 月期上期の地域別売上高

(単位:百万円)

	23/12期			24/12期			
	上期	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率
日本	2,373	4,816	7,189	2,863	2,379	5,242	120.9%
中国	5,443	6,163	11,606	1,317	1,544	2,861	-47.4%
その他アジア	1,758	2,062	3,820	663	1,079	1,742	-0.9%
ヨーロッパ	1,418	1,128	2,546	677	2,792	3,470	144.6%
北米	1,501	1,431	2,932	205	1,108	1,313	-12.5%
その他	116	513	629	49	41	90	-22.1%
合計	12,610	16,115	28,725	5,777	8,943	14,721	16.7%

(注) 23/12 期下期と 24/12 期 2Q の数値は証券リサーチセンターによる推定値
(出所) 決算説明資料等より証券リサーチセンター作成

> 他社との比較

◆ ハニカムローター等を製造販売する企業等と比較

同社のようにデシカント除湿機と VOC 濃縮装置を主力製品とする上場企業は見当たらない。そこで、デシカント除湿機用ハニカムローターや VOC 濃縮装置を含む事業セグメントを有するニチアスに加え、同社と同様に、半導体等の電子産業向けの売上高比率が高く、海外での成長が顕著な機械メーカーであるオルガノ (6368 東証プライム) 及び野村マイクロ・サイエンス (6254 東証プライム) を類似企業として選定した (図表 11)。

【 図表 11 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄 コード 直近決算期	西部技研 6223 23/12期	ニチアス 5393 24/3期	オルガノ 6368 24/3期	野村マイクロ・サイエンス 6254 24/3期
売上高	百万円	28,725	249,391	150,356	73,021
規模 経常利益	百万円	4,361	38,974	23,425	10,819
総資産	百万円	39,334	290,788	182,703	70,602
自己資本利益率	%	15.4	14.5	18.4	32.1
収益性 総資産経常利益率	%	12.4	14.0	13.5	19.2
売上高営業利益率	%	15.0	14.1	15.0	14.6
成長性 売上高 (2年平均成長率)	%	28.5	7.4	15.8	51.3
経常利益 (同上)	%	45.4	12.9	42.4	53.7
総資産 (同上)	%	23.9	8.5	18.3	61.4
自己資本比率	%	68.1	68.7	55.8	40.4
安全性 流動比率	%	267.0	245.9	211.4	158.7
固定長期適合率	%	38.2	49.3	26.6	17.6

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその 2 期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所) 各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

各社を比較すると、規模では、5つの事業セグメントを持ち、社歴が 100 年を超えるニチアスが全ての項目で首位に立っている。また、設

備投資額が巨額な半導体工場向けに超純水装置製造装置等を取り扱うオルガノと野村マイクロ・サイエンスの規模も同社を大きく上回っている。

収益性では、自己資本利益率と総資産経常利益で首位に立つ野村マイクロ・サイエンスが総合的に最も良好である。同社は、営業利益率ではオルガノと並んで首位に位置するものの、自己資本利益率と総資産経常利益率を見ると、絶対値では10%超を確保している一方、順位では各々3位と4位であり、相対的には劣後する。

財務の安全性に関しては、同社は、流動比率で1位、自己資本比率で厘差の2位、固定長期適合率で3位であり、相対的に優位と評価できる。

成長性については、売上高、経常利益、総資産の全ての項目で野村マイクロ・サイエンスが最も良好な数値となっている。同社も、全ての項目で2位であり、相対的に高く評価できる。

全体的には、同社は比較対象会社に比べ、小規模かつ収益性が低いが、財務の安全性と成長性で魅力的な水準にあると言えよう。

3. 非財務面の分析

> 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12)。

【図表12】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等			
		項目	数値		
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	7,189百万円	
	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	・中国売上高	11,606百万円	
			・その他アジア売上高	3,820百万円	
			・ヨーロッパ売上高	2,546百万円	
			・北米売上高	2,932百万円	
			・その他地域売上高	629百万円	
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	・海外売上高比率	75.0%		
組織資本	プロセス	・会社は、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	・会社設立からの経過年数	59年(24年9月時点)	
		・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	・デシカント除湿機商品化からの経過年数	40.5年(24年9月時点)	
		・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貫通で行っているが、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当社が行い、組立と販売は装置メーカーが担当している	・上場からの経過年数	1年(24年9月時点)	
	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	・営業利益率	15.0%	
		・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	・EBITDAマージン	18.1%	
	人的資本	経営陣	・社長は、長年、同社の経営に従事している	・ROE	15.4%
			・社長による高い経営へのコミットメント	・デシカント除湿機の売上高	18,551百万円
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	・VOC濃縮装置の売上高	7,305百万円	
		・インセンティブ制度	・その他の売上高	2,868百万円	

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、23/12期または23/12期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率
(出所) 決算短信、有価証券報告書、決算説明資料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、良好な利益率を維持しつつ、継続的な成長を実現している。日本において、多くの中堅企業が国内市場のみに依存し、低い利益率と売上高の低迷を余儀なくされている中、グローバル展開による利益を伴う成長は、高い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。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、西部技研「環境アクション2030」に基づき、以下の3つのアクションにおいて、同社単体としての指標や目標を掲げている。

① アクション1 電力消費由来 CO2 排出量の削減

(イ) 中長期的な温室効果ガス排出量の削減目標
30年までは再生可能エネルギーの導入と省エネ活動を進めることで電力由来の排出量を削減し、その後は、技術発展と歩調を合わせて50年に向けて燃料由来の削減に取り組むとしている。

(ロ) 現状のCO2排出量とその構成
22年における同社単体の温室効果ガス排出量は約4,755トンであった。Scope^{※3}1とScope2に分けた数値は以下の通りである(図表13)。

【図表13】2022年の温室効果ガス排出量の内訳

分類	排出量 (t-CO2/年)	構成比	主要排出源
Scope1	2,264	47.6%	本社・各工場での化石燃料燃焼に伴う排出
Scope2	2,491	52.4%	本社・各工場での電力利用に伴う排出

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

(ハ) 2030年までの温室効果ガス排出量削減計画
同社は、国内で稼働する5工場と研究開発拠点であるイノベーションセンターにおける排出削減に向け、省エネ活動の推進に加え、再生可能エネルギー導入等や、非化石証明書等を活用した再生可能エネルギー電力の調達を検討している。

(注3) Scopeとは、温室効果ガスの排出量を測定する範囲である。Scope1は、自社での燃料等の使用に伴う直接的な排出量である。Scope2は、自社が購入した電気等による間接的な排出量である。Scope3は、Scope1、Scope2以外の、原料調達、物流、販売等のバリューチェーンで発生した自社の事業活動に関連した他社の排出量を指している。

② アクション2 同社製品・サービスの開発及び提供による環境貢献量の拡大

同社は、顧客の環境負荷削減に寄与する製品を提供している。これは顧客企業の Scope1 又は Scope2 の削減に繋がるものであり、同社では Scope3 の中で評価される項目に該当する。同社製品毎の削減貢献量やライフサイクルでの排出量を定量化するための取組みを進める方針である。

③ アクション3 バリューチェーン全体での環境負荷把握と削減

同社ではバリューチェーン全体での環境負荷把握と削減に関し、以下の取組みを掲げている (図表 14)。

【 図表 14 】 バリューチェーン全体での環境負荷把握と削減の取組み

環境活動	実施年度	効果	KPI
廃棄物の削減	継続実施	CO2削減、資源効率向上	産業廃棄物処理量
自社製品の環境負荷低減のための開発・設計 (Design for Environmentの推進)	継続実施	CO2削減、資源効率向上	共通部品数
製品/原料輸送時の環境負荷低減 (モーダルシフト)	2025年	CO2削減	モーダルシフト採用率
製品単位での環境負荷の評価・把握	2025年	トレーサビリティ確保	把握製品数
中長期的な生産効率性向上の検討	長期検討事項	生産環境改善	検討実施有無

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、人材の育成及び社内環境整備に関して、男女協働、外国籍社員の採用と障がい者の活躍推進、教育機会の提供と自己啓発支援等に取組んでおり、同社単体における具体的な指標と目標として以下の点を挙げている (図表 15)。

【 図表 15 】 人材の育成及び社内環境整備に関する指標と目標

指標	目標
手挙げ式スキル研修の実施 (自立的に学ぶ人材育成)	年4回の実施→2023年実績：達成
新卒社員採用時における男女比率 (ダイバーシティ推進)	男女比率 1：1 (女性比率50%以上) →2023年実績：達成
男性育児休業取得率 (ワークライフシナジー創出・ダイバーシティ推進)	男性育児休業取得率50%以上 →2023年実績：達成 (54.8%)

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

また、18年より企業主導型保育施設「はにかむほいくえん」を運営しているほか、公益財団法人隈科学技術・文化振興会への寄付を通じて、

科学技術分野を専攻する大学院生に対する奨学金の給付や、日本文芸の伝承等の活動を行う団体等に対する支援を行っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は、23年3月30日開催の定時株主総会の決議により、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社に移行した。同社の取締役会は、取締役(監査等委員である取締役を除く)3名及び監査等委員である取締役3名(うち独立社外取締役2名)で構成されている。

監査等委員会は、常勤監査等委員1名と非常勤監査等委員2名(全て社外取締役)で構成されている。非常勤監査等委員の内田健二氏は、公認会計士であり、20年3月に同社の監査役に就任し、23年3月から取締役監査等委員を務めている。内田氏は、フロンティア(4250 福証Q-Board)の社外取締役や高橋株式会社(福岡県久留米市)の社外監査役等を兼務している。もう一人の非常勤監査等委員の市丸信敏氏は、弁護士であり、21年3月に同社の監査役に就任し、23年3月から取締役監査等委員を務めている。市丸氏は公益財団法人松本文化芸術振興財団理事長や社会福祉法人恩賜財団済生会支部福岡県共済会支部理事を兼務している。

23/12期において、内田取締役と市丸取締役は、20回開催された取締役会、3回開催された監査役会及び10回開催された監査等委員会の全てに出席した。

なお、同社は、グループガバナンスの強化を目指し、中期経営計画の進捗管理と対策を協議するGlobal Management Councilを年2回実施しているほか、市場動向把握及び予実管理をグループ全体で徹底させるため、子会社と定期業績報告会を実施している。また、委任型執行役員制度も導入している。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ グローバル人材の採用と育成

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

◆ 顧客ニーズに沿った製品開発と新市場の開拓

同社の主力製品であるデシカント除湿機と VOC 濃縮装置は、需要が拡大しているものの、市場規模が小さいため、同社は、主力製品だけでなく、主力製品以外においても、顧客ニーズに沿った製品開発と新しいマーケットの開拓を課題として挙げている。主力製品以外での取り組みとしては、アメリカ市場の顧客ニーズに合った全熱交換器の開発、販売や、日本市場における外調機^{注4}事業への参入、CO2 濃縮技術を用いた植物ハウス向け CO2 供給装置「C-SAVE Green」や、植物ハウス向け全熱交換装置「Green-SAVE」の製品化等、農業向け市場等への進出が挙げられる。

(注4) 外調機とは、外気を快適な温度や湿度に調整して屋内に取込む機械である。

> 今後の事業戦略

◆ 欧米市場でのシェア拡大とエンジニアリング事業の拡大を志向

同社は、コア事業（デシカント除湿機と VOC 濃縮装置の機器販売・サービス）の欧米市場でのシェア拡大と、成長分野であるエンジニアリング事業拡大による継続的な利益成長を経営戦略として掲げている。

◆ デシカント除湿機分野（電池領域）の戦略

同社は、欧米等の EV 電池投資が盛んな地域のデシカント除湿機市場におけるシェア拡大を目指して、各地域で生産能力を増強し、競争力を向上させる方針である。注力顧客としては、北米市場で設備投資を計画している日系及び韓国系電池メーカー、北米現地メーカー（EV メーカーとの合弁会社を含む）を挙げており、北米での営業要員を増員する方針である。

デシカント除湿機関連の設備投資としては、24年2月に稼働した米国組立工場や同年3月に稼働したポーランド組立工場が挙げられる。今後も、除湿ローターを製造する宗像第2工場(稼働予定25年9月)や中国板金工場(同26年)の新設が計画されている。

海外の既存顧客に対する除湿ローターの交換サービスの拡大にも注力する方針である。特に、中国においては、短期的に装置市場の伸び悩みが想定されるものの、中長期的には販売した顧客からの除湿ローターの交換需要が高まると見込み、サービス要員の拡充を計画している。

◆ VOC 濃縮装置分野（半導体領域）の戦略

VOC 濃縮装置分野では、中国、台湾、韓国の既存顧客に対する VOC 濃縮ローターの交換サービスの拡販を図る方針である。自社での営業活動の強化に加え、現地協力会社との連携によるサービス供給体制の構築にも取り組んでいる。また、中国、韓国、欧州を対象に、VOC 濃縮装置のサプライチェーンの強化も目指している。

VOC 濃縮装置及びデシカント除湿機のローター交換を中心とするサービス事業の売上比率については、両装置の海外サービスを牽引役として、23/12 期の 7%から 26/12 期には 8%、30/12 期には 15%に拡大する目標を掲げている。

◆ エンジニアリング事業の戦略

同社は、これまで日本市場において、主力製品であるデシカント除湿機や VOC 濃縮装置の販売に、省エネ外調機等の販売やドライルールの施工を組み合わせることで顧客ニーズに対して最適な空間を創出するというソリューションを提供するエンジニア事業を展開している。今後は、海外でもエンジニア事業の展開を進める方針である。

エンジニアリング事業の主要ターゲットは、日本、韓国、北米、欧州の EV 電池メーカーと、日本、韓国の半導体材料メーカーである。EV 電池メーカーに対しては、電池製造の最適空間を創出するため、デシカント除湿機、NMP 回収装置、省エネ外調機、ドライルール等をセットで提供することを目指している。エンジニアリング事業の拡大により、デシカント除湿機の売上高に占める電池向け比率を、23/12 期の 44%から 30/12 期には 60%に上げる方針である。

半導体材料メーカーに対しては、半導体材料製造の最適空間を創出するため、VOC 濃縮装置、窒素精製機、スーパークリーンルーム等をセットで提供することを目指している。

5. アナリストの評価

> 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 16 のようにまとめられる。

【図表 16】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エンジニアリング事業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、為替レートの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

> 経営戦略の評価

◆ デシカント除湿機の欧米でのシェア拡大に最も期待したい

23/12 期における同社の地域別売上高構成比は、中国が 40.4%と、北米(10.2%)、ヨーロッパ(8.9%)を大きく上回っている。デシカント除湿機の地域別売上高構成比を見ると、欧州は開示されていないが、中国の 42%に対して、北米は 13%であり、同様の傾向である。

地域別 EV 用リチウムイオン電池市場では、中国は、世界最大の EV 販売・生産台数を背景に、EV 用電池市場でも過半のシェアを占めている模様である。欧米自動車メーカーを顧客に持つ韓国と、日本が中国に続いており、欧米での EV 電池の生産はまだ少ないようである。

一方、EV 販売においては、政府による補助金の停止・縮小や、割高な EV に対する購入意欲の低下等により、23 年後半以降、欧米市場での成長が減速している。中国市場においても、メーカー間の競争激化や、割安なプラグインハイブリッド車(PHV)の人気化等により、EV 販売の伸びは鈍化している。こうした中、米国、カナダ、欧州連合(EU)は、中国製 EV に対する関税引上げに動いており、中国におけるデシカント除湿機の需要も減少を余儀なくされている。

一方、EV で出遅れた日本車メーカー及び電池メーカーは、27 年頃に掛けて、国内及び欧米でのリチウムイオン電池や EV の工場新設を計画しており、同社にも恩恵が及ぶと見込まれる。

同社は、以前から業務提携関係にあった、韓国のリチウムイオン電池向けドライルームやクリーンルームの施工会社である KUMYOUNG ENG CO.,LTD.と 24 年 6 月に資本提携した。KUMYOUNG ENG CO.,LTD.は、韓国の大手電池メーカーに加え、北米、欧州の電池メーカーも顧客としており、欧米での工事実績も豊富である。24 年 5 月には、KUMYOUNG ENG CO.,LTD.の米国での納入実績と同社のデシカント除湿機の世界での納入実績が評価され、韓国の現代自動車の米国法人から約 29 億円の大型受注を獲得した。

同社の取組みや市場環境を考慮し、当センターでは、同社の戦略の中でも、デシカント除湿機の欧米でのシェア拡大に最も期待している。

> 今後の業績見通し

◆ 24 年 12 月期会社計画は 16%増収、3%営業増益

24/12 期の会社計画は、売上高 33,417 百万円（前期比 16.3%増）、営業利益 4,434 百万円（同 3.2%増）、経常利益 4,577 百万円（同 5.0%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 3,660 百万円（同 6.7%増）である（図表 17）。

【 図表 17 】 西部技研の過去の業績と 24 年 12 月期の会社計画

(単位：百万円)

	内訳	21/12期	22/12期	23/12期	24/12期計画		
		実績	実績	実績	期初	修正	増減率
売上高		17,403	24,890	28,724	33,417	33,417	16.3%
	デシカント除湿機	9,938	15,931	18,551	20,619	20,947	12.9%
	VOC濃縮装置	5,494	6,539	7,305	9,716	9,777	33.9%
	その他	1,969	2,419	2,868	3,081	2,691	-6.2%
売上総利益		6,247	10,049	11,168	11,497	11,497	2.9%
	売上総利益率	35.9%	40.4%	38.9%	34.4%	34.4%	—
販売費及び一般管理費		4,400	5,444	6,870	7,063	7,063	2.8%
	販管費率	25.3%	21.9%	23.9%	21.1%	21.1%	—
営業利益		1,847	4,604	4,298	4,434	4,434	3.2%
	営業利益率	10.6%	18.5%	15.0%	13.3%	13.3%	—
経常利益		2,063	4,783	4,361	4,577	4,577	5.0%
	経常利益率	11.9%	19.2%	15.2%	13.7%	13.7%	—
親会社株主に帰属する当期純利益		1,695	3,908	3,431	3,660	3,660	6.7%

(出所) 有価証券届出書、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

製品別売上高については、デシカント除湿機は、日本と欧州の EV 用電池製造工場向けの大型案件を見込み、前期比 12.9%増と予想している。VOC 濃縮装置は、欧州と日本の NMP 回収装置の大型案件を見込み、同 33.9%増と予想している。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るため、同 6.2%減と予想している。

同社は、上期決算発表時に製品別売上高の期初計画を修正している。デシカント除湿機については、上期の受注高は前年同期比 2.9%減の

9,243 百万円にとどまったものの、上期末の受注残が前年同期末比 98.1%増の 13,272 百万円となったことや上期の売上高が好調であったことを受け、期初計画の 20,619 百万円から 20,947 百万円に上方修正した。

VOC 濃縮装置については、上期の受注高が前年同期比 17.5%減の 4,297 百万円にとどまり、上期末の受注残が前年同期末比 12.1%減の 5,006 百万円となったものの、上期の売上高や足元の商談状況を踏まえ、期初計画の 9,716 百万円から 9,777 百万円にやや上方修正した。

その他については、上期の受注高が前年同期比 44.0%増の 1,668 百万円、上期末の受注残が前年同期末比 95.4%増の 1,143 百万円と拡大したものの、受注残には納期が来期のものが多く含まれていること等を踏まえ、期初計画の 3,081 百万円から 2,691 百万円に下方修正した。

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する見込みであるため、前期比 4.5%ポイント低下の 34.4%を見込んでいる。一方、販管費は同 192 百万円増、販管費率は同 2.8%ポイント改善の 21.1%を見込んでいる。

営業利益は前期比 3.2%増の 4,434 百万円、営業利益率は同 1.7%ポイント低下の 13.3%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 5,379 百万円、EBITDA マージンは同 2.0%ポイント低下の 16.1%を見込んでいる。

地域別売上高の会社計画については図表 18 の通りである。期中の受注が好調に推移した日本、その他アジア、ヨーロッパは期初計画を上方修正している。一方、受注が低調であった中国とその他は下方修正となった。北米は大幅増収見通しながら、期初計画からはやや下方修正となっている。

【 図表 18 】 24 年 12 月期地域別売上高の会社計画 (単位: 百万円)

	23/12期	24/12期計画		増減率
		期初	修正	
日本	7,189	8,402	10,742	49.4%
中国	11,606	9,956	7,165	-38.3%
その他アジア	3,820	4,118	4,521	18.4%
ヨーロッパ	2,546	5,642	6,271	146.3%
北米	2,932	4,701	4,507	53.7%
その他	629	595	207	-67.1%
合計	28,725	33,417	33,417	16.3%

(出所) 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ ビジョン実現に向けた中期経営計画を公表した

同社は、「クライメイト・ニュートラルな未来の実現のため、空気処理技術のイノベーション・リーダーであり続ける。」というビジョンの実現に向けた 32/12 期までの中期経営計画を公表した。

24/12 期～26/12 期までの第 1 フェーズでは、成長の土台づくりをテーマに掲げ、コア事業で市場シェア拡大、成長事業の本格始動、グループガバナンス強化に取り組む方針である。26/12 期の数値目標は、今後 3 年に亘る中国市場の状況を慎重に想定し、売上高 37,500 百万円、営業利益率 14%、EBITDA マージン 18%、ROE14%に設定している(図表 19)。

【 図表 19 】 中期経営計画

	23/12期 実績	24/12期 計画	25/16期 計画	26/12期 計画	30/12期 計画
売上高(百万円)	28,725	33,417	35,400	37,500	55,000
営業利益率	15.0%	13.3%	-	14.0%	17%以上
EBITDAマージン	18.1%	16.1%	-	18.0%	21%以上
ROE	15.4%	13.1%	-	14.0%	18%以上

(出所) 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

27/12 期～29/12 期までの第 2 フェーズでは、成長事業の安定化をテーマに掲げ、成長事業の安定収益化、成長投資の成果刈り取りに取り組む方針である。この期間の数値計画は公表されていないが、中国市場の回復を想定し、売上高は年平均 10%程度の増加を見込んでいる模様である。

30/12 期～32/12 期までの第 3 フェーズでは、成長産業への参画による持続可能な経営と、連結営業利益 90 億円超の常態化をテーマに掲げ、30/12 期の数値目標は、売上高 550 億円、営業利益率 17%以上、EBITDA マージン 21%以上、ROE18%以上に設定している。

また、同社は、24/12 期～26/12 期合計の営業キャッシュ・フローを 150 億円と想定している。その用途については、投資キャッシュ・フローに 60 億円(生産能力増強等)、株主還元(配当性向 40%を目安として配当に 40 億円、自社株買いに 20 億円を予定)を充当し、残り 30 億円は、運転資金の増加や、人材投資、研究開発、株主還元の余力として留保する方針である。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、24/12 期上期実績と同社の施策等を考慮し、同社の 24/12 期業績を、売上高 33,100 百万円(前期比 15.2%増)、営業利益 4,320 百万円(同 0.5%増)、経常利益 4,507 百万円(同 3.3%増)、親会

社株主に帰属する当期純利益 3,587 百万円 (同 4.5%増) と予想する (図表 20)。

【 図表 20 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	22/12期	23/12期	24/12期CE	24/12期E	25/12期E	26/12期E
損益計算書						
売上高	24,890	28,725	33,417	33,100	35,000	37,000
前期比	43.0%	15.4%	16.3%	15.2%	5.7%	5.7%
製品別	-	-	-	-	-	-
デシカント除湿機	15,931	18,551	20,947	20,800	21,000	21,500
VOC濃縮装置	6,539	7,305	9,777	9,600	11,000	12,500
その他	2,419	2,868	2,691	2,700	3,000	3,000
売上総利益	10,049	11,168	11,497	11,320	12,100	12,900
売上総利益率	40.4%	38.9%	34.4%	34.2%	34.6%	34.9%
販売費及び一般管理費	5,444	6,870	7,063	7,000	7,340	7,680
販管費率	21.9%	23.9%	21.1%	21.1%	21.0%	20.8%
営業利益	4,604	4,298	4,434	4,320	4,760	5,220
前期比	149.3%	-6.6%	3.2%	0.5%	10.2%	9.7%
営業利益率	18.5%	15.0%	13.3%	13.1%	13.6%	14.1%
経常利益	4,783	4,361	4,577	4,507	4,950	5,414
前期比	131.8%	-8.8%	5.0%	3.3%	9.8%	9.4%
経常利益率	19.2%	15.2%	13.7%	13.6%	14.1%	14.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	3,908	3,431	3,660	3,587	3,935	4,302
前期比	130.6%	-12.2%	6.7%	4.5%	9.7%	9.3%

(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

製品別売上高については、デシカント除湿機は、日本や欧州、北米の EV 用電池製造工場向けの拡大を見込み、20,800 百万円 (前期比 12.1% 増) と予想した。VOC 濃縮装置は、欧州と日本の NMP 回収装置の拡大を見込み、9,600 百万円 (同 31.4% 増) と予想した。その他は、半導体工場クリーンルームの施工が減少すると見込み、2,700 百万円 (同 5.9% 減) と予想した。

売上総利益率は、中国の EV 用電池工場向けのデシカント除湿機における利益率低下を想定し、前期比 4.7%ポイント低下の 34.2%と予想した。一方、販管費は、運賃や研究開発費等の増加を見込み、7,000 百万円 (前期比 1.9% 増) と予想した。

25/12 期は、売上高 35,000 百万円 (前期比 5.7% 増)、営業利益 4,760 百万円 (同 10.2% 増) と予想した。

製品別売上高については、デシカント除湿機は、KUMYOUNG ENG CO.,LTD.との提携効果等により、日本や欧州、北米の EV 用電池製造工場向けの増加を見込み、21,000 百万円 (前期比 1.0% 増) と予想し

た。VOC 濃縮装置は、日本や欧州、その他アジア等での増加を見込み、11,000 百万円 (同 14.6%増) と予想した。その他は、半導体工場クリーンルームの施工が増加すると見込み、3,000 百万円 (同 11.1%増) と予想した。

売上総利益率は、増収に伴う固定費負担の軽減等を想定し、前期比 0.4%ポイント上昇の 34.6%と予想した。一方、販管費は、運賃や人件費、研究開発費等の増加を見込み、7,340 百万円 (前期比 4.9%増) と予想した。

26/12 期は、売上高 37,000 百万円 (前期比 5.7%増)、営業利益 5,220 百万円 (同 9.7%増) と予想した。

製品別売上高については、デシカント除湿機は、KUMYOUNG ENG CO.,LTD.との提携効果等により、日本や欧州、北米の EV 用電池製造工場向けの増加を見込み、21,500 百万円 (前期比 2.4%増) と予想した。VOC 濃縮装置は、日本や欧州、その他アジア等での増加を見込み、12,500 百万円 (同 13.6%増) と予想した。その他は、3,000 百万円 (同横ばい) と予想した。

売上総利益率は、増収に伴う固定費負担の軽減等を想定し、前期比 0.3%ポイント上昇の 34.9%と予想した。一方、販管費は、運賃や人件費、研究開発費等の増加を見込み、7,680 百万円 (前期比 4.6%増) と予想した。

同社は、24/12 期以降の連結配当性向の目標値を、従来の 30%から 40%に上げた。こうした同社の方針と当センターの業績予想を基に、当センターでは、配当について 24/12 期は 70.0 円 (配当性向 40.0%)、25/12 期は 80.0 円 (同 41.7%)、26/12 期は 85.0 円 (同 40.5%) と予想した。

【 図表 21 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	22/12期	23/12期	24/12期CE	24/12期E	25/12期E	26/12期E
貸借対照表						
現預金	9,803	11,638		12,630	11,693	13,772
受取手形、売掛金及び契約資産	5,970	8,309		9,575	10,125	10,704
棚卸資産	4,669	6,023		6,940	7,339	7,758
その他	1,736	2,407		2,599	2,683	2,771
流動資産	22,178	28,377		31,744	31,840	35,005
有形固定資産	8,181	10,216		10,618	13,019	12,826
無形固定資産	299	231		185	179	179
投資その他の資産	445	510		1,047	1,047	1,047
固定資産	8,926	10,957		11,850	14,245	14,052
資産合計	31,105	39,334		43,595	46,086	49,058
仕入債務	3,800	5,116		6,350	6,670	7,010
短期借入金	1,690	50		800	800	800
1年内返済予定の長期借入金	1,158	902		497	222	89
未払法人税等	505	349		506	558	611
その他	3,381	4,212		4,954	5,119	5,310
流動負債	10,534	10,629		13,107	13,369	13,820
長期借入金	2,045	1,142		645	423	334
その他	777	768		692	643	591
固定負債	2,822	1,910		1,337	1,066	925
純資産合計 (自己資本)	17,748	26,795		29,151	31,651	34,313
(非支配株主持分+新株予約権)	-	-		0	0	0
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	4,762	4,314		4,507	4,950	5,414
減価償却費	896	893		942	928	1,516
売上債権の増減額 (-は増加)	-1,903	-2,082		-1,459	-634	-667
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-424	-1,006		-917	-399	-419
仕入債務の増減額 (-は減少)	823	1,313		1,234	320	340
その他	-280	-324		706	113	110
法人税等の支払額	-525	-1,108		-763	-962	-1,058
営業活動によるキャッシュ・フロー	3,349	2,000		4,250	4,315	5,236
有形固定資産の取得による支出	-568	-2,405		-1,200	-3,200	-1,200
無形固定資産の取得による支出	-12	-17		-55	-44	-44
その他	-15	82		-547	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-595	-2,340		-1,802	-3,244	-1,244
短期借入金の増減額 (-は減少)	940	-1,640		750	0	0
長期借入れによる収入	300	-		0	0	0
長期借入金の返済による支出	-1,426	-1,158		-902	-497	-222
株式の発行による収入	-	1,222		0	0	0
自己株式の処分による収入	-	3,494		0	0	0
配当金の支払額	-10	-9		-1,230	-1,435	-1,640
その他	-622	-108		-75	-78	-52
財務活動によるキャッシュ・フロー	-818	1,801		-1,457	-2,010	-1,914
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	2,128	1,900		991	-938	2,078
現金及び現金同等物の期首残高	7,388	9,517		11,417	12,409	11,472
現金及び現金同等物の期末残高	9,517	11,417		12,409	11,472	13,551

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点**◆海外展開（特に中国）に伴うリスク**

同社グループは、グローバルに事業展開しているため、為替変動、海外諸国の経済動向、社会情勢及び地政学的リスク等の影響を受けている。特に、売上高構成比が 40.4% (23/12 期) に達している中国において、景気の悪化や社会情勢の混乱、地政学的リスクの顕在化等が生じた際は、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 特定分野の設備投資に対する依存度の高さ

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

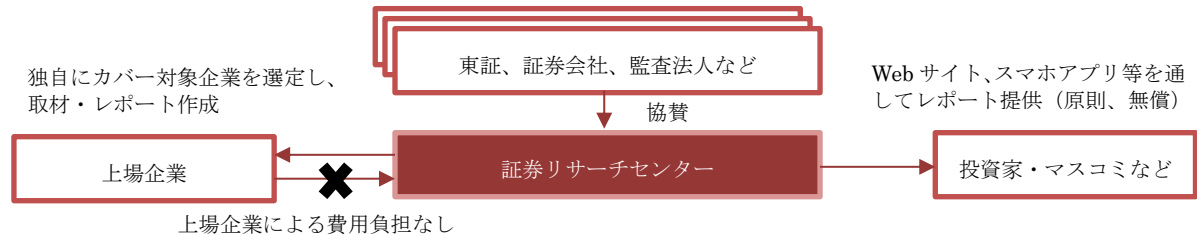
◆ 大株主の株式売却リスク

隈扶三郎代表取締役社長は、資産管理会社による保有分を含めて、24/12 期上期末時点において、同社株式の 35.2%を保有している。同氏は、安定株主として同社株式の保有を継続すると見られるが、将来、同社株式の全部、または、一部を売却する場合、同社の株価に影響を及ぼす可能性がある。

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。