



2024年4月3日

各 位

会 社 名 日本ピラー工業株式会社
代表者名 代表取締役社長 岩波 嘉信
(コード番号 6490 東証プライム)
問合せ先 取締役専務執行役員 宿南 克彦
(TEL. 06-7166-8281)

スポンサードリサーチレポート発行のお知らせ

当社は、投資家とのコミュニケーションを円滑にし、当社に対するご理解を深めていただくためスポンサードリサーチレポートを発行いたしましたので、お知らせいたします。

当リサーチレポートは、株式会社キャピタルグッツ・リサーチ&アドバイザリーに作成を依頼しておりますが、当社株への推奨は一切なく、当社のビジネスモデル、業界動向、業績推移、長期的な事業戦略といったすでに公表されている内容を投資家の皆様にわかりやすく説明するためのものです。

詳細につきましては、次ページ以降をご参照ください。

以上

企業レポート

東証プライム・機械

2024年4月3日

日本ピラー工業（6490）

担当アナリスト

黒田真路

星野英彦 CMA

キャピタルグッツ・リサーチ&アド

バイザリー（CGRA）

役員インタビュー：時価総額 1,000 億円は通過点、更なる高みを目指す

- 総括**：日本ピラー工業（以下、同社）は、過去 5 年間で売上高が約 1.8 倍、営業利益が約 2.7 倍、株価は約 4.3 倍を確保した高成長・高収益企業である。今後も「半導体」、「脱炭素」をキーワードに、高い成長ポテンシャルと更なる収益性の改善および ROE の向上が期待される。時価総額が 1,000 億円をクリアしたことで、国内外の投資家層の広がりや認知度の向上が進み始めており、低位にとどまる株価バリュエーションが見直される可能性もあると CGRA は考える。本レポートでは、グループ化したタンケンシールセーコウの和田社長を始め、同社技術本部長、CFO、各事業責任者へのインタビューを行い、25/3 期以降の中長期的な同社の成長ポテンシャル、営業利益率の改善余地、株価バリュエーションや期待される時価総額などを掲載した。
- 業績動向**：24/3 期の予想営業利益は、2024 年 2 月 13 日の 3Q 決算発表時に期初予想の 125 億円から前期比 1.8% 減の 136 億円（営業利益率 23.9%）へ上方修正され、1 株当たり年間配当金も 120 円から 149 円（配当性向 34.7%）へ引き上げられた。電子機器関連事業の予想営業利益は、製品値上げなどが奏功、105 億円から同 6.5% 減の 110 億円（営業利益率 27.5%）の見通し。産業機器関連事業の予想営業利益は、好採算である補修部品の需要増やタンケンシールセーコウの業績上振れなどを背景に、20 億円から同 26.3% 増の 26 億円（同 15.3%）へ引き上げられた。26/3 期を最終年度とする中計「One2025」では、売上高 660 億円、営業利益 170 億円（同 25.7%）、電子機器関連事業の売上高 480 億円、営業利益 145 億円、産業機器関連は売上高 180 億円、営業利益 25 億円が計画されているが、産業機器関連事業の営業利益は、24/3 期において 2 年前倒しで計画をクリアする見通し。
- ESG 経営**：中計「One2025」では、9 つのサステナビリティ項目（非財務）で KPI が設定され、役員報酬の評価項目に ESG 指標が加わった。2023 年は CDP の B スコア（22 年は B-）を獲得、今後は TCFD の深化や TNFD 開示の取組を強化するとともに、新たに人事戦略グループを設置し、人財への投資、育成を強化している。取締役会の実効性も向上している印象。
- 株価バリュエーションと株主還元**：同社株主総リターン（TSR）は、TOPIX および機械セクターを大幅にアウトパフォームしており、キャピタルゲインとインカムゲインを考慮した株価意識の高い株主還元が行われている印象。主要半導体・FA 企業 7 社との比較において、同社は相対的に高い営業利益率と期待 ROE を確保しつつも、PBR と PER は依然として低位にとどまっていると思われる。

連結業績および各種株価データ

トレーディング・データ	業績推移：億円	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3会予	
株価（24年4月2日）	6,080	売上高	309	292	302	406	487	570
52週レンジ：円	4,265~6,400	営業利益	51	36	48	113	138	136
時価総額：億円	1,523	経常利益	52	37	50	118	141	142
発行済株式総数：千株	25,042	親会社株主当期利益	37	26	34	82	104	100
平均売買代金（20日）：億円	5.2	EPS：円	152.1	108.6	144.7	350.5	351.1	429.1
会社予想PER：倍	14.2	ROE：%	9.1	6.2	7.8	16.8	18.6	-
PBR（23/3末）：倍	2.4	1株配当金：円	45.0	40.0	50.0	106.0	133.0	149.0
予想1株配当金：円	149.0	配当性向：%	29.6	36.8	34.6	30.3	30.0	34.7
予想配当利回り：%	2.5	FCF	11	11	19	103	54	-
ROIC（23/3）：%	16.9	NetCash	118	115	116	208	211	-

目 次

- ・会社概要と製品紹介：p3
- ・日本ピラー工業における3つの注目ポイント：p4～5
- ・前回レポートからの変化点：p6
- ・タンケンシールセーコウ和田社長インタビュー：p7
- ・手嶋技術本部長インタビュー：p8
- ・宿南 CFO インタビュー：p9
- ・中期経営計画「One2025」の概況：p10
- ・24/3 期業績の進捗と課題：p11
- ・電子機器関連事業の概要：p12～13
- ・電子機器関連事業 藤原執行役員インタビュー：p14～15
- ・産業機器関連事業の概況：p16～17
- ・産業機器関連事業 芹田執行役員インタビュー：p18～19
- ・ESG 経営の深耕：p20
- ・株価バリュエーション：p21
- ・株主還元：p22
- ・連結損益計算書と貸借対照表、キャッシュ・フロー：p23～24

図表 1：2023 年以降、アウトパフォーム基調が継続



会社概要と製品紹介

「半導体」と「脱炭素」をキーワードとする高収益・高成長企業

高い市場シェアと高収益性を誇る半導体製造装置関連のニッチ銘柄

同社は、電子機器関連事業（23/3 期報告セグメント売上高構成比 76%、営業利益構成比 85%、営業利益率 31.9%）と産業機器関連事業（同 24%、同 15%、同 17.4%）の2つの事業セグメントを有している。

電子機器関連事業は、半導体や液晶の製造工程における洗浄装置および半導体工場の薬液供給設備に組み込まれて使用される“ふっ素樹脂”を加工した継手やチューブおよびペローズポンプなどの数千種類もの製品ラインアップを誇る。特に、継手は高いクリーン度やシール性能、豊富な実績を背景に、世界的なデファクトスタンダードとなっている。

産業機器関連事業は、発電所や石油精製、石油化学などの各種プラントに組み込まれるポンプやバルブなどに装着されるメカニカルシールやグランドパッキン、ガスケットなどを手掛ける。液体やガスの漏れを防ぎ、プラントの安全性とパフォーマンス向上につながる重要部品であるうえ、補修品の需要も多く、高い収益性を確保している。なお、同事業には半導体製造装置の1つであるCMP（ケミカルメカニカルポリッシング）装置向けロータリージョイントが含まれる。

過去5年間で同社業績は急成長、業績規模が様変わりした

電子機器関連事業の業績は、過去5年間（19/3～24/3 会予）で売上高が約2倍（セグメント利益は約3倍）、セグメント利益率は22/3 期において過去最高の32.0%に達した。この背景には、世界的な半導体需要の拡大と旺盛な半導体設備投資、更には省スペースやクリーン度向上ニーズに対応した製品ラインアップの拡充や新規顧客の獲得、製品価格改定などが挙げられる。

産業機器関連事業は、過去5年間で売上高が約1.6倍（同約1.8倍）となり、23/3 期における営業利益率は、17.4%へ改善が進んだ。CMP 装置向けロータリージョイントの高成長に加え、国内における原子力発電所の再稼働、国内外での補修部品の需要増、タンケンシールセーコウのグループ会社化、更には脱炭素に向けた新たな需要創出などが追い風となっている。

同社は実効性の高い ESG 経営を推進している

2021 年 4 月に岩波社長を委員長とする ESG/SDGs 推進委員会が設置され、22 年はマテリアリティを特定し、TCFD へ賛同を表明した。中計「One2025」では、9 つのサステナビリティ（非財務）KPI を掲げ、マテリアリティの解決を通じた中計とありたい姿の実現を目指している。CDP 気候変動 2023 においては、昨年度から1ランクアップの「B」スコアを獲得、上記 KPI の1つをクリアした。

図表 2：各セグメントの特徴と主要製品および顧客業種

23/3期実績	電子機器関連	産業機器関連
売上高：億円	368	118
セグメント利益：億円	118	21
セグメント利益率：%	31.9	17.4
過去5年平均売上成長率：%	16.2	11.1
過去5年平均利益成長率：%	39.1	25.9
主要製品	継手（フィッティング）、ペローズポンプ チューブ、ユニット支承など	メカニカルシール ガスケット、グランドパッキン
顧客業種	半導体・液晶メーカー、半導体・液晶製造装置	石油化学、鉄鋼、LNGプラント、各種発電設備など

出所：CGRA 作成

顧客の課題解決につながる高品質な重要部品の提供が高成長・高収益なビジネスモデルを支える

「半導体」と「脱炭素」が同社の長期的な成長テーマ

日本ピラー工業における3つの注目ポイント

ポイント①：半導体市場の前年同月比伸び率が同社株価の先行指標

CGRAでは、半導体設備投資や半導体関連株の先行指標として、WSTS発表の世界半導体市場の前年同月比伸び率に注目している。過去の同社株価は、半導体市場の前年同月比伸び率がピークアウトを示し始めた2018年年初と2022年年初に高値を形成している。同社株価の底打ちタイミングに関しても、半導体市場の前年同月比伸び率のマイナス幅が縮小を始める時期に底打ちし、上昇に向かう傾向が見られる。

過去2回のサイクルを見ると、半導体市場の前年同月比伸び率は、プラスに転じて以降、約20ヶ月後に伸び率のモメンタムがピークアウトを示している。今回のサイクルにおいては、半導体市場の前年同月比伸び率は既にプラスに転じ、3月時点で7ヶ月が経過していると見られる。荏原やレゾナックなどの決算期が12月末である半導体関連企業は、既に今2024年12月期の業績予想を開示しており、両社ともに、今下期以降にも半導体関連需要の回復を想定している。過去の傾向などから推測すると、2025年前半辺りまで半導体市場のモメンタム回復が続くとCGRAは考える。

半導体市場のポジティブなモメンタムは2025年前半辺りまで続きそう

ポイント②：24/3期業績予想は上方修正された（上方修正は5期連続）

同社は、2023年5月12日、24/3期業績予想と26/3期を最終年度とする3ヶ年中期経営計画「One2025」を発表した。期初時点では、売上高570億円（前期比17.0%増）、営業利益125億円（同9.7%減、営業利益率21.9%）、1株当たり当期純利益361.08円が予想された。一方、中計では、売上高660億円、営業利益170億円（営業利益率25.7%）、ROE10%以上、配当性向30%以上、3ヶ年累計設備投資250億円が提示された。セグメント別数値目標としては、電子機器関連事業は売上高480億円、営業利益145億円、産業機器関連事業は売上高180億円、営業利益25億円が計画されている。

産業機器関連事業の24/3期営業利益は中計目標を2年前倒しで達成へ

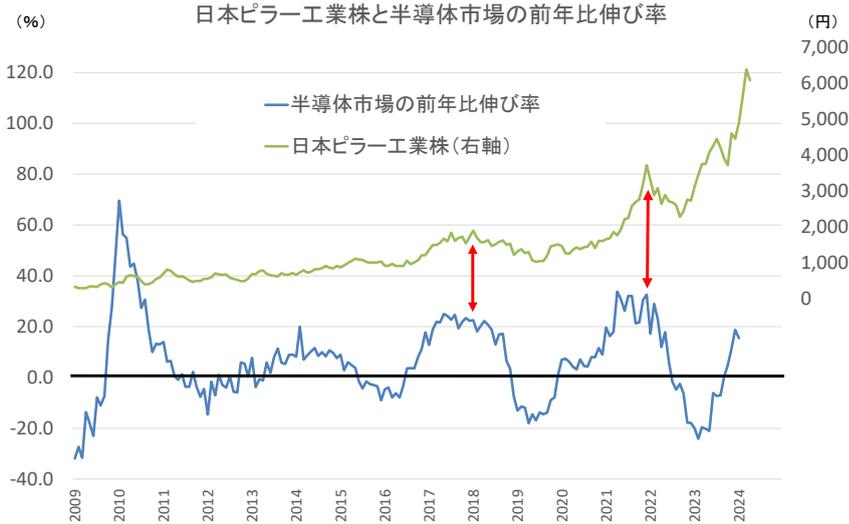
24/3期は、電子機器関連事業を中心に、受注の調整局面が到来している。しかし、同社は3Q決算発表時の2024年2月13日に、予想売上高570億円を据え置きつつ、営業利益を136億円（同1.7%減、営業利益率23.9%）、1株当たり当期利益を429.10円へ上方修正した。期首の受注残高が213億円（月商約4.5ヶ月）に達していたうえ、製品の値上げ効果、産業機器関連事業における好採算である補修部品案件の獲得やグループ会社化したタンケンシールセーコウの業績上振れなどが要因である。

ポイント③：同社株価は上場来高値を更新

同社は、中計「One2025」の中で、公約配当性向30%以上を掲げている。前中計「BTvision22」においても配当性向30%以上を掲げていたが、自己株取得を含む総還元性向は3ヶ年平均で42.5%であった。同社は、利益成長によるキャピタルゲインを重視しつつ、株価パフォーマンスや計画対比での業績進捗を加味、増配や自己株取得を通じたインカムゲインの向上を目指したバランスのとれた株主還元を行っている。実際、2022年は、半導体需要の減速懸念を背景に、株価パフォーマンスに悪化が見られたが、2022年11月10日付けで上限10億円（上限50万株、発行済株式総数の2.22%）の自己株取得が発表された。24/3期においては、3Q決算発表時において、業績予想の上方修正とともに、創業100周年の記念配当10円を含む1株当たり年間配当金を期初予想の120円（配当性向33.2%）から149円（配当性向34.7%）へ引き上げた。その後の同社株価は、上昇基調を強め、上場来高値を更新している。

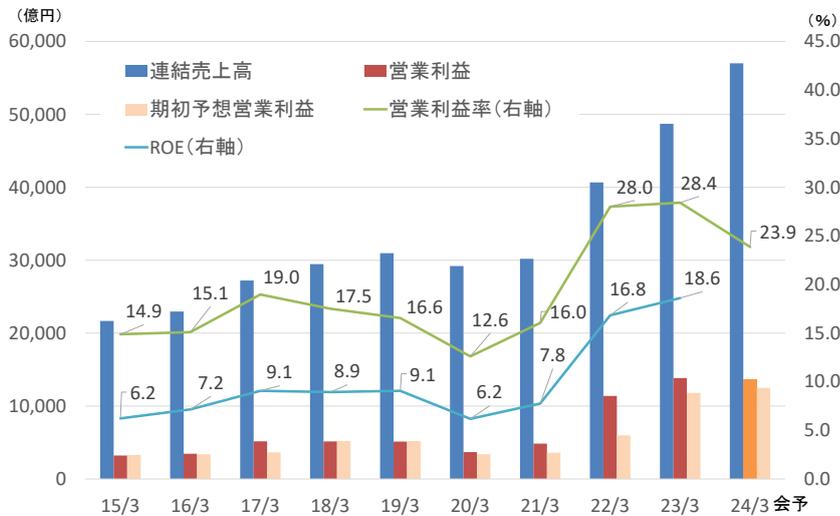
同社株価は上場来高値を更新

図表 3 : 半導体市場のモメンタムピーク時に同社株価も天井を付ける傾向がある



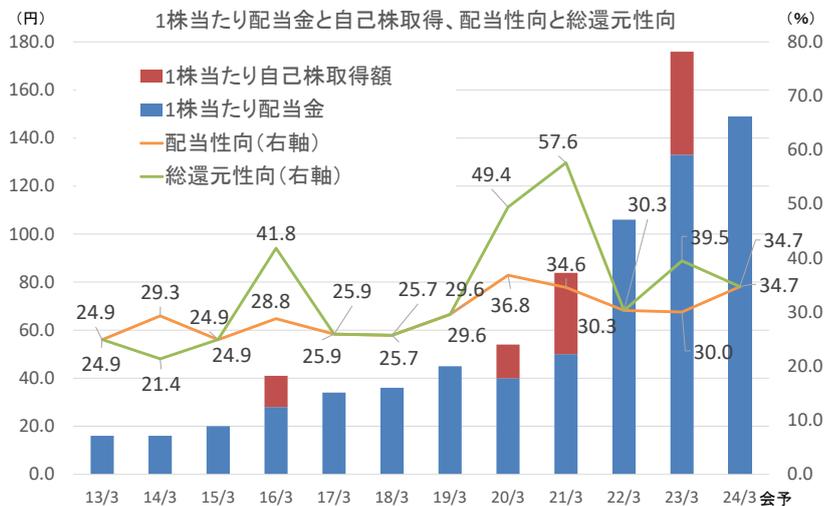
同社株価は半導体市場のモメンタムがピークアウトするまで上昇する傾向が見られる

図表 4 : 同社業績予想は 5 期連続で上方修正された



24/3 期業績は、受注環境が調整局面を迎える中、3Q 決算発表時に上方修正された

図表 5 : 今後も継続的な株主還元強化が期待されよう



今後も自己株取得を含む継続的な株主還元強化が期待されよう

出所：会社資料などから CGRA 作成

前回レポートからの変化点

2024 年は半導体設備投資の回復局面入りが期待される

同社株価は半導体市場の底打ちと成長期待を背景に上昇基調を強めた

2023 年 1 月 10 日発行の前回フォローアップレポートでは、岩波社長へのインタビューを通じ、同社の高い収益性の背景や次期中計への想い、リスクと事業機会や株主・投資家へのメッセージなどに加え、同社 ESG 経営の深耕、更にはグローバル半導体市場の底打ちと同社株価の投資機会、株主還元と株価バリュエーションなどを説明した。

CGRA が注目するグローバル半導体市場の前年同月比伸び率は、マイナス幅の縮小を続け、2023 年 9 月にはプラスに転じた。2023 年末以降は、生成 AI 市場の拡大を背景とした米エスビディアの業績急成長と株価上昇を背景に、半導体関連銘柄全体へ物色対象の広がりが見られている。同社株価に関しては、高成長・高収益な半導体関連銘柄の一角として評価が進み、業績予想の上方修正や株主還元の強化なども追い風に、上場来高値を更新している。

ポジティブな需要見通しの発表が相次いでいる

2023 年 11 月 28 日付けで WSTS が発表した秋季世界半導体市場見通しでは、2023 年暦年の半導体市場は、前年比 9%減の 5,201 億ドルへ減少するものの、2024 年は同 13%増の 5,883 億ドルへ増加に転じる見通しである。生成 AI やパワーディスクリット需要の成長に加え、年後半からの景気回復を背景とした、電子機器全般の需要拡大が追い風になると見られている。6 月頃にも春季需要予測が開示される。

2024 年 1 月 18 日、SEAJ（日本半導体製造装置協会）が発表した半導体製造装置需要予測では、2023 年度の半導体製造装置需要は、前回予測を下回る前年度比 19%減の 31,770 億円にとどまるものの、2024 年度は同 27%増の 40,348 億円、2025 年度は同 10%増の 44,383 億円と拡大局面の到来が予想されている。同社電子機器関連事業の売上高は、半導体製造装置需要と極めて高い相関関係（+0.9）にあり、今後の業績再拡大が期待される。

半導体市場の回復期待と生成 AI 需要の急拡大を背景に、半導体関連銘柄の株価上昇が見られている

同社業績と高い相関関係にある SEAJ の半導体製造装置需要は本格的な回復局面の到来が見込まれる

図表 6：前回レポートからの変化点

	前回レポート(23年1月10日)	今回
株価:円	2,766	6,080
1株当たり予想配当金:円	108.0	149.0
配当利回り:%	3.9	2.5
予想PER:倍	7.9	14.2
PBR:倍	1.2	2.4
TOPIX	1,876	2,714
予想売上高:億円	440(23/3)	570(24/3)
予想営業利益:億円	118(23/3)	136(24/3)
半導体出荷額 (CY、億ドル、%)	2022 5,801(+4%YoY)	5,740(+3%YoY)
	2023E 5,565(-4%YoY)	5,201(-9%YoY)
	2024E -	5,883(+13%YoY)
半導体製造装置需要予測 (FY、億円、%)	2022 36,840(+7%YoY)	39,222(+14%YoY)
	2023E 34,998(-5%YoY)	31,770(-19%YoY)
	2024E 41,997(+20%YoY)	40,348(+27%YoY)
	2025E -	44,383(+10%YoY)
米国政策金利:%	4.5	5.5
USD:円	131.5	151.6

出所：各種資料から CGRA 作成。半導体市場は WSTS、半導体製造装置需要は SEAJ

タンケンシールセーコウ和田社長インタビュー

シナジー効果の最大化を図り、差別化されたカーボン製品の拡販を目指します

Q：御社の保有する経営資本、業績動向、強みや弱みなどを教えてください。

タンケンシールセーコウ（以下、タンケン）は、創業 68 年を誇る老舗のメカニカルシールメーカーです。日本ピラー工業と国内市場においてシェア争いを繰り広げていた競合の 1 社です。石油精製や石油化学向けに強く、売上高の約 6 割が補修部品・メンテナンスを含めたアフタービジネスが占め、過去 3 年間の平均売上高は 46 億円、同平均営業利益率は 11%、2 桁の ROE を確保しています。メカニカルシールの摺動材で使用されるカーボンの世界で唯一内製しているシールメーカーであり、材料開発を通じた顧客の課題解決に強みを持っています。グループ化後においては、日本ピラー工業との人財、知的資本の融合・進化を図り、更なるソリューションを提供いたします。

Q:グループ会社化に伴って、どのようなシナジー効果が期待されますか。

国内の工業用メカニカルシール市場は、3 社がシェアを分けていましたが、タンケンのグループ化に伴い、日本ピラー工業グループはトップシェア企業と並ぶ規模になりました。具体的なシナジー効果の 1 つは、原材料の相互調達です。メカニカルシールの摺動材は、用途に合わせて使い分けられ、市場の 7 割を SiC などの硬質材とカーボンの組み合わせ、3 割を硬質材同士の組み合わせが占めています。タンケンはカーボン材を内製化していますが、日本ピラー工業は SiC を内製化しているので、生産・調達面での相互供給を通じたシナジー効果が期待できます。また、日本ピラー工業は、ポンプ用途向けに強く、タンケンは攪拌機用途向けメカニカルシールに強く、既存顧客の重複が少ないことや、日本ピラー工業のグローバルネットワークを活用するなど、販売面のシナジー効果も期待されます。

経営面では、日本ピラー工業グループは、半導体関連事業への収益依存度が高いものの、タンケンのグループ化に伴い、事業ポートフォリオおよび業績の安定化が図れると期待しています。岩波社長の期待も大きく、毎月のようにタンケンを訪問し、現場を回り、社員と交流し、PMI（Post Merger Integration）を通じたシナジー効果の最大化を目指しています。従来、競合企業としてシェア争いをしていた日本ピラー工業のグループ化に伴い、タンケン社員のモチベーションも高まっています。

Q:中長期的な業績のけん引役は何ですか。

タンケンの買収は、収益性の高い国内の補修部品・メンテナンス事業が相対的に強く、日本ピラー工業との共創に伴い、市場シェアの向上も期待されます。また、メカニカルシールのみならず日本ピラー工業が有するガスケットやグランドパッキンなどの関連製品のクロスセルによる業績拡大も期待されます。既に営業社員の交流も図られているほか、広島では営業所の統合も進んでいます。

また、タンケンは独自のカーボン技術を活かしたカーボンマテリアル製品の販売に注力しています。ポラスカーボン製品は、空気を通す性質を活かし、各種フィルム製品の製造装置に組み込まれて使用されるロール材として普及が始まっています。フィルムに“しわ”が入らない、静電気を帯びない、耐熱・耐薬品性などの優位性が評価され、大手企業に採用されています。これらカーボン製品の売上構成比は 10%程度ですが、今後の用途拡大に期待しています。

Q:抱える課題と対策があれば教えてください。

タンケンの抱える課題としては、社員の平均年齢が高いほか、近年は設備投資を抑制してきたため、一部のシステムを含めて設備の老朽化が進んでいる点が挙げられます。日本ピラー工業のグループ化に伴い、既にシステムを含む工場設備の増設と機械設備の入れ替えに着手しています。

注：2024 年 2 月 28 日、タンケン本社でインタビューを実施。

カーボンの特性は、熱膨張が少ない、熱伝導が大きい、熱衝撃に強い、耐熱温度が高い、自己潤滑性がある、軽い、耐薬品性に優れている、など



静圧気体軸受技術を活かしたウェブハンドリング用の浮上搬送用ロールは、ウェブの浮上搬送が可能であるため、摩擦駆動に伴うトラブルの防止が可能



手嶋技術本部長インタビュー

中計「One2025」と紐付いた収益性重視の製品開発を行っています

Q：研究開発方針と保有する知的資本を教えてください。

当社では、技術的に差別化された製品を精度良く、スピード感を伴って開発することを重要視しています。どのような市場に対して、どのような製品を投入するかと共に、収益性のターゲットを開発の初期段階で明確化し、進化する既存市場と新たな成長市場に向けて、開発案件のポートフォリオを整理した開発を行っています。生産技術を含む開発技術エンジニアは約 200 名で、技術優位性と収益性を重視した効率の良い開発を進めています。23/3 期の研究開発費は、前期比 10%増の 11 億円（対売上高比率 2.3%）です。市場ニーズに応えるため、最後まで諦めずに開発を行い、製品化を実現することが当社の特徴であり、その成果として 80%以上の製品化率を誇っています。

スピード感を伴う効率の良い開発活動を進めることで、80%以上の製品化率を誇ります

昨年 10 月に竣工した三田イノベーションセンターでは、技術者を集結させ、英知の集積を図ります。大学やスタートアップ企業とのオープンイノベーションを促進する専用の研究室を設置するなど、産官学連携の強化を図ります。また、今年 4 月には技術開発本部に IT・DX 推進部を新設し、IT や AI などの開発を加速させる方針です。グループ化したタンケンシールセーコウが保有する独自のカーボン技術を活用した新市場の創出を目指した共同開発も始まります。

Q:研究開発は中計「One2025」および収益性と結びついていますか。

中計「One2025」の策定にあたっては、我々技術本部も参加し、新製品の売上高比率や上市件数、特許数などを定量的な KPI として掲げ、中計業績目標と紐付いた活動を行っています。また、“環境への貢献”を開発テーマの必要項目として織り込んだ開発を進めると共に、差別化技術に基づいた高い参入障壁を重要視した新製品開発、および既存製品の収益性改善を目指した改良活動も行っています。

KPIを設定し、中計数値目標と紐づいた開発活動を推進しています

Q:2030 年に向けて期待される技術や知財を教えてください。

今後は製品「モノ」の販売のみならず、故障予知に向けた状態監視や IoT デバイスなどを通じた「こと」ビジネスを強化・拡大させたいです。製品開発に関しては、AI や CAE（Computer aided engineering）を活用した試作フリーのフロントローディング開発を強化することで、短期間で効率的な設計力を強化するとともに、独自の材料開発を進めることで、差別化力の向上を目指します。

Q:生成 AI の登場は、どのような事業機会とリスクが考えられますか。

生成 AI に関しては、短期間で高精度な技術開発が可能となり、設計や開発面でのプラス効果は大きいです。ただし、最終的な判断は人が行いますので、DX やデータ分析を含めた DX 人材の教育を加速させています。

Q:PFAS 問題の業績影響（事業機会とリスク）をどのように見えていますか。

当社製品の多くがふっ素樹脂を使用していますので、今後の規制次第では脅威と考えています。対応策として、全社横断の PFAS 対応組織を立ち上げ、代替材料の探索などを進めています。また、当社としては、半導体の製造工程におけるふっ素樹脂は、エッセンシャルユースであることなどから、11 件のパブリックコメントを提出しています。事業機会としては、昨年に PFAS フリーのグランドパッキンを他社に先駆けて販売を開始しました。欧米市場において多くの反響を頂いており、今後の展開が楽しみです。

注：2024 年 3 月 6 日、同社福知山第 2 工場インタビューを実施。

宿南 CFO インタビュー

時価総額 1,000 億円は通過点、2,000 億円程度に達する可能性もありそう

Q：中計「One 2025」の進捗をどのように評価されていますか。

24/3 期は中計 1 年目ですが、順調な業績進捗となっています。2024 年 2 月 13 日に堅調な 3Q 決算の発表と同時に、24/3 期業績予想の上方修正を行いました。グループ化したタンケンシーラセーゴウの業績上振れと国内外の発電所向け保守部品の需要増、電子機器関連事業における製品価格の改定効果などが寄与しています。電子機器関連事業は、今後も需要の拡大が見込まれています。2023 年 9 月には福知山第 2 工場が稼働を始め、生産能力は 22 年対比で最大 1.8 倍に拡大します。昨今は、樹脂の調達難が課題でしたが、新たなサプライヤーの確保を含め、不良率の低減、ふっ素樹脂以外の材料の採用、再生樹脂の活用などの対策を講じてきました。中計の達成に向けた体制が整ってきたと感じています。産業機器関連事業は、コロナ禍で海外展開の遅れが課題となっています。今後は代理店などを含めた海外拠点整備を強化する方針です。

中計数値目標に対して、業績は順調に進捗、今後は半導体市場の回復に期待が高まる

Q：キャッシュ・アロケーションに関して、定量的に説明して頂けますか。

23 年 12 月末の B/S 上のキャッシュは 213 億円（総資産の 21%）ですが、福知山第 2 工場および三田イノベーションセンターへの支出計上に伴い、今後は 100 億円程度へ減少する見通しです。適正なキャッシュポジションは、月商 3 ヶ月の 150 億円程度を目安としていますので、当社初のグリーンボンドを発行し、外部からの資金調達を行いました。中計 3 ヶ年における成長投資として 250 億円（タンケン買収 66 億円、福知山第 2 工場 100 億円、三田イノベーションセンター 35 億円、その他 50 億円）を想定していますが、半導体の需要動向次第では投資案件を前倒しすることも視野に入れています。株主還元に関しては、配当性向 30% 以上は最低限守りますが、30% にはこだわらず、業績次第では上積みも検討します。

Q：タンケンの業績インパクトと M&A 方針があれば教えてください。

タンケンの 24/3 期業績は 11.5 ヶ月の変則決算ですが、売上高は 50 億円弱、営業利益は買収費用がなければ 8 億円程度を想定しています。買収に伴う一時費用は 2 億円程度ですが、年間 4.6 億円ののれん償却が継続します。タンケン以外の新たな M&A は中計で掲げた成長投資には織り込んでいません。M&A の基本方針としては、シナジー効果が期待される案件が対象候補で、引き続き情報収集を進める方針です。

Q：25/3 期業績に関して、コメントを頂けますか。

25/3 期は、電子機器関連事業において、半導体関連から受注回復が見込まれますが、懸念は樹脂価格の動向です。産業機器関連事業は、CMP 向けロータリージョイントの受注回復が見込まれますが、補修部品の大口案件の反動減もあり、相殺されそうです。

Q：目標時価総額に関して、どのようにお考えですか。

時価総額が 1,000 億円を超え、IR の面談数も海外機関投資家を中心に、2~3 割増加していますし、時価総額が 10 億ドル（1,500 億円）を超えると海外機関投資家の層が変わると聞いています。予想 PER は 15 倍程度に上昇していますが、半導体関連銘柄には PER が 30~40 倍の企業も散見されます。仮に当社 ROE を 15% とした場合、PER15 倍で PBR は 2.25 倍と試算されます。PER20 倍では PBR は 3 倍となります。23 年 12 月末の BPS 約 2,800 円を当てはめると 8,000 円（=時価総額約 2,000 億円）を超える株価も視野に入るのではないのでしょうか。

時価総額約 2,000 億円（株価 8,000 円）を超える可能性もありそう

注：24 年 2 月 28 日、Web インタビューを実施。

中期経営計画「One2025」の概要

次の100年へ飛躍するための基盤づくりとしての位置付け

同社は、「“社会を支える”未来を創る」をミッションに掲げ、CLEAN・SAFETY・FRONTIER を軸に独自の「流体制御関連技術」と「最先端の製品・技術・サービス」で「持続可能な社会の実現」と「経済価値の創造」を目指し、2023年5月12日付で、26/3期を最終年度とする3ヶ年中計「One2025」を発表した。同中計は、2024年5月に節目となる創業100周年を迎える同社が次の100年へ飛躍するための基盤づくりの期間として位置付けられている。

全社の中計基本方針としては、(1)コア事業の進化、(2)グローバル競争力の強化、(3)新規事業基盤の創造、(4)サステナブル経営の発展、(5)成長を支える財務戦略、を掲げ、企業価値の更なる向上に向けて、事業と組織の変革・変質を推進する方針である。

売上高660億円、営業利益170億円、ROE10%以上を目指す

同中計では、最終年度となる26/3期において、売上高660億円、営業利益170億円（営業利益率25.7%）、ROE10%以上を数値目標に掲げている（売上高と営業利益は過去最高）。また、配当性向を30%以上、3ヶ年累計成長投資250億円を計画している。セグメント別では、電子機器関連事業は売上高480億円、営業利益145億円（営業利益率30.2%）、産業機器関連事業は売上高180億円、営業利益25億円（同13.8%）が計画されている。

中計に非財務項目の重点目標が初めて設定された

同中計では上記の財務数値目標のみならず、サステナブル経営の発展を目指し、以下の9つの重点目標が新たに設定された。環境貢献項目：①GHG排出量を2013年度比25%削減（Scope1&2）、②PRTR法に基づく3物質の使用を禁止、③CDPスコア「B」以上の獲得と維持。人財活躍/組織成長：①女性管理職比率5%以上、②男性育休取得率75%以上、③1人当たり人財育成投資額+20%以上、④多様な人財活用に関するマネジメント研修の実施、⑤DX人財育成の研修の実施、⑥デジタルツールを活用した専門スキルの継承、高度習得の効率化。

図表7：「One2025」数値目標

連結		(単位：百万円)			
	BTvision22	One2025			
	2022年度 実績	2025年度 目標	増減	増減率	
売上高	48,702	66,000	17,298	35.5%	
営業利益	13,842	17,000	3,158	22.8%	
営業利益率	28.4%	25.7%	-2.7 P	-	
ROE	18.6%	10%以上	-	-	
配当性向	30.0%	30%以上	-	-	
成長投資	(3ヶ年累計) 3,715	(3ヶ年累計) 25,000	21,285	672.9%	

セグメント別

電子機器関連事業					
売上高	36,819	48,000	11,181	30.3%	
営業利益	11,759	14,500	2,741	23.3%	
産業機器関連事業					
売上高	11,844	18,000	6,156	51.9%	
営業利益	2,059	2,500	441	21.4%	

出所：同社説明会資料などから CGRA 作成

次なる100年に向けた3ヶ年新中計がスタート

過去最高の売上高と営業利益を実現するとともに、高い収益性の維持を目指す

初めてサステナビリティの向上に向けた非財務KPIが開示された

24/3 期業績の進捗と課題

24/3 期業績予想は 3Q 決算時に上方修正された

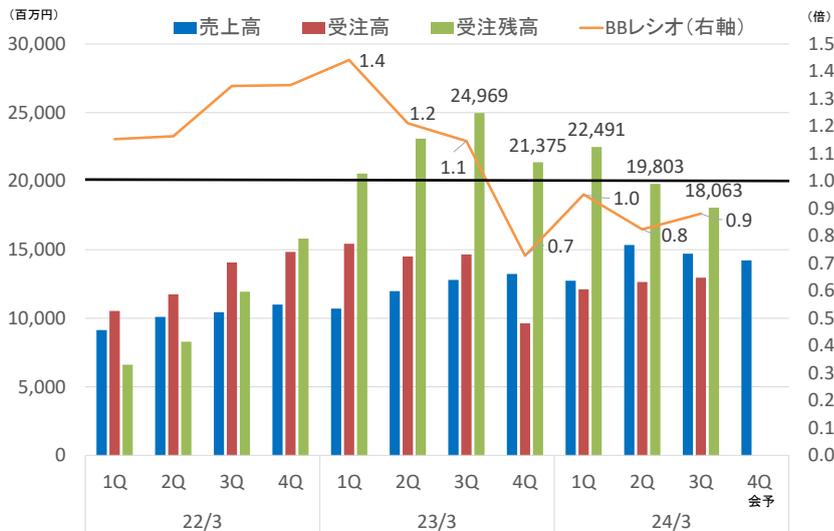
中計「One2025」の初年度となる 24/3 期業績は、期初時点において、売上高 570 億円、営業利益 125 億円（営業利益率 21.9%）、1 株当たり当期純利益 361.08 円が計画されていた。しかし、受注残高の消化や製品値上げの効果などが奏功、3Q 決算発表時に上方修正され、売上高は 570 億円が据え置かれたものの、営業利益は 136 億円へ +11 億円増額修正され、1 株当たり当期純利益は 429.1 円へ引き上げられた。

受注残の消化が進んでおり、受注高の早期回復に期待したい

同社四半期ベース受注高は、23/3 期第 4 四半期で底打ちしたものの、緩やかな回復基調にあり、BB レシオ（受注高÷売上高）は過去 4 四半期連続で 1 倍を割り込んで推移している。23 年 12 月末の受注残高は、180 億円（月商 3.8 か月分）へ減少しており、25/3 期に向けては受注高の早期回復に期待したい。

24/3 期は中計数値目標に対して順調な進捗が見られているが、来 25/3 期に向けて受注高の早期回復に期待したい

図表 8：受注残の消化が進んでいる点が 25/3 期業績の懸念材料



図表 9：24/3 期業績は中計数値目標に対して順調な進捗を見せる



出所：会社資料などから CGRA 作成

電子機器関連事業の概況

収益の源泉と創出する価値

電子機器関連事業は、継手やペローズポンプ、チューブなどの、ふっ素樹脂を応用・加工したピラフィン製品を手掛けている。主力である半導体洗浄装置用の継手は、世界的なデファクトスタンダードとなっており、23/3期のセグメント利益率は31.9%と高い収益性を有している。

半導体の洗浄工程で使用される薬液は、強酸や強アルカリなどの高い危険性を有しているうえ、半導体の微細化の進展に伴い、従来以上にクリーン度が重要視される。半導体製造装置や半導体工場の薬液供給工程に組み込まれる同社の継手やポンプ、チューブなどは、半導体生産における安全性の確保（薬液の漏れ防止）や歩留まりの最大化、生産設備の小型化ニーズに対して、高品質な製品供給と数千種類の製品ラインアップでカスタマイズ対応することで、高い信頼性と収益性の獲得を実現している。加えて、射出成形と金型成形における差別化された独自の高い技術力と材料および生産技術力が同社の強みの源泉でもある。

同社の継手は半導体洗浄装置と半導体工場における薬液供給工程のデファクトスタンダード

業績動向：24/3 通期予想営業利益は上方修正された

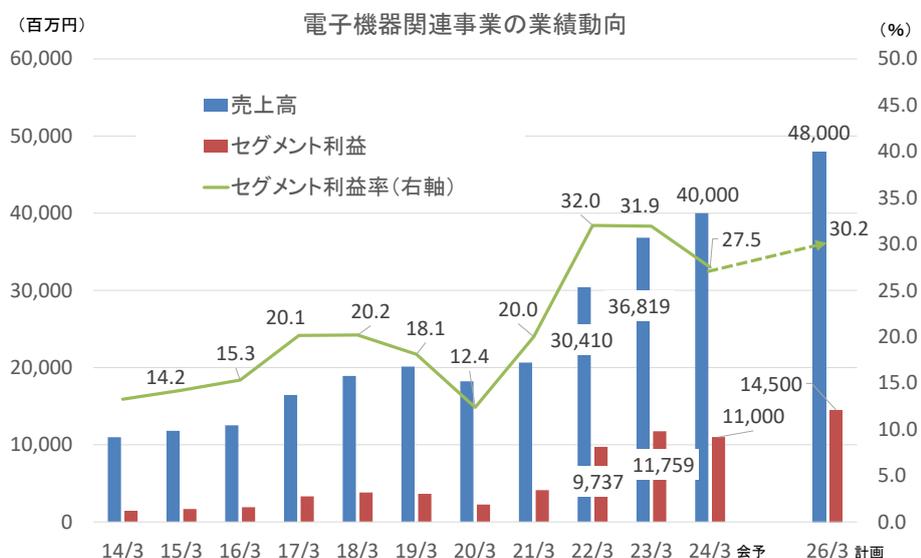
電子機器関連事業における24/3期業績は、期初時点において売上高410億円、営業利益110億円（営業利益率26.8%）が予想されていた。その後、2Q決算時点で、売上高410億円は据え置かれたが、営業利益は105億円へ下方修正された。しかし、3Q決算時において売上高を400億円（前期比11.4%増）へ下方修正しつつ、営業利益は110億円（同6.5%減、営業利益率26.8%）へ上方修正された。製品値上げの進展などが要因である。

受注動向：前年同期比のハードルが低くなる局面が到来へ

同事業における四半期受注高は、23/3期4Qに前年同期比39.7%減の69億円に減少した。その後は24/3期1Q受注高が同33.2%減の81億円、2Qが同27.6%減の82億円、3Qは同27.9%減の82億円で推移している。前年のハードルが低くなるため、24/3期4Q以降は前年同期比伸び率がプラスに転じる可能性が出てきたとCGRAは考える。

そろそろ受注高が前年比プラスに転じる局面が到来しそうだ

図表 10：受注高の早期回復に期待したい



出所：会社資料からCGRA作成

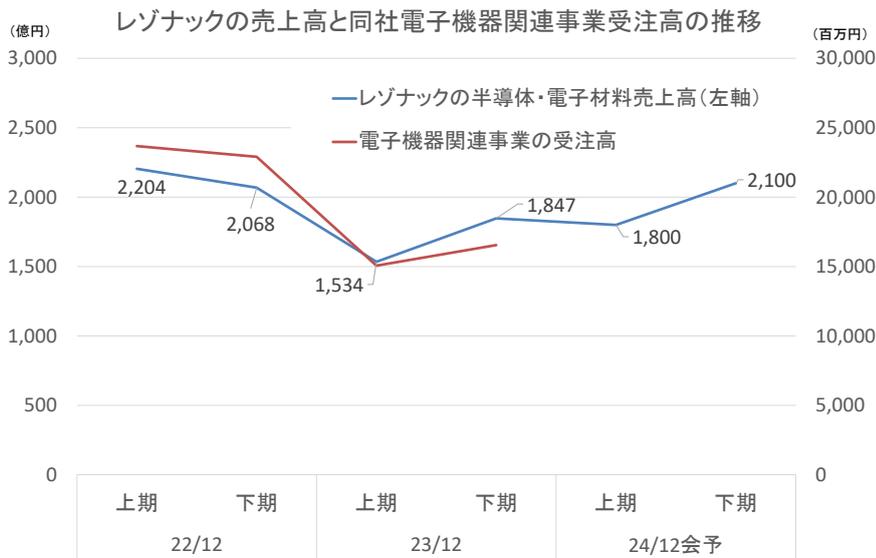
電子機器関連事業を取り巻く外部環境

レゾナック、荏原ともに半導体関連事業の需要回復を示唆

同社は3月決算企業であり、25/3期業績予想は2024年5月の本決算発表時に公表される見通し。一方、半導体関連企業であるレゾナックや荏原は12月決算企業であり、既に今24/12月期業績見通しを発表済みである。以下のグラフでは、同社電子機器関連事業における受注高の決算期をレゾナックと荏原の決算期に合わせ、半期ベースの動向を見てみた。レゾナックと荏原ともに、今上期（24年1～6月）は概ね横這いの受注・売上環境が続くものの、今下期（24年7～12月）は両社ともに回復局面の到来を予想している。特に、荏原のコンポーネント事業は、半導体製造工程で使用される真空ポンプが中心であり、ロジック向けの着実な設備投資の継続に加え、メモリー向けの設備投資の再開を想定している。同社電子機器関連事業における受注高も本格的な需要回復局面を迎えそうだ。

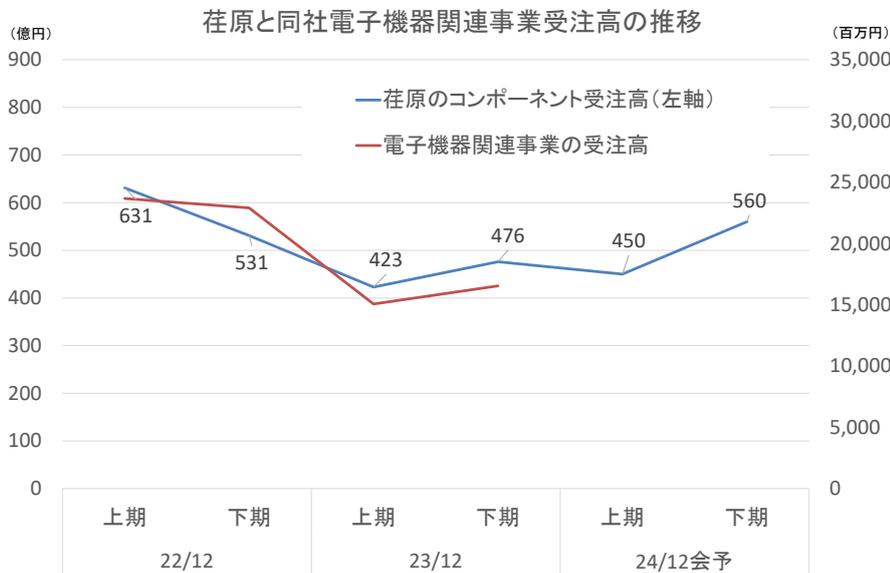
レゾナックと荏原の業績予想が示す通り、同社電子機器関連事業の受注高も回復局面を迎えよう

図表 11：レゾナックの半導体・電子材料売上高は回復に向かう見通し



レゾナックは緩やかながらも半導体関連需要の回復局面入りを予想している

図表 12：荏原のコンポーネント受注は緩やかな回復局面入りを示唆している



荏原は今下期（24年7～12月）以降にメモリー投資の再開を予想している

出所：各社の決算資料から CGRA 作成。同社受注高の決算期を統一調整済み

電子機器関連事業：藤原執行役員インタビュー

次の需要回復局面では、各種施策の刈り取りを行いたい

Q：中計「One 2025」の進捗をどのように評価されていますか。

24/3 期業績は、受注高の減少傾向が続いていますが、受注残の消化を進めることで、前期比 8.6%増の 400 億円を目指しています。一方、営業利益は、原材料値上げの悪影響が大きく、製品の値上げや生産性の改善を進めていますが、同 6.5%減の 110 億円を予想しています。業績数値としては、中計数値目標に沿った順調な進捗であると考えています。樹脂不足に対しては、お客様の理解と説得に苦労しながら、代替材料やリサイクル材の活用に向けた品質確認と金型の変更などを通じた技術的・生産技術的な検証を進めることで、対応しています。

業績および施策ともに順調な進捗を見せており、次の需要回復局面で真価が問われよう

Q：中計の達成に向けた 3 つの施策の成果と課題を教えてください。

事業戦略としては、①新規事業の創出、②既存市場・製品の強化、③更なる競争力向上に向けた基盤強化、を掲げています。新規事業の創出に関しては、半導体以外の市場の開拓が鍵を握りますが、この 1 年は市場ニーズの調査に重点を置いた活動を行っています。新素材の開発としては、ふっ素樹脂不足を契機に、ふっ素樹脂の再生材や異なる樹脂において、代替材を活用することで成果が得られました。また、スーパールポーに続く次世代製品の市場投入の目処が立ちました。中計では、非財務 KPI に「PRTR 法に基づく指定化学物質 3 物質の使用全廃」を掲げており、順次、溶剤洗浄から環境に優しい純水洗浄に変更します。

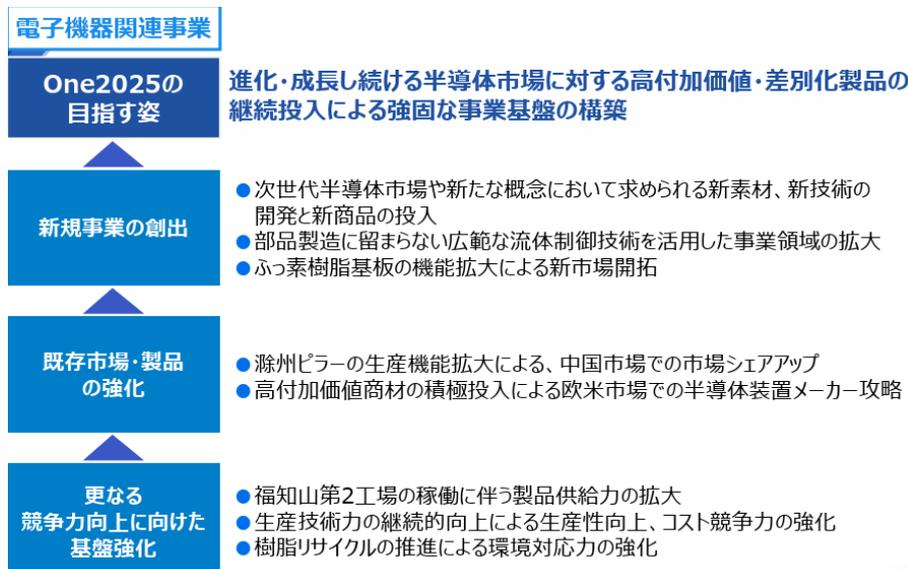
既存市場・製品の強化に関しては、地産地消を目的に設立した中国の滁州ピラー工業において、新たにチューブを生産するなど生産品目の拡充が進み、継手を付けたモジュール製品をお客様に納品する受託成形も始まっています。北京支店も開設し、新規顧客の開拓も進んでいます。欧米では大手半導体製造装置メーカーの新製品に採用されるなど、着実に実績を伸ばしています。

更なる競争力向上に向けた基盤強化においては、福知山第 2 工場の建設に伴い、熊本工場を含む生産能力が 22 年対比で最大 1.8 倍に拡大するとともに、射出成形品の複数取りの拡大と成形品のゲートカットの自動化、更には洗浄工程から搬送搬入を自動化するなどの自動搬送倉庫の導入などで、生産性も 1.3 倍に向上します。

福知山第 2 工場は生産能力のみならず生産性も 1.3 倍へ向上



図 13：電子産業機器事業の戦略と施策



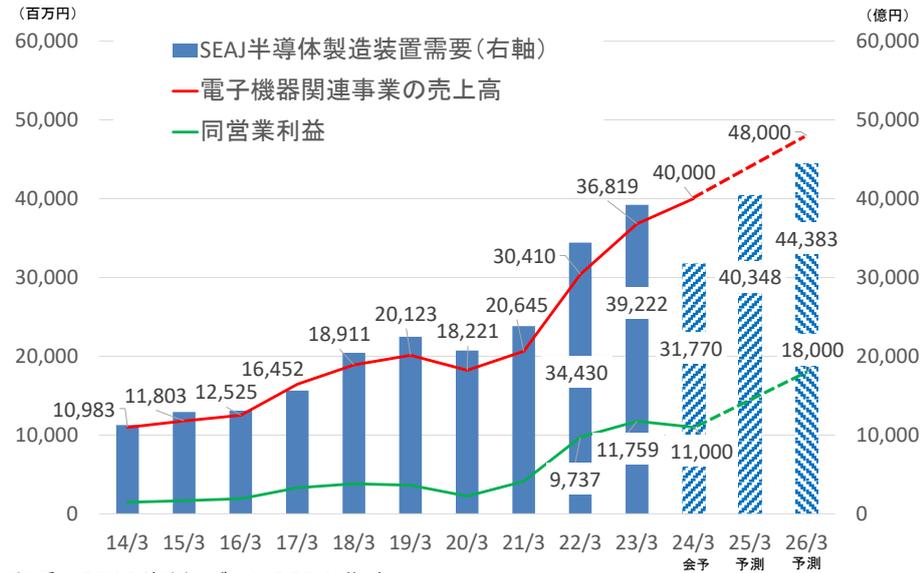
出所：中計「One2025」資料

Q:25/3 期に向けて期待されること、およびリスクをどのように考えていますか。

WSTS や SEAJ が需要見通しを上方修正しており、当社としても期待が高まっています。特に SEAJ（一社 日本半導体製造装置協会）は、24 年 1 月 18 日の需要予測において、2024 年度（25/3 期）の半導体製造装置需要を前年度 27%増、2025 年度を同 10%増と予測しています。樹脂メーカーの供給能力不足がリスクとして懸念されますが、代替材や再生樹脂の活用、新たな材料サプライヤーの開拓効果などで十分対応が可能です。今後は既存樹脂サプライヤーの生産能力増強効果見込まれるうえ、新規サプライヤーの材料認証が進むことから、ふっ素樹脂の調達リスクの低減が進むと考えています。

樹脂材料不足への対応策が奏功、製品の安定供給に対する自信が深まっている

図 14：半導体製造装置の需要拡大が同社業績をけん引へ



出所：SEAJ 資料などから CGRA 作成

Q:2030 年に向けた業績けん引役をどのように見えていますか。

中長期的な業績けん引役としては、通信の 5G や次世代 6G の普及に伴う PC やスマートフォンの需要増加、EV（電気自動車）の普及に加え、IoT や AI などの様々なアプリケーションの登場やデータ通信量の拡大に伴うデータセンターの需要増加が期待されます。このため、2030 年のグローバル半導体市場は、2023 年実績から約倍増の 1 兆ドルに成長すると予想されています。また、ロジックおよび DRAM、NAND などの半導体における微細化や積層化の進展に伴い、半導体製造装置の市場拡大が見込まれるとともに、当社においては新規顧客の拡大や新たな用途・分野の開拓を進めることで、市場を上回る成長を目指します。

2030 年に向けて市場を上回る成長と高い収益性の確保を目指す方針である

Q:今後も高い収益性の維持は可能でしょうか。

中計「One 2025」で掲げている目標営業利益率は、30.2%です。国内最大手の半導体製造装置メーカーは、27 年度に 35%以上の目標営業利益率を掲げられていますし、米国最大手の半導体製造装置メーカーは、半導体製造装置事業における直近の四半期決算で 36%程度の営業利益率を計上しています。当社電子機器関連事業の収益性は、お客様の収益率に左右される面もありますが、高い品質に裏付けられた信頼性に加えて、最新鋭の福知山第 2 工場における生産、搬送、洗浄の自動化などを通じた生産性改善効果が見込まれ、今後も更なる収益力の向上を目指す方針です。

注：2024 年 3 月 6 日、同社福知山第 2 工場インタビューを実施。

産業機器関連事業の概況

収益の源泉と創出する価値

産業機器関連事業は、メカニカルシールやグランドパッキン、ガスケットなど、液体やガス、粉体などの漏れを制御する機器を手掛けている。石油精製・石油化学や原子力などの発電設備、エネルギー・環境、上下水道設備などの様々な装置やプラントに組み込まれるポンプやバルブ、攪拌機、コンプレッサー、タービンなどに装着され、高圧・高温・極低温といった過酷な環境下で使用される。同社製品は、腐食性液体の漏れによる環境汚染や可燃性ガスや毒性ガスの流出による大気汚染防止、更には各種プラントの安全・最適な稼働を支えているほか、同社独自の差別化技術も有しており、各種機器の小型化・省エネ化に貢献している。

同事業では、半導体のウエット工程で使用される CMP 装置向けロータリージョイントが半導体市場の成長を背景に、新規顧客の獲得も含め、近年の業績拡大のけん引役の 1 つとなっている。また、「脱炭素」に向けたエネジートランジションを中長期的な事業機会と捉え、水素やアンモニアの各種プラントや輸送船、受入基地に加えて、航空機燃料の SAF (Sustainable Aviation Fuel) 関連の生産設備向け新規需要も期待される。

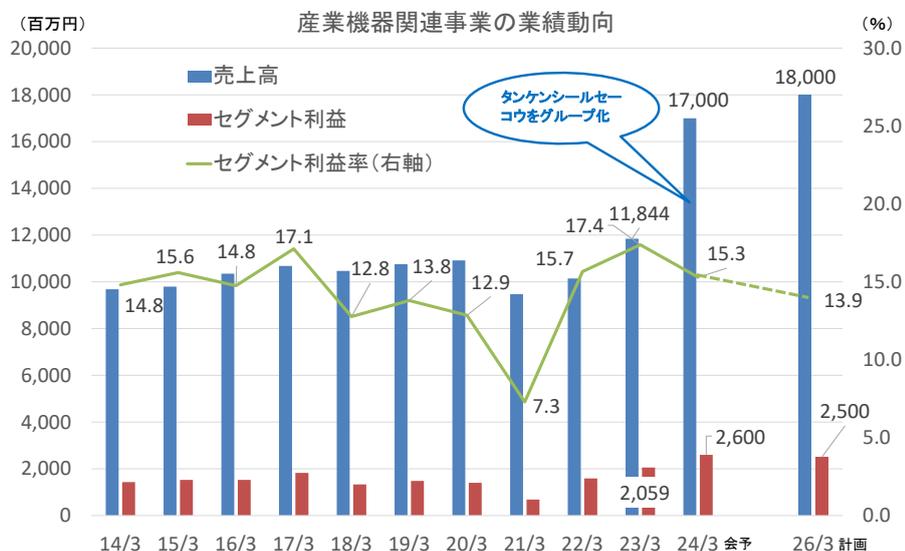
業績動向：中計目標営業利益は 2 年前倒しで達成

産業機器関連事業における 24/3 期業績は、期初時点で売上高を 160 億円、営業利益 15 億円が予想されていた。しかし、2Q 決算時に売上高 160 億円を据え置きつつ、営業利益は 20 億円へ増額され、3Q 決算時には売上高が 170 億円、営業利益は 26 億円（営業利益率 15.3%）へ上方修正された。好採算である補修品の需要増とグループ化したタンケンシールセーコウの業績上振れなどが主因であり、中計目標営業利益を 2 年前倒しで達成する見通し。

受注動向：堅調な受注環境が継続している

同事業の四半期受注高は、タンケンシールセーコウのグループ化もあり、24/3 期 1Q は前年同期比 21.4%増の 40 億円、2Q は同 42.0%増の 43 億円、3Q は同 47.1%増の 46 億円を確保、同期間の BB レシオも 1.1 倍→0.9 倍→1.1 倍と、安定的に推移している。

図表 15：タンケンシールセーコウの好業績などが業績をけん引



出所：会社資料から CGRA 作成

同事業は各種プラントの安定稼働を確保しつつ、環境汚染を未然に防ぐ重要な役割を担う

国内外ともに好調な事業環境が継続しており、中計目標営業利益を 2 年前倒しで達成へ

産業機器関連事業を取り巻く外部環境

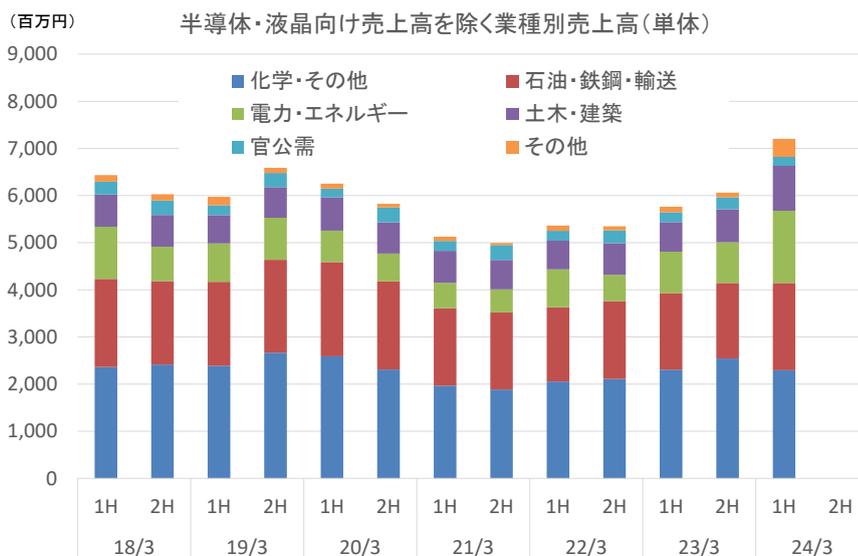
半導体・液晶を除く既存顧客向け売上高は回復傾向を強める

半導体・液晶以外の既存顧客向け売上高（単体ベース）は、国内外の発電所や石油精製・石油化学向け補修品の需要増、米国環境規制に適合した高気密製を有するパッキン EDP シリーズなどが評価され、順調な回復を見せている。

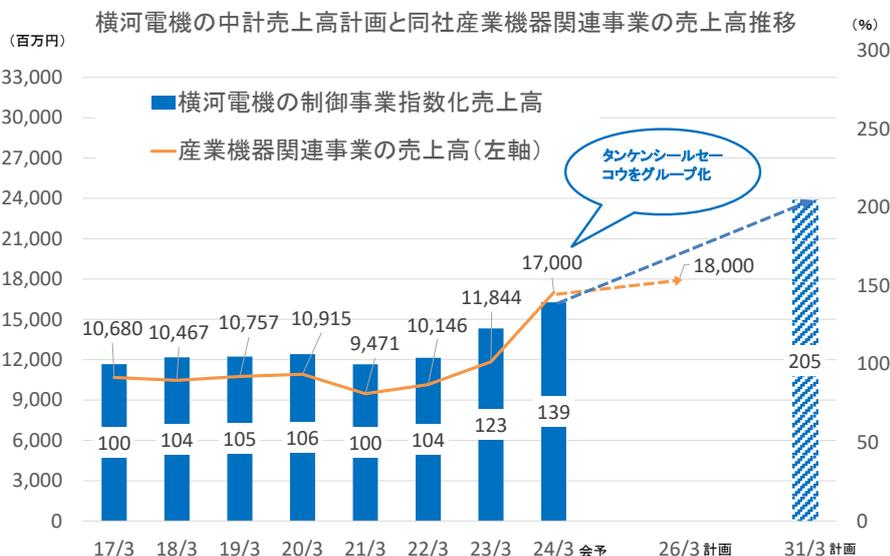
「脱炭素」をキーワードに、中長期的な成長余地は大きい

中長期的には、「脱炭素」をキーワードに、水素やアンモニア関連のエネジートランジションに関する設備投資、航空機燃料 SAF や合成メタン、大気中から CO₂ を直接回収する CCS（Carbon dioxide Capture and Storage）、原子力発電所の再稼働や次世代炉の開発、水素還元製鉄など、新たな設備投資が期待される。同社としては、スピード感を伴う製品開発を強化するとともに、新たな製品・市場創造を強化する方針である。各種プラント向け制御器を手掛ける横河電機の中計売上高を先行指標に、中長期的な成長余地は大きいと CGRA は考える。

図表 16：半導体・液晶以外の既存顧客向け売上高が回復傾向を強める



図表 17：横河電機の中計数字を先行指標に今後の成長余地は大きい



出所：決算説明会資料から CGRA 作成

産業機器関連事業：芹田執行役員インタビュー

次の需要回復局面では、各種施策の刈り取りを行いたい

Q：中計「One 2025」の業績進捗をどのように評価されていますか。

24/3 期業績は、売上高および営業利益ともに期初予想を上回り、3Q 決算時点で売上高を前期比 43.5%増の 170 億円、営業利益を同 26.3%増の 26 億円（営業利益率 15.3%）へ上方修正しました。今期の特徴は、円安進行に伴う製品の割安感などを背景に、海外顧客からの受注が好調に推移していることです。国内においては、原子力発電所の再稼働に伴う案件も堅調です。また、設備投資を手控えてきた国内外の石油化学業界においても補修部品の需要が回復傾向を強めています。脱炭素に向けた投資も動き始めています。

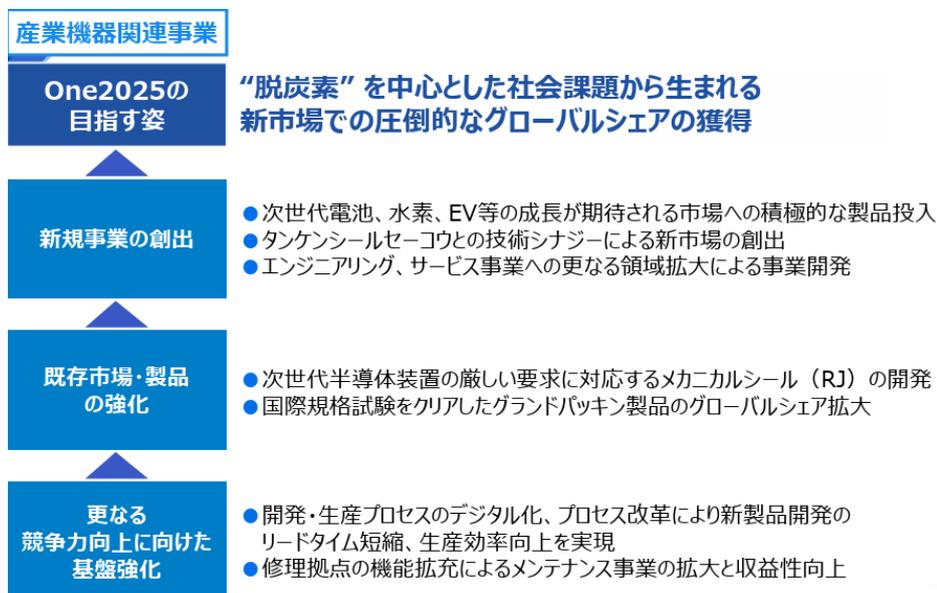
順調な業績進捗に加え、タンケンとのシナジー効果で業績の安定感と収益性の向上を図る方針

タンケンの業績貢献は、既に中計に織り込んでいましたが、予想以上に好調な業績環境が続いています。タンケンは、収益性が高い補修部品の売上構成比が高く、グループ会社化以降の産業機器関連事業における補修部品の売上構成比は 60%程度に上昇し、業績の安定感と収益性の改善に寄与しています。24/3 期営業利益は、中計で掲げた目標営業利益 25 億円を 2 年前倒しで達成する見通しです。

Q:中計の達成に向けた 3 つの施策の成果と課題を教えてください。

中計の達成に向けた事業戦略としては、電子機器関連事業と同様、①新規事業の創出、②既存市場・製品の強化、③更なる競争力向上に向けた基盤強化、を掲げています。新規事業の創出に関しては、2023 年 9 月に三田イノベーションセンターが完成し、脱炭素化社会の到来に向けて、シール技術の向上と新製品の創出に向けた土台作りができました。社内の知見の一体化と他社協業などを通じ、開発のレベルアップを図ります。競合企業であったタンケンの当社グループ化も大変心強い戦力です。シナジー効果の早期実現と差別化された製品の創出、海外への拡販などを強化する方針です。また、お客様におけるプラントの定期修理のインターバルを改善させ、最適なオペレーションを実現させる保守・メンテナンス契約も海外市場を中心に本格化しています。お客様にはコストの見える化が図られ、当社においては業績の安定化とお客様の困り込みのメリットがあります。

図 18：産業機器事業の戦略と施策



出所：中計「One2025」資料

既存市場・製品の強化に関しては、グランドパッキンの分野で環境性能に特化した製品に強みを持っており、米国 API 規格（アメリカ石油協会の規格）や欧州 ISO をクリアし、PPM オーダーにも対応可能な製品を供給しています。当社は高性能領域のグランドパッキンでは世界シェア推定 4 割、他社へ供給している材料を含めると実質 6 割程度のシェアを確保しています。既に、ピラーブランドが認知されており、PFAS フリーなどの環境に優しい新たな材料を採用した製品を市場投入し、新たな市場の創出を目指しています。また、CMP 向けロータリージョイントに加え、半導体向けメカニカルシールが用途の拡大やクリーン度の向上などを背景に薬液のハンドリング工程で採用が拡大しています。現在は年間数億円程度の売上規模ですが、成長余地は大きいです。

更なる競争力の強化に関しては、三田イノベーションセンターの効果も見られており、生産の自動化を進めつつ、開発リードタイムの短縮化などを進めることで、各種サイクルタイムやコスト削減も着実に進んでいます。補修・メンテナンス業務に関しては、タンケンが得意とする分野であり、お客様のメンテナンススキルの低下や外注化の動きも見られ、ワンストップで包括サポート出来るニーズが高まっており、ビジネスチャンスを感じています。

Q:25/3 期に向けて期待されること、リスクをどのように考えていますか。

25/3 期は「脱炭素」に向けた新たな事業機会（＝水素やアンモニア、SAF など）の拡大が期待されます。これまではパイロットプラント程度の商談が中心でしたが、商業化に向けたプラント規模の大型化が進んでおり、事業ボリュームの拡大が楽しみです。国内の原子力に関しては、引き続き再稼働の動きが継続しそうです。リスクとしては、グローバルビジネス環境の変化が挙げられます。特に今年、主要国の選挙イヤーですので、市場環境の変化に注視し、事業活動を進める考えです。

Q:2030 年に向けた業績けん引役をどのように見えていますか。

「脱炭素」に向けてはエナジートランジションと同様、プロセスの変革が求められます。例えば、エチレンクラッカー（生産設備）は、過剰生産能力の削減に向けた統廃合が進むと同時に、原料のナフサを何に変えるのか、燃料をアンモニアにするのか、水素にするのかなど、開発実装が進みます。当社は製品の開発力と開発スピード、稼ぐ仕組みが求められますが、極めて大きなビジネスチャンスなので、是非ともゲームチェンジを狙いたいです。航空機燃料の SAF や各種合成燃料の設備投資の拡大にも期待しています。また、当社独自の戦略として、差別化された材料技術と射出成形技術を応用した樹脂製自動車部品を EV（電気自動車）向けに提供することも視野に入れていきます。

Q:営業利益率はどこまで改善余地がありますか。

「One 2025」で掲げている目標営業利益率は 13.9%ですが、24/3 期予想営業利益率は 15.3%です。24/3 期予想売上高は 170 億円ですが、既に 200 億円規模までの生産能力を有していますので、当面は自動化・合理化投資を優先することで筋肉質な収益体質の更なる強化を図ります。「脱炭素」に向けた投資が本格化し、仕事量の拡大が加速する段階で、新たな生産拠点の拡充を検討したいと思います。

タンケンのグループ化に伴い、好採算である補修部品・メンテナンス事業の強化、保守・メンテナンス契約の拡充による業績の安定化と収益性の向上も見込まれます。メカニカルシールおよびグランドパッキンともにニッチな市場における重要保安部品であり、補修品の売上構成比も高く、中長期的に堅調な需要拡大が見込まれます。CMP 向けロータリージョイントおよび半導体向けメカニカルシールの需要動向は、今後もシクリカル・グロースのトレンドが続きます。今後も営業利益率の向上余地は大きいと思います。

注：2024 年 2 月 28 日、Web インタビューを実施。

新製品の投入や新規市場の開拓を進めるとともに、補修・メンテナンス事業の拡大を目指します

「脱炭素」と「半導体」をキーワードに今後の成長余地は大きく、営業利益率 20%程度を目指したい

ESG 経営の深耕

サステナブル項目の KPI が新たに設定された

同社は比較的早く ESG 経営に乗り出し、2021 年 4 月に岩波社長を委員長とする ESG/SDGs 推進委員会を設置した。2022 年は 21 のマテリアリティを特定し、中計「One2025」では、サステナブル経営の発展を目指し、新たに 9 つの重点目標が設定された（p10 参照）。

新たに 9 つの非財務 KPI が設定された

環境貢献：CDP スコア「B」を前倒しでクリア

環境貢献に関する KPI としては、CO₂の自社排出量（Scope1&2）を 2025 年度までに 2013 年度比 25%の削減を目指し、2050 年度には排出量「実質ゼロ」の実現を目指している。実現に向けては、再生可能エネルギーの利用強化や省エネ設備への更新促進、グリーン電力の調達を推進する方針である。Scope3 に関しては、2022 年度のカテゴリー別の実績が開示されており、今後は削減活動の策定が進むとみられる。なお、KPI の 1 つに掲げた CDP スコア「B」以上に関しては、2023 年にスコア「B」（2022 年は「B-」）を獲得し、中計で掲げた環境目標の 1 つをクリアした。新設の福知山第 2 工場では、溶剤洗浄から純水洗浄への切り替えを進めており、2024 年度（25/3 期）には、KPI に掲げた「PRTR 法に基づく指定化学物質のうち 3 物質の使用を全廃する」に進展が見られるであろう。今後は、環境活動の更なる高度化を目指し、TNFD（自然関連財務情報開示タスクフォース）対応の強化、第三者認証の取得、更には TCFD 開示の拡充、環境貢献製品の市場供給拡大などが期待される。

KPI の達成を通じたマテリアリティの解決に向けた ESG 経営の深化が感じられる

人材活躍/組織成長：持続的な組織成長を追求

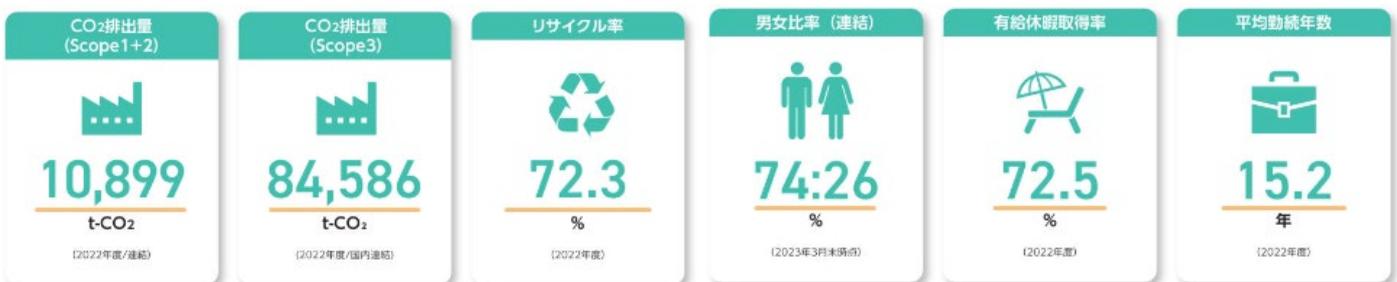
人的資本に関しては、多様な社員による多様な価値観がイノベーションの源泉になると考え、新たに人事戦略グループが設置された。1 人当たり人材育成投資額の 20%向上を目指しつつ、女性管理職の登用、男性育休取得率の向上などの KPI を掲げ、DX/IT ツールを活用した DX 推進や多様な人材能力の向上、更にはリーダーの育成を通じ、持続的な組織力の成長を目指す方針である。また、2023 年 6 月には、人材の多様性を尊重し、持続可能な社会に向けて新たな価値創造を目指し、グループ人権方針が策定された。

同社が掲げる“ミッション”の実現に向けた戦略的な人材作りに着手している

コーポレート・ガバナンス：取締役会の充実度が増している印象

同社は監査等委員会設置会社であり、取締役の人数（社内 5 名、社外 4 名、うち女性 1 名。社外比率 44.4%）およびメンバーともに変更していない。役員報酬は、固定給比率 50~60% には変化はないが、評価項目に ESG 指標が新たに加わった。22/3 期における取締役会は、年 7 回であったが、23/3 期は年 9 回開催され、取締役会の実効性が向上している印象である。

図表 19：主な非財務データ



出所：同社 HP

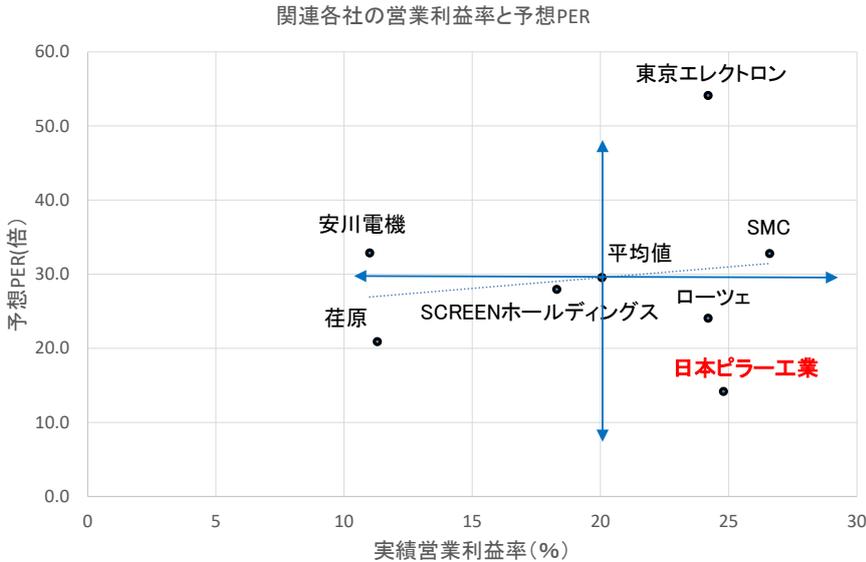
株価バリュエーション

同社株価バリュエーションは相対的に低位な状況が続いている

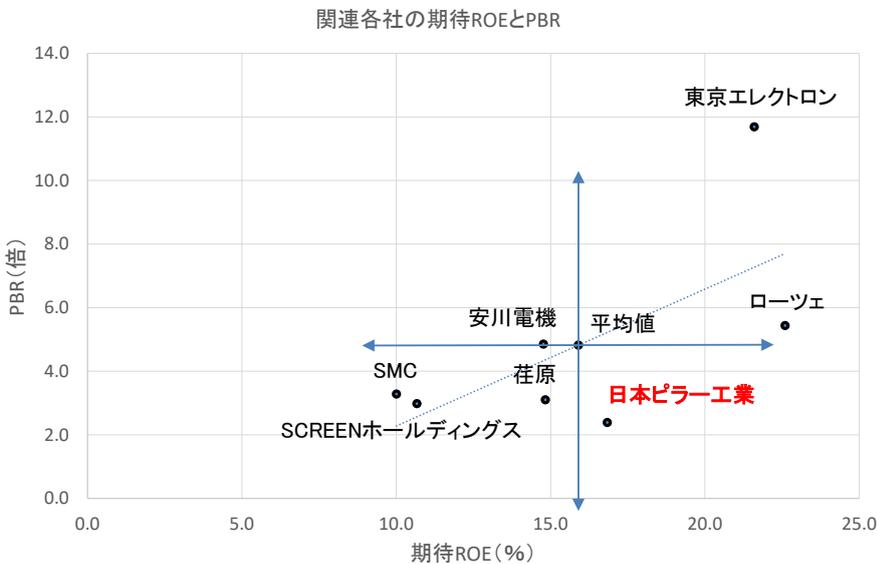
PBR = ROE × PER は良く知られた株価バリュエーションの計算式であり、最近では ROE と ROIC との運動を試みる企業も散見される。東京エレクトロンや SMC は、高い成長性と高い営業利益率を備えており、サステナビリティが高いとの判断から PER が高く評価されている。一方、ROE は当該企業が資本政策を通じて比較的自ら操作が可能な指標であるが、収益性が高いものの、過剰な内部留保を有する企業の ROE は、相対的に低位にとどまっている。同社は東京エレクトロンや SMC に並ぶ高い収益性を確保しつつも、予想 PER は 7 社平均を下回る。また、同社期待 ROE は 7 社平均値を上回っているものの、PER が低位にとどまっているが故に、PBR は 7 社中で最も低位な状況にある。PER の改善に向けて、サステナビリティの向上や投資家層の拡大、認知度の向上などが求められそうだ。

時価総額の着実な増加を通じて、国内外における投資家層の拡がり、認知度の向上に期待したい

図表 20 : 同社の高い営業利益率に反して、予想 PER は低位にとどまる



図表 21 : 同社の高い期待 ROE に反して、PBR は低位にとどまる



出所：会社資料などから CGRA 作成。荏原は 12 月期決算、安川電機とローツエは 2 月期決算

株主還元

株主還元方針：連結配当性向 30%以上が基本方針

同社は 21/3 期以降、配当性向 30%以上を公約配当性向に掲げている。実際、過去の配当性向は、21/3 期が 34.6%（1 株当たり配当金 50 円）、22/3 期は 30.3%（同 106 円）、23/3 期は 30.0%（同 133 円）であった。ただし、21/3 期は自己株取得約 8 億円が実施され、総還元性向は 57.6%、23/3 期も約 10 億円の自己株取得が実施され、総還元性向は 39.5%であった。株価動向を注視し、利益成長に伴うキャピタルゲインと増配や自己株取得を含むインカムゲインを考慮した株主還元が実施されている。

今後も株価を意識した経営と株主還元の強化の継続に期待したい

24/3 期配当方針：創業 100 周年記念配当 10 円が含まれる

24/3 期の 1 株当たり年間予想配当金は、期初時点で 120 円（普通配当 110 円、特別配当 10 円。上期末実績 60 円）が計画されていたが、3Q 決算時に業績予想の上方修正とともに、149 円（普通配当 129 円、特別配当 10 円、記念配当 10 円）へ引き上げられた。特別配当は、福知山第 2 工場および三田イノベーションセンターの建設を記念したものであり、記念配 10 円は創業 100 周年の記念配当である。配当性向は 34.7%であるが、普通配当 129 円を基準とした配当性向は 30.0%となる。

株主総利回り（TSR）：高いパフォーマンスを記録

同社の 23 年 12 月末時点と過去の 3 月期末時点における株主総利回り（TSR：投資期間中の累計配当金を加味した株価リターン）は、TOPIX および機械セクターの TSR を大幅にアウトパフォームしている。23/3 期末に同社株に投資し、23/12 月まで保有した場合の TSR は 22.0%であり、TOPIX の 19.5%並みであるが、3 年前の 21/3 期時点で同社株に投資した場合の TSR は 158.3%であり、TOPIX の 28.9%、機械セクターの 23.1%を大幅にアウトパフォームしている。

同社 TSR は TOPIX および機械セクターと比較して、大きくアウトパフォームしている

図表 22：23/12 月を基準とした株主総利回り(TSR)のパフォーマンス

投資時期	日本ビラー工業	TOPIX	機械セクター	日本ビラー工業	
	TSR: %	TSR: %	TSR: %	決算期	1株配当金: 円
10年前	532.6	143.9	143.2	15/3	20.0
9年前	404.2	86.6	91.0	16/3	28.0
8年前	412.7	109.3	133.4	17/3	34.0
7年前	232.1	82.5	80.2	18/3	36.0
6年前	212.8	57.5	52.4	19/3	45.0
5年前	284.0	65.8	74.9	20/3	40.0
4年前	286.6	83.2	96.8	21/3	50.0
3年前	158.3	28.9	23.1	22/3	106.0
2年前	52.9	26.4	27.9	23/3	133.0
1年前	22.0	19.5	17.8	23/12	120.0
				24/3	149.0

出所：CGRA 作成、変則的に 23/12 時点をベースとしたパフォーマンスを算出

各種財務データ

図表 23：連結貸借対照表とキャッシュ・フロー計算書

(百万円、%)	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3
流動資産	21,867	24,805	26,124	25,279	29,832	28,821	28,375	27,025	27,994	38,050	44,605
現金・預金	10,763	13,093	13,929	12,451	14,060	13,153	12,912	12,196	11,918	21,165	22,458
受取手形・売掛金	8,481	9,401	9,602	10,159	12,143	12,785	12,026	11,551	12,701	13,009	16,990
有価証券	94	0	0	0	112	0	0	0	0	0	0
棚卸資産	2,128	1,790	2,162	2,174	2,235	2,612	3,063	2,956	3,024	3,528	4,722
その他流動資産	401	521	431	495	1,282	271	374	322	351	348	435
固定資産	13,863	14,180	15,342	16,884	19,514	22,717	24,597	26,165	26,955	26,941	27,886
有形固定資産	11,304	11,254	11,510	13,901	15,493	18,107	20,266	21,971	20,669	20,272	21,124
無形固定資産	78	75	75	94	107	105	173	251	246	222	242
投資その他資産	2,481	2,851	3,757	2,889	3,914	4,505	4,158	3,942	6,038	6,446	6,520
資産合計	35,731	38,986	41,466	42,164	49,347	51,933	52,972	53,190	54,949	64,991	72,492
流動負債	5,024	6,052	6,213	6,267	9,193	8,960	8,608	8,313	7,133	10,113	10,492
支払手形・買掛金	2,534	2,929	3,239	3,185	3,948	3,137	2,985	2,869	3,006	3,728	3,467
短期借入金・1年以内償還長期借入金	776	575	516	352	737	727	639	689	254	250	1,250
その他流動負債	1,714	2,548	2,458	2,730	4,508	5,096	4,984	4,755	3,873	6,135	5,775
固定負債	2,077	2,348	2,154	1,991	3,413	3,137	2,194	1,866	2,038	2,219	2,631
長期借入金	543	656	339	187	1,410	882	443	4	0	100	100
その他固定負債	1,534	1,692	1,815	1,804	2,003	2,255	1,751	1,862	2,038	2,119	2,531
負債合計	7,101	8,400	8,367	8,259	12,607	12,098	10,802	10,180	9,172	12,333	13,124
株主資本合計	28,063	29,518	31,162	32,745	35,166	37,657	40,587	41,791	43,502	49,739	55,927
その他包括利益	566	1,067	1,937	1,159	1,573	2,176	1,581	1,218	2,273	2,919	3,441
純資産	28,629	30,585	33,099	33,905	36,740	39,834	42,169	43,010	45,776	52,658	59,368
負債・純資産合計	35,731	38,986	41,466	42,164	49,347	51,933	52,972	53,190	54,949	64,991	72,492
(百万円、%)	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3
営業活動によるキャッシュ・フロー	2,930	3,429	2,957	3,074	3,220	3,752	5,035	4,064	5,676	11,950	6,058
税金等調整前当期純利益	2,522	3,031	3,124	3,595	4,609	5,014	5,456	3,653	4,837	11,822	14,587
減価償却費	967	924	954	940	1,022	1,397	1,718	1,822	2,056	1,991	1,954
売上債権の増減額	1,970	-877	-94	-564	-1,989	-635	1,072	455	-1,155	-117	-3,762
棚卸資産の増減額	69	375	-337	-22	-71	-374	-346	101	-81	-538	-1,089
仕入債務の増減額	-602	354	275	-48	759	-844	-496	-98	147	344	-551
法人税等の支払額	-1,704	-532	-1,365	-968	-1,359	-1,739	-1,923	-1,505	-719	-1,775	-4,729
その他	-292	154	400	141	249	933	-446	-364	591	223	-352
投資活動によるキャッシュ・フロー	-494	-927	-1,378	-3,230	-2,363	-3,244	-3,902	-2,950	-3,705	-1,551	-573
有価証券の取得・売却	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投資有価証券の取得	-5	-115	0	-14	-596	-74	-132	-134	-168	-376	-27
投資有価証券の売却	0	0	35	353	56	0	0	0	0	0	0
有形固定資産の取得	-480	-839	-1,298	-3,549	-1,822	-3,207	-4,107	-2,760	-3,163	-1,365	-2,482
有形固定資産の売却	0	0	-125	0	0	0	614	18	0	0	0
その他	-7	28	10	-20	0	37	-277	-74	-374	190	1,936
フリー・キャッシュ・フロー	2,436	2,502	1,579	-156	857	508	1,133	1,114	1,971	10,399	5,485
財務活動によるキャッシュ・フロー	-1,088	-505	-839	-1,145	813	-1,455	-1,493	-1,862	-2,238	-1,711	-2,790
長期債務の調達・返済	-668	-88	-375	-316	1,609	-537	-527	-439	-439	96	0
短期債務の調達・返済	0	0	0	0	0	0	0	50	0	0	1,000
配当金の支払	-396	-395	-444	-495	-781	-904	-952	-1,093	-958	-1,771	-2,715
新株発行・自社株取得	0	0	0	-319	0	0	0	-337	-800	0	0
その他	-24	-22	-20	-15	-15	-14	-14	-43	-41	-36	-1,075
現金及び現金同等物期末残高	9,409	11,631	12,561	11,132	12,729	11,813	11,582	10,798	10,517	19,809	22,284



図表 24 : 連結損益計算書

(百万円、%)	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3
売上高	20,720	21,675	22,960	27,225	29,461	30,963	29,213	30,200	40,670	48,702	57,000
増収率	10.0	4.6	5.9	18.6	8.2	5.1	-5.7	3.4	34.7	19.7	17.0
売上原価	13,955	14,457	15,287	17,125	18,788	20,214	19,921	19,641	23,156	27,453	-
原価率	67.4	66.7	66.6	62.9	63.8	65.3	68.2	65.0	56.9	56.4	-
販売費及び一般管理費	3,856	3,991	4,204	4,933	5,511	5,622	5,608	5,711	6,121	7,406	-
販管费率	18.6	18.4	18.3	18.1	18.7	18.2	19.2	18.9	15.1	15.2	-
営業利益	2,908	3,226	3,469	5,166	5,161	5,126	3,683	4,847	11,392	13,842	13,600
増益率	21.5	10.9	7.5	48.9	-0.1	-0.7	-28.2	31.6	135.0	21.5	-1.7
営業利益率	14.0	14.9	15.1	19.0	17.5	16.6	12.6	16.0	28.0	28.4	23.9
営業外収支	122	221	25	90	-5	102	41	247	428	294	-
営業外収益	152	237	116	111	111	126	120	287	442	332	-
持分法投資利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
営業外費用	30	16	91	21	116	24	79	40	14	38	-
持分法投資損失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
金融収支	40	57	71	63	71	77	73	73	79	119	-
受取利息	6	9	6	6	6	4	4	10	3	6	-
受取配当金	50	60	72	64	70	78	73	66	80	117	-
支払利息	16	12	7	7	5	5	4	3	4	4	-
経常利益	3,031	3,447	3,493	5,255	5,156	5,227	3,725	5,094	11,821	14,136	14,200
増益率	20.2	13.7	1.3	50.4	-1.9	1.4	-28.7	36.8	132.1	19.6	0.5
経常利益率	14.6	15.9	15.2	19.3	17.5	16.9	12.8	16.9	29.1	29.0	24.9
特別損益	0	-323	102	-646	-142	229	-72	-257	1	450	-
特別利益	0	14	207	30	0	602	27	58	3	631	-
特別損失	0	337	105	676	142	373	99	315	2	181	-
税前利益	3,031	3,124	3,595	4,609	5,014	5,456	3,653	4,837	11,822	14,587	-
法人税、住民税及び事業税	1,176	1,137	1,198	1,405	1,592	1,737	1,017	1,391	3,536	4,159	-
税率	38.8	36.4	33.3	30.5	31.8	31.8	27.8	28.8	29.9	28.5	-
親会社株主に帰属する当期純利益	1,854	1,986	2,397	3,204	3,422	3,719	2,635	3,445	8,285	10,428	10,000
増益率	16.7	7.1	20.7	33.7	6.8	8.7	-29.1	30.7	140.5	25.9	-4.1
当期利益率	8.9	9.2	10.4	11.8	11.6	12.0	9.0	11.4	20.4	21.4	17.5
連結EPS	54.58	80.29	97.23	131.06	139.98	152.13	108.57	144.66	350.47	442.99	429.10
セグメント売上高											
電子機器関連	10,983	11,803	12,525	16,452	18,911	20,123	18,221	20,645	30,410	36,819	40,000
産業機器関連	9,683	9,797	10,352	10,680	10,467	10,757	10,915	9,471	10,146	11,844	17,000
その他	53	74	83	91	83	82	77	84	114	38	0
連結売上高	20,720	21,675	22,960	27,225	29,461	30,963	29,213	30,200	40,670	48,702	57,000
セグメント利益											
電子機器関連	1,456	1,677	1,919	3,314	3,818	3,641	2,253	4,130	9,737	11,759	11,000
産業機器関連	1,434	1,528	1,527	1,828	1,337	1,485	1,403	691	1,589	2,059	2,600
その他	14	14	12	13	29	15	27	26	66	24	0
調整額	3	5	10	9	-23	-16	0	0	0	0	0
連結営業利益	2,908	3,226	3,469	5,166	5,161	5,126	3,683	4,847	11,392	13,842	13,600
セグメント利益率											
電子機器関連	13.3	14.2	15.3	20.1	20.2	18.1	12.4	20.0	32.0	31.9	27.5
産業機器関連	14.8	15.6	14.8	17.1	12.8	13.8	12.9	7.3	15.7	17.4	15.3
その他	26.4	18.9	14.5	14.3	34.9	18.3	35.1	31.0	57.9	63.2	-
連結営業利益率	14.0	14.9	15.1	19.0	17.5	16.6	12.6	16.0	28.0	28.4	23.9
地域別売上高											
日本	17,565	17,647	19,156	22,416	23,124	23,904	21,427	21,975	28,254	33,537	-
アジア	2,095	2,862	2,565	3,172	4,528	4,345	5,316	5,721	7,411	8,225	-
その他	1,059	1,165	1,238	1,637	1,809	2,713	2,470	2,504	5,005	6,939	-
合計	20,720	21,675	22,960	27,225	29,461	30,963	29,213	30,200	40,670	48,702	-
海外売上高	3,154	4,027	3,803	4,809	6,337	7,058	7,786	8,225	12,416	15,164	-
前年比伸び率											
日本	5.1	0.5	8.6	17.0	3.2	3.4	-10.4	2.6	28.6	18.7	-
アジア	43.7	36.6	-10.4	23.7	42.7	-4.0	22.3	7.6	29.5	11.0	-
その他	59.5	10.0	6.3	32.2	10.5	50.0	-9.0	1.4	99.9	38.6	-
合計	10.0	4.6	5.9	18.6	8.2	5.1	-5.7	3.4	34.7	19.7	-
海外売上高	48.6	27.7	-5.6	26.5	31.8	11.4	10.3	5.6	51.0	22.1	-
国内売上高比率	84.8	81.4	83.4	82.3	78.5	77.2	73.3	72.8	69.5	68.9	-
海外売上高比率	15.2	18.6	16.6	17.7	21.5	22.8	26.7	27.2	30.5	31.1	-

出所：会社資料などから CGRA 作成



<担当アナリスト>

黒田真路 上席執行役員・パートナー、シニアアナリスト

1992年4月に勸角総合研究所（現みずほ証券）に入社、産業調査部に配属。1999年9月にジャーディン・フリング証券（現JPモルガン証券）、ゴールドマン・サックス証券を経て、2020年1月迄、クレディ・スイス証券に在籍。ゴールドマン・サックス証券ではバイスプレジデント、クレディ・スイス証券ではディレクター。一貫して機械・造船重機セクターを担当。2020年6月にパートナーとして、CGRAに参画。（一社）日本証券アナリスト協会の機械業界ディスクロージャー委員を歴任。

星野英彦 CMA 代表取締役・チーフアドバイザー

1987年4月に新日本証券（現みずほ証券）入社、企業調査部に配属。1997年にジャーディン・フリング証券（現JPモルガン証券）、2000年にドイツ証券、2006年にUBS証券で2016年4月まで在籍。セルサイドアナリストとして機械、造船、重機、プラントセクターを28年間にわたって担当。（一社）日本証券アナリスト協会機械ディスクロージャー部会の副部会長を10年以上に渡って歴任。2003年より2016年迄、マネージングディレクター。2017年6月に株式会社キャピタルグッズ・リサーチ&アドバイザー（CGRA）を設立、代表取締役に就任。（一社）日本証券アナリスト協会認定アナリスト。

株式会社 キャピタルグッズ・リサーチ&アドバイザー（CGRA）

機械セクターに特化したアドバイザー企業。主な業務内容は（1）資本市場のニーズを満たしつつ、経営にフィードバック可能な統合報告書の作成サポート（実績18社）、（2）中計作成や事業戦略、各種IR&SRに関する助言業務（アクティビスト対応含む）、（3）各種資料作成と英訳業務、（4）長期投資家と経営層に役立つ企業分析スポンサード・レポートの作成など。

本レポートは投資の勧誘・推奨・助言を意図したのではなく、当該企業に関する情報提供を目的として、当社独自の視点から作成されております。また、本レポートに記載されている内容は公表された情報に基づき作成されておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本レポートの著作権は株式会社キャピタルグッズ・リサーチ&アドバイザーに帰属しており、無断転写を禁じます。本レポートの内容は、今後予告なく変更される場合があります。当社及び本レポートは投資家の投資判断に関知することなく、投資に関する決定はご自身の判断で行って頂くようお願い申し上げます。