



2021年11月17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 東証第1部)  
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1部・機械

2021年11月17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

### 「半導体」と「脱炭素」をキーワードに ESG 経営を強化する流体制御機器メーカー

- ★ 日本ピラー工業（以下、同社）は、半導体製造装置メーカー向けを中心に、ピラフロンに代表されるふっ素樹脂を加工した継手などを扱う電子機器関連事業および各種プラントに組み込まれて使用されるポンプやバルブ向け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産業機器関連事業が主力事業である。20%前後の営業利益率を誇る電子機器関連事業は、半導体設備投資の拡大を背景に、同社業績の牽引役となっている。一方、産業機器関連事業は、売上高の約半分をアフターマーケット収入が占め、シクリカルな業績推移を見せる。22/3期業績は1Q決算に続き2Q決算発表時にも通期業績予想を上方修正、売上高は3期ぶりに過去最高、営業利益および営業利益率も5期ぶりに過去最高を更新する見通しである。
- ★ 同社は2017年のCSR報告書において、岩波清久会長が初めてESG課題への取り組みを紹介、比較的他社に先駆けてESG経営に舵を切ってきた。21年4月には岩波嘉信社長を委員長とするESG/SDGs推進委員会を設置、ESG経営を深耕・強化する方針である。ESG外部評価としては、2018年以降、S&P/JPXカーボン・エフィシエント指数に組み込まれている。
- ★ 今後の事業環境に関しては、WSTS（世界半導体市場統計）は自動車のCASEやIoT・ICT、DXの進展などを背景に、2030年における半導体の市場規模が2020年対比で倍増の1兆ドルに達すると予想している。加えて、世界的なカーボンニュートラルの動きを背景に、各種装置産業において水素などへの燃料転換に伴う設備投資や二酸化炭素の再利用に向けた設備投資の拡大が見込まれる。Bloomberg NEFなどは2050年までにエネルギー分野における年間設備投資が現状の1.7兆ドルから3.3~5.8兆ドルへ拡大すると予想している。従って、電子機器関連事業は短期的な調整局面も見られようが、新規顧客の開拓や海外展開、新製品投入効果なども加わり、引き続き中長期的な成長ポテンシャルは大きい。更に、従来のシクリカルな業績トレンドを見せてきた産業機器関連事業は、「脱炭素」をテーマに成長局面に転じる可能性が高まっていると言える。
- ★ 現在、同社は23/3期を最終年度とした3ヶ年中期経営計画「BTvision22」が進行中である。2024年の創業100周年に向けて株主還元を含む資本政策の強化に加え、上記のような環境下、次期中期経営計画へ期待が高まる。

（日本ピラー工業の連結業績および各種株価データ：億円、円、%）

トレーディング・データ		業績推移					
		17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3会予
株価 (21年11月16日)	3,005 円	272	295	310	292	302	380
52週レンジ	1,537~3,110 円	52	52	51	37	48	100
時価総額	753 億円	53	52	52	37	51	100
発行済株式総数	25,042 千株	32	34	37	26	34	70
平均売買代金 (20日)	5.8 億円	131.1	140.0	152.1	108.6	144.7	296.1
会社予想PER	10.1 倍	9.1	8.9	9.1	6.2	7.8	-
PBR (21/3末)	1.6 倍	34.0	36.0	45.0	40.0	50.0	90.0
予想1株配当金	90.0 円	25.9	25.7	29.6	36.8	34.6	30.4
予想配当利回り	3.0 %	9	5	11	11	20	-
ROIC (21/3)	7.7 %	124	115	118	115	117	-
		NetCash					

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います。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、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）キャピタルグッツ・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、今後予告なしに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ではなく、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。

## 目 次

- (1) 日本ピラー工業で注目される 3 つのポイント : p3~4**
- (2) 事業内容とビジネスモデル : p5~11**
  - ・事業内容 : p5
  - ・主力製品の説明 : p6
  - ・主要製品と最終顧客 : p7
  - ・6 つの経営資本とビジネスモデル : p8~9
  - ・国内主力生産拠点のポイント : p10
  - ・セグメント別の沿革と主なイベント : p11
- (3) 中期経営計画と SWOT&5Forces 分析 : P12~18**
  - ・23/3 期を最終年度とした中期経営計画の基本方針 : p12
  - ・中計経営計画「BTvision22」の CGRA 注目ポイント : p13
  - ・SWOT & 5Forces 分析 : p14
  - ・同社における 3 つの強みの源泉 : p15~16
  - ・競合企業の分析 : p17~18
- (4) 業績推移とセグメント別動向 : p19~24**
  - ・過去の業績推移と 22/3 期業績予想 : p19
  - ・電子機器関連事業の市場概況と業績見通し : p20~21
  - ・産業機器関連事業の市場概況と業績見通し : p22~23
  - ・新型コロナウイルス感染症の影響に関して : p24
- (5) 財務および非財務分析 : p25~30**
  - ・財務分析 : p25~26
  - ・非財務分析 : p27~28
  - ・コーポレートガバナンス体制 : p29~30
- (6) 株主還元と過去の業績予想達成度合い : p31~32**
  - ・株主還元 : p31
  - ・過去における業績予想の達成度合い : p32
- (7) 株価推移と株価バリュエーション : p33~34**
  - ・競合および顧客の株価動向 : p33
  - ・株価バリュエーション : p34
- (8) 損益計算書と貸借対照表およびキャッシュ・フロー計算書 : p35~36**

## (1) 日本ピラー工業で注目される 3 つのポイント

### ポイント①：同社の市場環境は中長期的な高成長が期待可能

現在の同社事業環境は、旺盛な半導体設備投資需要を背景に、電子機器関連事業が好調を持続しているうえ、シクリカルな産業機器関連事業も回復傾向を強めている。ただし、短期的には強すぎる半導体関連需要に対して、仮需が消滅する格好で踊り場が来るとの見方が株式市場で懸念されている模様である。しかし、WSTS は自動車の CASE や IoT・ICT の普及に伴うデータ処理量の増大、5G とポスト 5G、DX の進展などを背景に、2030 年のグローバル半導体市場が 2020 年の約 4,000 億ドルから 1 兆ドルへ拡大すると見込んでいる。加えて、Bloomberg NEF などは、2050 年に向けてカーボンニュートラルの実現に向けた水素などへの燃料転換を伴う世界的なエネルギー関連設備投資の拡大（現在の 1.7 兆ドル→3.3~5.8 兆ドル）を予想している。個別企業においても、日機装や横河電機などは 2030 年に向けて関連事業の売上高が倍増するとの見通しを開示している。2017/3 期以降の同社業績は、半導体設備投資の拡大を背景とした電子機器関連事業を牽引役に拡大基調にあったが、今後は産業機器関連事業と電子機器関連事業の両輪がかみ合った長期的な成長局面の到来が期待できそうだ。生産能力の確保と新製品の開発・提案力、更には中長期の企業価値のみならず本業にも大きな影響を与える ESG/SDGs 経営の深耕が求められよう。

「半導体」と「脱炭素」をキーワードに中長期的な成長余地は大きそうだ

### ポイント②：ESG 経営を深化・加速することで、企業価値の向上に期待

同社はピラフロンを柱とした電子機器関連事業とメカニカルシールをメインとした産業機器関連事業の 2 つのセグメントを有している。最終顧客は半導体・半導体製造装置メーカーおよびポンプやバルブを使用する各種装置産業などであり、同社の事業形態および顧客層は荏原に似ている。荏原はポンプを手掛ける風水力事業と CMP 装置、真空ポンプなどを扱う精密・電子事業を柱とし、機械セクターを代表する ESG 経営推進企業である。エーザイの柳 CFO が唱える「PBR1 倍以上は非財務情報で説明可能」、CGRA が考える「PER は期間利益の継続年数を示したバリュエーション」との考え方が正しいと仮定すると、荏原の 21/12 期予想 PER 15.5 倍は期間利益が 15.5 年継続することを意味し、PBR1.9 倍（21/12 期末 ROE 8.4%）は ESG 経営強化の結果といえよう。一方、同社 PER は 10.1 倍、PBR は 1.6 倍（21/3 期 ROE 7.8%）にとどまっている。しかし、今後は岩波嘉信社長を委員長とした ESG 経営の強化による持続的企業価値創造の試みと同時に、資本政策による ROE の改善に伴う、企業価値の向上が期待される。ちなみに、SOTP（サム・オブ・ザ・パーツ）で PER を試算すると、同社電子機器関連事業のセグメント利益構成比 88%に最大顧客である SCREEN ホールディングスの 22/3 期予想 PER 15.0 倍を掛け合わせ、産業機器関連事業の構成比 12%に国内競合 3 社の平均予想 PER 10.8 倍をあてはめて算出される PER は 14.5 倍となる。

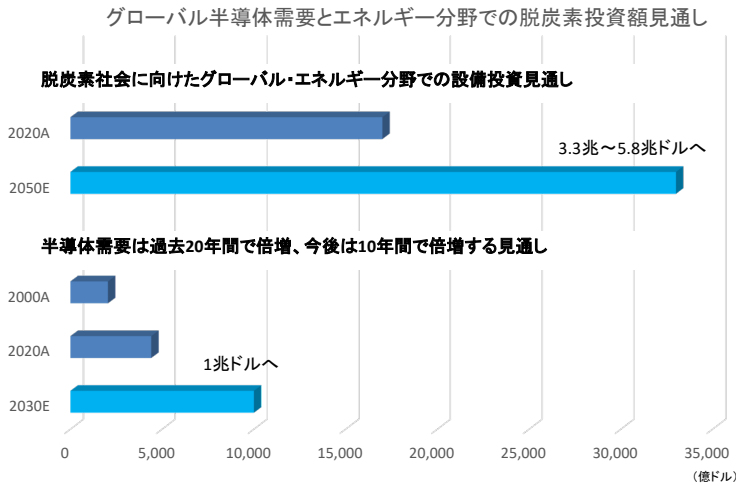
ESG 経営の強化で企業価値の向上が期待される

### ポイント③：2024 年の創業 100 周年に向けて株主還元の強化も期待

同社は現在進行中である 3 ヶ年中期経営計画「BTvision22」（21/3-23/3）の中で、配当性向 30%以上を掲げている。しかし、中計初年度である 21/3 期の配当性向は 34.6%（1 株 50 円配当、1Q 決算時予想の 40 円から 10 円の増配）であったうえ、約 8 億円（発行株数の約 3.3%）の自社株取得を実施、総還元性向は 57.5%に達した。同社の配当方針としては、成長投資とのバランスを図り、安定的で継続的、かつ還元水準の向上を目指すこととされ、22/3 期の 1 株予想配当金は 90 円（期初予想 60 円、1Q 時予想 70 円）、配当性向は 30.4%が予想されている。ただし、同社の場合、高い収益性以上にバランスシートが強いいため、ROE が相対的に低位にとどまっている印象である。今後は ROE の向上を図るべく、2024 年の創業 100 周年に向けて株主還元を含む適切な資本政策が必要となろう。

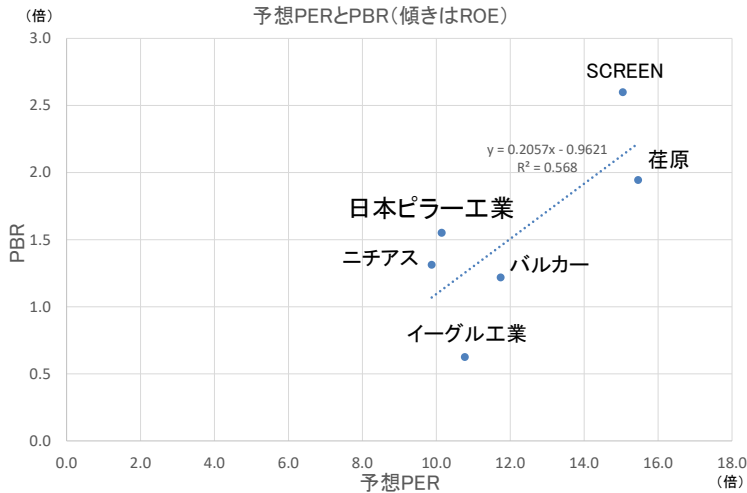
株主還元を含むバランスシート・マネジメントが期待される

**図表 1 : 脱炭素関連の設備投資および半導体需要は高成長期が到来**



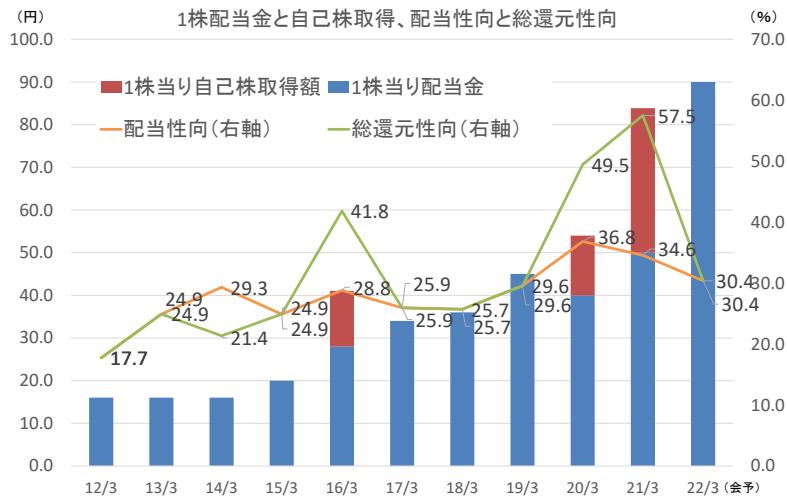
脱炭素に向けた設備投資と半導体の設備投資は拡大基調にある

**図表 2 : ESG 経営の深耕による企業価値向上に期待**



ESG 経営の深化による期待収益継続性 (= PER) の向上が期待される

**図表 3 : 継続的な株主還元の強化に期待**



今後についても継続的な株主還元を期待したい

出所：会社資料などから CGRA 作成

## (2) 事業内容とビジネスモデル

### ・事業内容

#### 社会と環境の安心・安全に貢献する流体制御機器メーカー

同社は 1924 年に岩波清久会長の祖父にあたる岩波嘉重氏が船舶用レシプロエンジンのシリンダーグランド用合金製ピラーパッキンを考案、創業した。1951 年に日本で初めてメカニカルシールを開発、グランドパッキン、ガスケットからふっ素樹脂製品（製品名：ピラフロン）へ展開してきた。「流体の漏れを止める技術」を活用、創業以来 95 年以上にわたり、独創的かつ高品質な製品を提供している。メカニカルシールなどの製品群は、発電所、石油精製や各種化学プラント、船舶などに組み込まれて使用されるポンプやバルブ、攪拌機、各種パイプ類の配管接続部において、液体などの漏れを封止する目的で使用される。ふっ素樹脂製品は高成長が続く半導体・液晶などの製造装置に加え、半導体工場における薬液供給設備に組み込まれて使用される。加えて、売上規模は小さいものの建物用の免震装置や自動車衝突防止装置であるミリ波レーダーアンテナなども手掛ける。

日本初のメカニカルシールを開発、流体の漏れを止める技術をベースに事業展開

#### 安定収益源である産業機器関連と成長基調にある電子機器関連がコア事業

21/3 期連結売上高は前期比 3%増の 302 億円、営業利益は同 32%増の 48 億円（営業利益率 16.0%）であった。ピラフロンを扱う電子機器関連事業が売上高の 69%（207 億円）、メカニカルシールなどを扱う産業機器関連事業が残り 31%（95 億円）を占めた。営業利益に関しては、電子機器関連事業が 85%（=41 億円、営業利益率 20.0%）、残り 15%（=7 億円、同 7.3%）を産業機器関連事業が占めた。

14/3 期以降は電子機器関連事業が業績の牽引役に転じた

かつては祖業である産業機器関連事業が収益源であったが、14/3 期に営業利益構成比が逆転、その後は電子機器関連事業が急成長、同社の収益ドライバーに転じている。ただし、産業機器関連事業は売上高の推定 50%（=連結売上高の推定 16%）を安定需要が見込まれるアフターサービス（=メンテナンス）事業が占めており、同社業績のアンカー役になっている。

#### 半導体・液晶向け売上高が約 6 割を占める

21/3 期単体ベース売上高 283 億円（連単差 19 億円）を業種別に見ると、半導体・液晶向けが 64%、化学・その他が 14%、石油・鉄鋼・輸送が 12%、電力・エネルギーが 5%、土木・建築が 4%、官公需が 2%、その他が 1%を占めた。半導体・液晶向け売上高は 17/3 期に初めて売上構成比が 50%を超え、その後も拡大基調を続けている。海外売上高比率は 27%（国内売上比率 73%）にとどまっているものの、海外売上高自体はアジア地域を中心に伸長、過去 5 年で 2.2 倍の 82 億円へ急成長している。現中計では「グローバル化の深耕」を基本方針の 1 つに掲げ、注力している。

17/3 期以降は半導体・液晶向け売上構成比が 50%以上を占める

図表 4：主要セグメントにおける製品および顧客業種

セグメント	売上構成比	主要製品	主な用途	主な使用箇所
電子機器関連	69%	ピラフロン製品	半導体の基板製造装置 液晶の基板製造装置 有機ELなどの製造装置	製造装置内の高純度薬液の循環、基板への薬液塗布・洗浄ラインの配管接続部 高性能樹脂で構成される継手・チューブ・ポンプ・バルブ他などの高性能部品・機器
			一般産業機器 自動車衝突防止装置 建築・土木用免震装置	高機能シール部品（往復動機器・回転機など） ミリ波レーダーアンテナ 病院・役所・物流センター・半導体工場などにおける免震装置
産業機器関連	31%	メカニカルシール製品	ポンプ・攪拌機	石油・化学・食品などの装置産業における流体移送ポンプおよび攪拌機 火力・原子力発電所における各種ポンプ
		グランドパッキン製品 ガスケット製品	ポンプ バルブ 配管接続部	火力・原子力発電所における各種バルブおよびポンプ 石油・化学プラントにおける各種バルブおよびポンプ 自動車排気管接続部 石油・化学などの装置産業および火力・原子力発電所における配管接続部

出所：会社資料などから CGRA 作成。売上構成比は 21/3 期実績



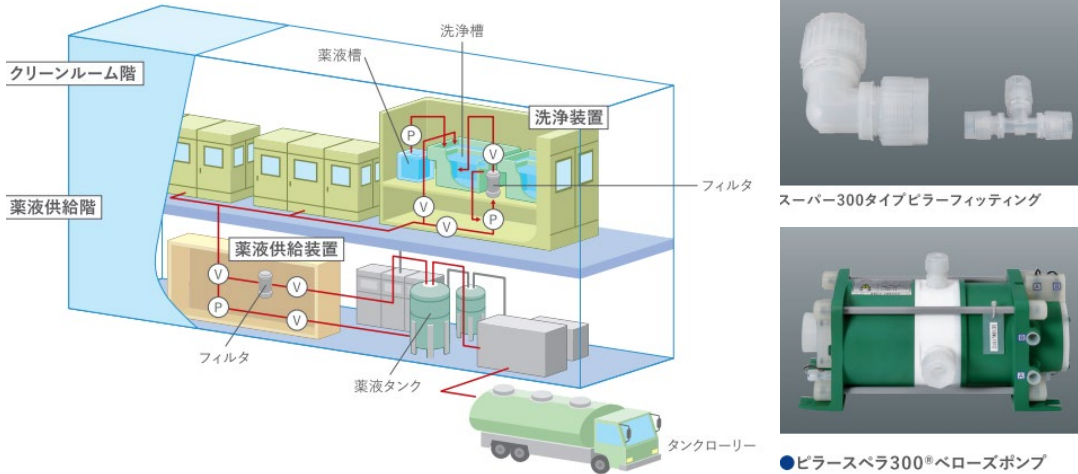
## ・主力製品の説明

### 電子機器関連：半導体・液晶の洗浄装置や半導体工場の付帯設備に納入

ダイキン工業などから PTFE などのふっ素樹脂を調達、独自の成形・切削技術で継手やチューブ、バルブなどに加工すると同時に、ベローズポンプなども生産している。売上高の約 8 割が半導体洗浄装置向けの継手、残りをベローズポンプなどが占める。同社は半導体洗浄装置向け継手では世界シェア 90% 以上を誇る最大手。同社製品は製造装置のみならず工場の付帯設備にも組み込まれて使用される。

需要動向は半導体製造装置関連メーカーの受注および半導体工場の設備投資に連動する

図表 5：採用用途と製品



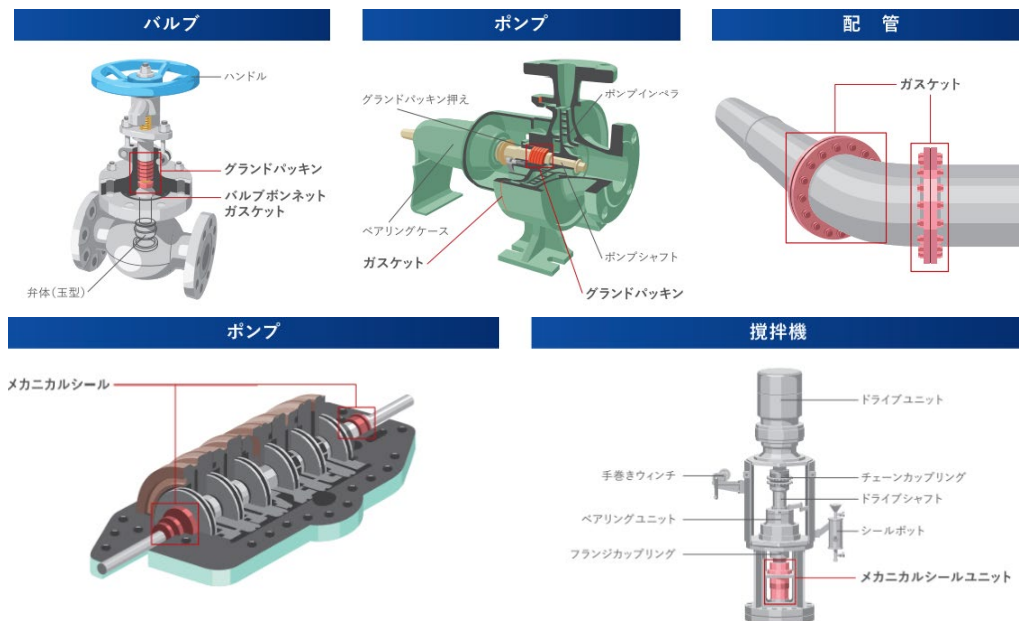
出所：同社 PRODUCTS GUIDE

### 産業機器関連：各種装置産業向けに流体漏洩防止機器を提供

同社が手掛けるメカニカルシール（国内シェア 30~35%）、グランドパッキン、ガスケットは、ポンプやバルブ、各種配管の接続部分に組み込まれて使用され、流体の漏れを封止する機器である。なお、同事業には荏原の CMP 向けを中心としたロータリージョイントが売上高の約 10%を占めている。

地味ではあるが重要な役割を担う機器を手掛ける

図表 6：採用用途と製品



出所：同社 PRODUCTS GUIDE

## ・主要製品と最終顧客

### 電子機器関連事業：半導体製造装置および半導体工場へ納入

SCREEN ホールディングスが同社連結売上高の 13%、同事業の 19%を占める最大顧客である。続いて荏原や東京エレクトロン、アブライドマテリアルズなどが手掛ける半導体製造装置（ウエット工程）に組み込まれるうえ、半導体工場における薬液供給階の供給装置にも使用される。

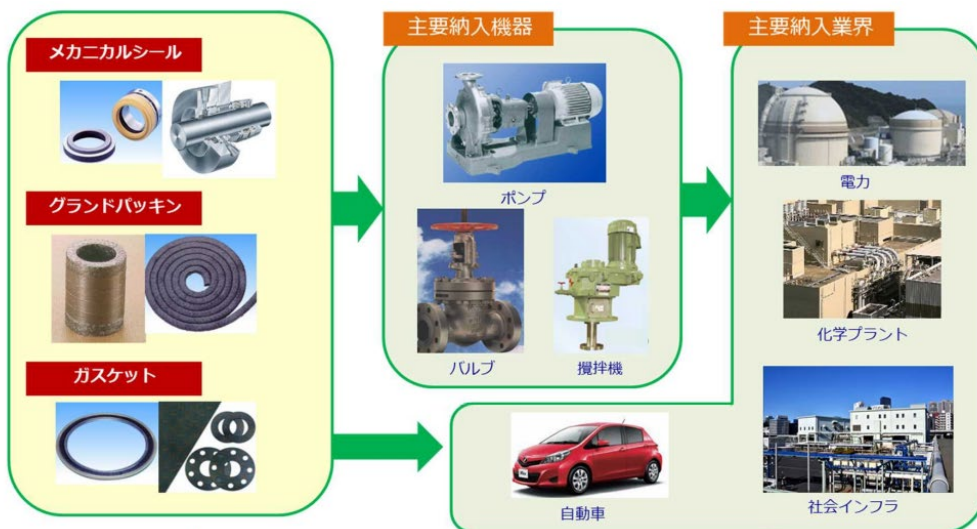
図表 7：電子機器関連事業の主要納入先



### 産業機器関連事業：装置産業が主な最終顧客

荏原などのポンプメーカー、キッツなどのバルブメーカーおよび攪拌機メーカーや総合重機メーカー各社へ販売、最終的には電力、石油化学、鉄鋼やセメントなどの各種プラントや各種社会インフラ設備に組み込まれて使用される。今後はカーボンニュートラル社会の実現に向けた水素などへの燃料転換やCO2の固定・吸着と輸送、再利用などの分野で設備投資が国内外において拡大するとみられる。

図表 8：産業機器関連事業の主要納入先



出所：会社資料



## ・6つの経営資本とビジネスモデル

### シクリカルグロースの電子機器関連事業と安定収益の産業機器事業を有する

同社は開発から生産、販売、サービス・メンテナンスまで一貫した開発・生産・販売体制を敷いている。開発はマザー工業である兵庫県三田市にある三田工場および京都府福知山市の福知山事業所で行い、九州工場を含む国内3工場をメインに海外にも5つの製造・メンテナンス子会社（うちインドネシアは修理拠点）を有する。販売は本社・各支店に加え、販売子会社および関連会社が担っている。特殊鋼材やふっ素樹脂などの各種材料を外部調達、成形・切削加工を行い、国内外に販売している（海外売上高比率 27%）。電子機器関連事業は新設需要が中心であり、アフターサービスは少ないが、産業機器関連事業の売上高の推定 50%をアフターサービス事業（＝修理など）が占める。

電子機器関連事業は、半導体設備投資に大きく左右されるため、シクリカルグロースの性質を有する。一方、産業機器関連事業は、顧客業種が多岐にわたる装置産業へ依存しているうえ、メンテナンス売上高比率が高いため、売上高のボラティリティが低い傾向が見られる。

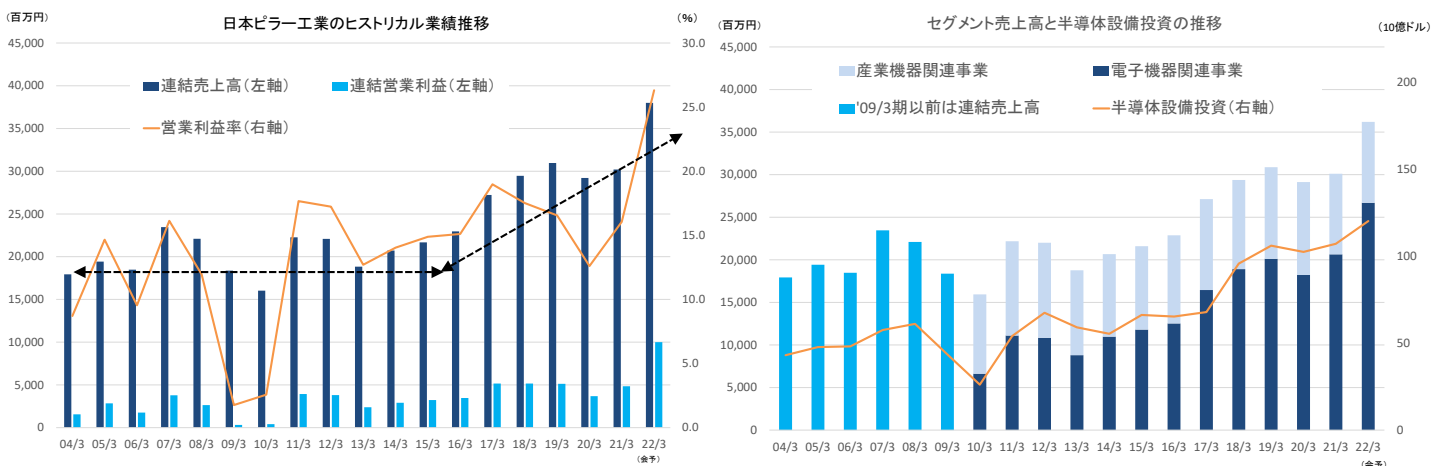
### 16/3期以降は業績の成長局面が到来している

過去の業績を振り返ると、図表9の左グラフが示すとおり、15/3期以前はシクリカルな業績推移を見せていた。しかし、16/3期以降はシクリカルグロースの様相を強めている。この背景には、図表9の右グラフが示すとおり、電力および装置産業の設備投資が伸び悩む中、世界的な半導体設備投資が拡大傾向を示し、同社電子機器関連事業が成長局面を迎えたことが主因である（同社は10/3期以降のセグメント別業績を開示。09/3期以前は連結売上高を図表に掲載）。

### アフターサービス事業の強化と第3の新たな事業創出が次なる課題

営業利益率は17/3期に過去のレンジを超える19.0%に達し、22/3期は5期ぶりに過去最高となる26.3%（1Q実績25.3%、2Q実績29.3%。下期予想25.2%）が予想されている。セグメント別では、かつての収益源であった産業機器関連事業の利益率は、12/3期の19.9%をピークに低下傾向にあり、21/3期は7.3%、22/3期も12.4%（1Q実績12.2%、2Q実績17.0%。下期予想10.0%）に留まる見通し。一方、電子機器関連事業の利益率は半導体設備投資の拡大を追い風に、21/3期に過去最高の20.0%に達し、22/3期は26.4%（1Q実績29.6%、2Q実績33.4%。下期予想30.5%）へ伸長する見通し。今後は他社に劣後しているアフターサービス事業の強化拡大、海外販売および海外生産の拡大、第3の新たな事業の創出が求められよう。

図表9：16/3期以降はシクリカルグロースの収益体質へ変化してきた



出所：会社資料、SEMI などから CGRA 作成

電子機器関連事業はシクリカルグロース、産業機器関連事業はシクリカルな業績推移を見せる

16/3期以降の業績は半導体設備投資の拡大に支えられ、シクリカルグロースの様相を強める

## 経営資本を効率よく PDCA サイクルで管理している印象

**製造資本：**京都府福知山市にある福知山事業所（敷地約 39,000 m<sup>2</sup>）は、主に半導体・液晶製造装置向けの継手（フィッティング）などのピラフロン製品やペローズポンプのほか、ファインセラミックスの炭化ケイ素（SiC）製品を生産している。熊本県合志市に約 18,000 m<sup>2</sup>の敷地を有する九州工場では、主に半導体製造装置用製品（チューブ、継手など）の設計、生産、組立を行っている。また、兵庫県三田市にある同社マザー工場の三田工場（敷地約 43,000 m<sup>2</sup>）は、主にメカニカルシールとグランドパッキンの生産を担い、約 50 年ぶりにリニューアル工事を実施、自動化・IT 化を図った最新鋭工場に生まれ変わった。

21/3 期の設備投資は 9 億円（対売上高比率 3.0%）であったが、17/3-20/3 期の 4 年間で総額 158 億円の設備投資（平均売上比率 13.5%）を実施、本社の移転に加え、三田工場のリニューアル化と九州工場および製造子会社の能力増強を進めてきた。その投資効果が近年の業績拡大を支えていると言える。減価償却費は 20/3 期が 18 億円、21/3 期が 21 億円（同 6.8%）であった。なお、現 3 ヶ年中計では 23/3 期までの 3 年間で 100 億円規模の設備投資を計画、22/3 期は 15 億円を予定している。今後は国内、米国と中国工場での生産能力の増強を行う方針である。

**知的資本：**21/3 期の研究開発費は 11 億円、対売上高比率は 3.7%（過去 5 年平均研究開発費は年間 10 億円、同 3.3%）である。研究開発スタッフは約 70 名（連結従業員数の約 9%）。次世代製品や新市場向け製品開発、環境問題に対応すべく各種規格対応などの開発を行っている。現在、2022 年竣工予定で兵庫県三田市に技術開発センターを建設中であり、組織横断の複合・融合・総合技術による卓越した開発力を強化、第 3 の柱となる新製品開発を加速させる方針である。

**人的資本：**21/3 期末の連結従業員数は 759 名（単体 541 名）である。21/3 期従業員 1 人当たり売上高は 39.8 百万円と高く、17/3 期以降、水準が切り上がっている。ちなみに同社最大顧客である SCREEN ホールディングスは同 53.5 百万円、荏原は同 30.0 百万円。調達先の 1 つであるダイキン工業は同 29.4 百万円。競合であるイーグル工業は同 20.1 百万円、ニチアスは同 24.8 百万円、バルカーは同 24.8 百万円であり、競合他社を大きく上回る労働生産性を誇っている。

**財務資本：**21/3 期末の総資産は 549 億円（有利子負債 254 百万円、ネット・キャッシュ 117 億円）、自己資本 458 億円、自己資本比率は 83.3% である。財務資本をベースとしたアウトプットは、21/3 期連結売上高が 302 億円、営業利益は 48 億円（営業利益率 16.0%）。過去最高営業利益は 17/3 期の 52 億円であるが、22/3 期は 100 億円が予想され、5 期ぶりに過去最高を更新する見通し。営業 CF は 57 億円、フリーCF は 20 億円、期末の現金および現金同等物残高は 105 億円に達している。強靱なバランスシートを有しているため、ROE は 7.8% に留まっている。

**社会・関係資本：**同社は調達基本方針として「PILLAR CSR 調達ガイドライン」を制定、ESG 関連投資やグローバル調達の拡大に鑑み、サプライチェーンマネジメントを取り巻く課題に対して、適切に対処する方針である。また、ピラフロン製品のスーパーフィッティング、スーパー 300 タイプピラーフィッティング（S300）、免震支承などが世界的に高評価され、米デュボン社のブランケット賞を 3 度受賞している。年 1 回、「お客様満足度調査」を実施、顧客ニーズに対し、最善提案が出来るように努めている。

**自然資本：**同社はカーボンニュートラルの達成の時期と具体策（ニチアスとイーグル工業は 2050 年にカーボンニュートラルを目指す）を公表していないが、他社に先行する格好で環境会計を開示、毎年の目標と具体的な取り組みを説明している。環境マネジメントに関しては、星川取締役専務執行役員をトップとした「脱炭素地球環境委員会」が取り組み、岩波嘉信社長を委員長とする「ESG/SDGs 推進委員会」へ報告、マネジメントによる継続的な改善を実施、実効性を高めている。

需要を先読みした設備投資を実施

最先端の技術開発センターを建設中

競合を大きく上回る労働生産性を誇る

高い収益性と強靱なバランスシートを有する

サプライチェーン全体における ESG 経営を強化

## ・国内主力生産拠点のポイント

### 同社のメイン工場を訪問見学

2021年10月25日、ふっ素樹脂を加工した継手およびチューブやペローズポンプなどの生産を手がける福知山事業所およびメカニカルシール、グランドパッキン、ガスケットなどの生産を担う三田工場を訪問したので内容を報告したい。

現在は納期遅延もなく、フル生産状況が続いている

福知山事業所は電子機器関連事業における生産高の7割強を占め、九州工場（チューブをメインに継手も生産）が3割弱を占める。米テキサス・ヒューストンの日本ピラーアメリカではPTFEを切削加工して継手を生産しているが、同事業所では主にPFAを射出成形加工することで継手を生産している。現在は納期遅延もなく、フル生産状態にあり、生産能力の増強を検討している模様。PFAは熔融時にガスが発生するため、特殊仕様の射出成形機で加工、全数目視検査を行っている。独自の加工技術および高い生産歩留まりと安定的な生産アウトプットが強みである。

図表 10：福知山事業所：電子機器関連事業のメイン工場



メカニカルシールやガスケットなどを手掛ける三田工場では大規模リニューアル工事が完了、工程の整流化を図りつつ、AGVによる無人搬送（人員2割減）や各種データの見える化による生産稼働率の向上や在庫削減を進めた最新鋭工場に生まれ変わった。グランドパッキンは糸を編み、潤滑剤などを含浸させる。次期中計では含浸工程の自動化などを一段と進める方針である。メカニカルシールに使用される部品加工は、ヤマザキマザックの複合加工機を導入、高い稼働率と加工精度を確保している。同工場は現在1直生産体制であるが、今後の「脱炭素」に向けた新たな需要増局面において、生産ボリュームの増加と同時に、最新鋭工場の稼働率向上に伴う生産性改善効果の顕在化に期待が集まる。

次期中計では更なる生産効率の向上が期待される

図表 11：三田工場：産業機器関連事業の主力工場



出所：同社HP



## ・セグメント別の沿革と主なイベント

### 2024年に創業100周年を迎える流体制御機器メーカー

1924年5月、創業者である岩波嘉重（岩波嘉信社長の曾祖父、岩波清久会長の祖父）が3等機関士として乗務した「賀茂丸」での経験を生かし、船舶用レシプロエンジンのシリンダーグランド用として合金製ピラーパッキンを考案、設立した「日本ピラー工業所」が同社の前身である。

1926年には大阪市淀川区に工場を新設、工業用漏れ止めパッキンの本格生産を開始、1932年には自動車用および船舶内燃機用ガスケットの生産を始めた。1951年には日本初のメカニカルシール（軸封装置）を開発し、生産を開始、1952年には高温・高圧管フランジ用パーチカルガスケットを開発、ふっ素樹脂製品（商品名「ピラフロン」）の生産をスタートさせた。創業から1970年辺りまでは事業基盤の礎を築き、船舶や石油精製・化学・エネルギーなどの重厚長大産業の発展とともに歩んできた。1980年代から2000年代にかけては自動車産業の成長が新たな需要先に加わると同時に、ブランドの確立と海外展開への基盤づくりが行われた。そして2000年以降は、半導体や液晶などが新規の需要先として台頭すると同時に、海外拠点づくりを積極化、グローバル展開と新事業の創出に注力してきた。現在、世界10か国に14拠点を有している。

2024年の創業100周年に向けて、現中期経営計画「BTvision22」では、①事業基盤の拡充、②グローバル化の深耕、③新事業の創出、④ESG/SDGs経営の推進、⑤財務戦略を掲げ、兵庫県三田市に技術開発センターを新設すると同時に、国内および米国、中国の生産拠点を増強、持続的な企業価値の向上と社会課題の解決を目指す方針である。

「流体の漏れを止める技術」を活用、独創的かつ高品質の製品を提供してきた

図表 12：セグメント別の沿革と主なイベント（赤字は海外拠点）

	本社関係	産業機器関連	電子機器関連	主な市場
1924年 5月	神戸市灘区に日本ピラー工業所を創設	特許製品「ピラー#1」パッキンを開発		船舶
1926年 8月	大阪市淀川区に工場を新設	工業用漏れ止めパッキンの本格生産を開始		
1932年 6月		自動車用・船舶エンジン用ガスケットの生産を開始		石油精製、化学、エネルギー
1948年 5月	株式会社に改組し、日本ピラー工業(株)を設立			
1948年 10月	東京出張所(現・東京支店)を開発			自動車
1951年 4月		日本初のメカニカルシールを開発、生産開始		
1952年 10月		高温・高圧管フランジ用パーチカルガスケットを開発	ふっ素樹脂製品(商品名ピラフロン)の生産を開始	自動車
1967年 9月	兵庫県三田市に三田工場を新設			
1970年 -		新素材「炭化繊維」を開発し、生産開始		自動車
1974年 -	創業50周年(2024年に創業100周年)			
1977年 5月	ピラーサービス販売(株)を設立			自動車
1980年 3月	日高精工(株)(現・日本ピラー精密(株))に資本参加			
1981年 -		ISOシリーズメカニカルシールの生産を開始		自動車
1984年 -			半導体製造装置向けピラーフィッティングを発売	
1987年 -		膨張黒鉛編組パッキン「ピラーマークⅢ」を開発・生産		自動車
1989年 10月	京都府福知山市に福知山事業所を新設		ピラーズペラベローズポンプの生産開始	
1991年 -				自動車
1993年 6月	日本ピラーシンガポール(株)を設立			
1994年 -		米国大気浄化法対応の新パッキンEDPの本格納入を開始		自動車
1995年 9月	大阪証券取引所市場第二部に上場			
1997年 2月	台湾に合併会社リエンファーピラー(株)を設立			自動車
1999年 9月	米国に日本ピラーアメリカ(株)を設立			
2001年 1月	東京証券取引所市場第二部に上場		ピラーズペラ300低脈動ベローズポンプの生産開始	自動車
2001年 3月	東京証券取引所、大阪証券取引所市場第一部に上場			
2002年 -			スーパー300タイプピラーフィッティングの生産開始	半導体 医療 食品 環境
2003年 7月	台湾ピラー工業を設立			
2003年 12月	中国に蘇州ピラー工業有限公司を設立	ノンアスベスト「#2603-EEEテクノブラック」の生産を開始		半導体 医療 食品 環境
2005年 2月	熊本県合志市に九州工場を新設			
2007年 4月	中国に上海ピラードレーディング有限公司を設立			半導体 医療 食品 環境
2012年 -		半導体向け新型ロータリージョイントの生産を開始		
2015年 4月	ドバイに日本ピラー中東(株)を設立	ポンプ用「ピラーカセットシール」の生産を開始		半導体 医療 食品 環境
2015年 5月	タイに日本ピラータイ(株)を設立			
2016年 3月	メキシコに日本ピラーメキシコ(株)を設立			半導体 医療 食品 環境
2017年 3月	大阪市西区に本社を移転			
2018年 5月	中国にピラー電子設備(上海)有限公司を設立			半導体 医療 食品 環境
2018年 6月	ドイツに日本ピラーヨーロッパ(株)を設立			
2019年 4月	インドネシアに日本ピラーインドネシア製造(株)を設立			半導体 医療 食品 環境
2019年 11月	インドネシアに日本ピラーインドネシア販売(株)を設立			
2020年 5月	中国に蘇州ピラー工業有限公司を設立			半導体 医療 食品 環境
2021年 -			新継手「スイープエルボ」を開発・生産	
2022年 -	兵庫県三田市に技術開発センターが竣工予定			半導体 医療 食品 環境
2024年 -	創業100周年			

出所：会社資料などから CGRA 作成

### (3) 中期経営計画とSWOT&5Forces分析

#### ・23/3 期を最終年度とした中期経営計画の基本方針

##### 中期経営計画「BTvision22」は 1 年前倒して数値目標を達成

2020 年 6 月 3 日、同社は 23/3 期を最終年度とする 3 ヶ年中期経営計画「BTvision22」を発表した。同中計は以下の 5 つの基本方針を掲げ、最終年度に連結売上高 325 億円、連結営業利益 51 億円（営業利益率 15.7%）、ROE8.0%以上、配当性向 30%以上、3 ヶ年累計設備投資額 100 億円を目指す内容である。

現中計および前中計も半導体の設備投資動向に大きく影響を受けている

しかし、発表から約 1 年後の 2021 年 5 月 21 日、同社は予想以上に旺盛な半導体設備投資を背景に、電子機器関連事業の業績計画を増額修正（売上高計画 221 億円→250 億円、営業利益 40 億円→55 億円）する格好で、最終年度の連結売上高計画を 325 億円→350 億円（過去最高）、連結営業利益を 51 億円→65 億円（過去最高）、営業利益率も 15.7%→18.6%へ上方修正を行った。ROE8.0%と配当性向 30%以上および 3 年間累計設備投資額 100 億円は当初計画が据え置かれた。

その際に発表された 22/3 期業績予想は、売上高が過去最高の 335 億円、営業利益も過去最高 60 億円であった。しかし、1Q 決算（2021 年 4~6 月期）発表時に予想売上高は 335 億円→363 億円、営業利益も 60 億円→80 億円、1 株予想配当金は 60 円→70 円（配当性向 30.1%）へ上方修正され、2Q 決算時にも予想売上高が 380 億円、営業利益も 100 億円、1 株予想配当金も 90 円へ再上方修正された。22/3 期最終年度の中計目標値を 1 年前倒して達成する見通しである。ちなみに前中計「BTvision19」に関しては、2 年目に数値目標が上方修正されたものの、最終年度は半導体設備投資が調整局面を迎えたため、計画未達に終わった。

#### < 5 つの基本方針 >

- ① 「事業基盤の拡充」：電子機器関連事業では、生産歩留まりの改善やリードタイムの短縮を目指し、積極的な設備投資を実施する。産業機器関連事業では、三田工場で AGV 自動搬送や RFIDなどを活用した自動化・省人化を実施、20 年 3 月に全面リニューアル工事が完成した。
- ② 「グローバル化の深耕」：中国市場において滁州ピラー工業を設立し、拡大する中国市場の対応を強化したうえ、日本ピラーアメリカでピラフロン<sup>®</sup>の現地生産拡大のための増強投資を実施する。
- ③ 「新事業の創出」：「新」をキーワードに第 3 の柱となる製品および事業の創出を目指す。
- ④ 「ESG/SDGs 経営の推進」：岩波嘉信社長を委員長とした ESG/SDGs 推進委員会を設立。
- ⑤ 「財務戦略」：安定的で継続的、かつ水準の向上を目指した株主還元を実施する方針。

外部環境に左右されにくい収益体質の構築に期待したい

図表 13：中期経営計画「BTvision22」の数値目標

(百万円、%)	BTvision19	BTvision22(21/3~23/3)			
	20/3	21/3	22/3	23/3最終年度	
	最終年度実績	初年度実績	2年目予想	当初計画	上方修正計画
売上高	29,213(計画 32,500)	30,200	38,000	32,500	<b>35,000</b>
営業利益	3,683(同 5,800)	4,847	10,000	5,100	<b>6,500</b>
営業利益率	12.6%(同 17.8%)	16.1%	26.3%	15.7%	<b>18.6%</b>
ROE	6.2%(同 8.0%以上)	7.8%	-	8.0%以上	
配当性向	36.8%(計画なし)	34.6%	30.4%	30.0%以上	
設備投資	11,649(3ヶ年累計)	907	1,500	3ヶ年累計100億円	

出所：会社資料などから CGRA 作成



## ・中期経営計画「BTvision22」の CGRA 注目ポイント

### 岩波社長自ら陣頭指揮を執る ESG/SDGs 経営の深化に注目

中期経営計画「BTvision22」は、3ヶ年計画の2年目を迎えているが、既に3年目の数値目標を2年目でクリア、22/3 期業績予想は1Q 決算時に続いて、2Q 決算時にも再上方修正された。CGRA ではポスト「BTvision22」に向けた注目ポイントとして以下の3点に注目している。

- ① **岩波嘉信社長自ら陣頭指揮を執る ESG/SDGs 経営の深化に期待**：競合他社ではイーグル工業がサステナビリティ推進委員会を設置、代表取締役社長の鶴氏が委員長を務め、2050年にカーボンニュートラルの達成を目指すと宣言している。一方、同社はカーボンニュートラルの達成時期は明示していないものの、環境データなど各種非財務データの開示が充実している。このため、外部評価として、2018年からS&P/JPXカーボン・エフィシエント指数構成銘柄に継続採用され、三井住友銀行の「ESG/SDGs 融資評価」において各種取り組みが高い水準にあると評価されている。次期中計においては更なるESG経営の深化が期待される。
- ② **株主還元強化を含む新たな資本政策に期待**：現中計目標数値における懸念材料は、営業利益率の高さに比べたROEの低さである。同社はほぼ無借金で、21/3 期末のネット・キャッシュは117億円（総資産の21%、時価総額の16%）、自己資本比率83.3%に達している。東京エレクトロンと同様、半導体設備投資はボラティリティが激しいため、強い財務体質が必要との意見に賛同する。しかし、東京エレクトロンの21/3期における営業利益率22.9%、自己資本比率71.1%、ROE26.5%との比較において、同社の強すぎるバランスシートを主因としたROEの低さに関しては、株主還元の強化を含む資本政策による改善に期待したい。
- ③ **海外生産体制の強化と能力増強も必要となろう**：同社の海外売上高は過去5年間で2.2倍に拡大したが、海外売上高比率は27.2%に留まっている。ここに来て米マイクロンやTSMCが大規模な設備投資計画を相次いで発表している。今後は国内外における半導体設備投資、中国の国策として半導体設備投資が期待可能。加えて、「脱炭素」社会の構築に向けた設備投資がグローバルベースで増加する可能性が高いとみられる。既存工場能力増強および新設、更には海外生産・販売拠点の整備・強化が求められよう。

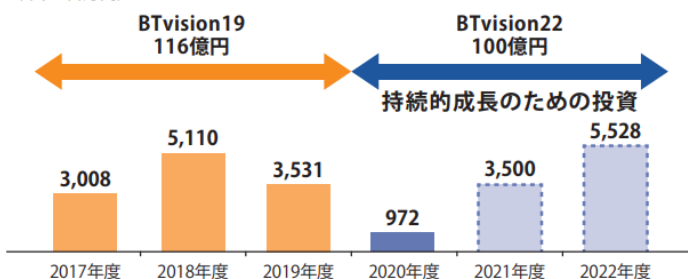
グローバルベースで事業機会が拡大する中、ESG経営の深化で更なる成長が期待できそう

図表 14：成長投資と株主還元

#### 成長投資

各中期経営計画 設備投資額（ソフトウェアなど含む）

（単位：百万円）



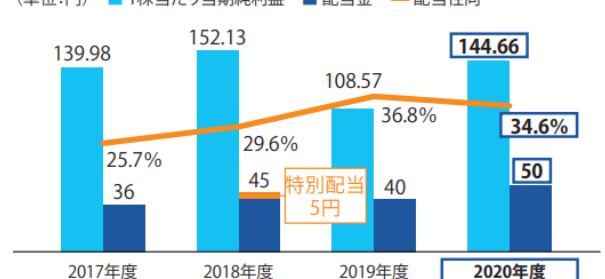
出所：同社統合報告書からCGRA作成

注：2021年度設備投資計画35億円は期初ベース（新計画は15億円）

#### 株主還元

1株当たり当期純利益・配当金・配当性向

（単位：円） ■ 1株当たり当期純利益 ■ 配当金 ■ 配当性向



## ・SWOT & 5Forces 分析

### 今後は海外展開と新市場および第 3 の柱となる新製品の創出が求められよう

同社の特徴および外部環境、更には内外競合企業を分析・比較しながら、以下に SWOT および 5Forces 分析を試みた。SWOT 分析に関しては、図表に同社の**強み (Strength)**、**弱み (Weakness)**、**機会 (Opportunity)**、**脅威 (Threat)**を示した。今後の同社には、強いバランスシートと高い製品開発力を生かした海外展開と新市場の開拓および新製品の創出、アフターサービス需要の刈り取りが求められると CGRA は考える。

同社はリスクが少なく、事業基盤が盤石かつ事業機会が大きい印象

### リスク・課題が少なく、積極的な事業展開が可能であると CGRA は考える

5Forces 分析は SWOT 分析と似通った分析であるが、買い手と売り手の交渉力などの業界における立ち位置の理解に有効である。

**業界内の競争**：同社は顧客への提案力に優れており、新規案件においては競争優位性を確保している。しかし、メカニカルシールなどのアフターサービス事業に関しては、販売子会社が主に対応しており、競合企業に相対的に競い負けている印象である。一方、電子機器関連事業のコア製品である洗浄装置向けの継手に関しては、同社製品が市場シェアの 90%を握るデファクト製品となっている。

**新規参入の脅威**：新規参入の脅威は特にない。

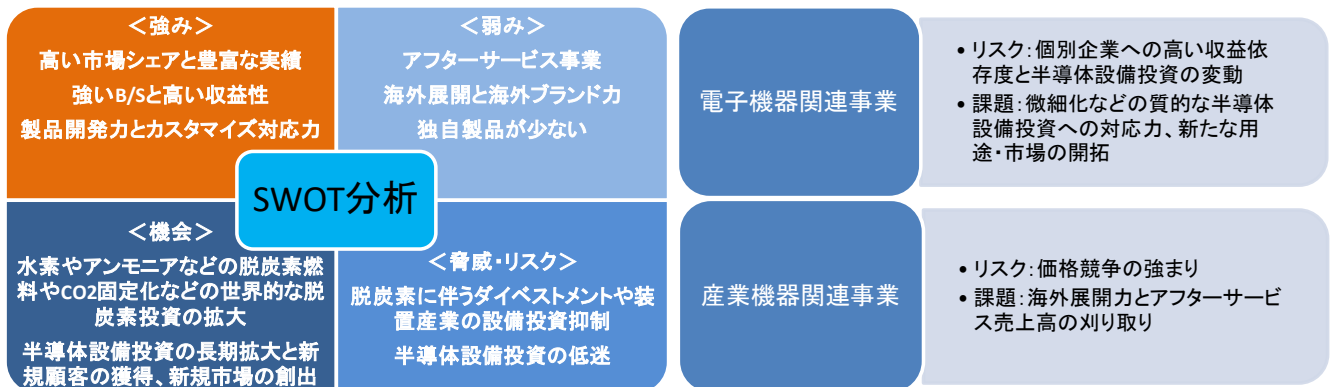
**代替品の脅威**：今後は船舶および自動車の内燃機関が電動化される方向にある。自動車向け売上高は推定 5 億円であり、船舶向けは推定 10 億円程度である。しかし、電気自動車や燃料電池車など向けに高性能樹脂を加工した自動車部品で新たな需要を創出する可能性もあろう。船舶に関しても電動化の前に LNG/LPG を燃料とした船舶の新設需要増が見込まれる。一方、電子機器関連事業における継手などはコンタミ問題などを考えると、素材の変更や形状変更は難しいであろう。

**売り手側の交渉力**：産業機器関連事業では、ステンレスなどを外部から調達している。各種鋼材価格の上昇はリスクだが、購買先の多様化、製品値上げなどで対応している。PTFE などのふっ素樹脂も複数購買しているうえ、購入ボリュームが多く、同社のバイニングパワーは強い印象である。

**買い手側の交渉力**：洗浄装置向け継手は、品質と納期が重要視され、価格低下圧力は低い。しかし、洗浄装置以外の市場では価格競争がシビアである。

CGRA では、同社の立ち位置は、リスクと課題が少なく、強靱なバランスシートを土台にして、積極的な製品開発や海外展開などが可能な状況にあると考える。

図表 15：日本ピラー工業の SWOT およびリスク・課題分析



出所：CGRA 作成

## ・同社における 3 つの強みの源泉

### (1) 電子機器関連事業：高品質を武器にグローバルニッチトップを確保

ふっ素樹脂を加工した継手、チューブ、ペローズポンプなどは、半導体工場内に設置されるウエハ洗浄装置に加え、半導体工場における薬液供給配管に組み込まれて使用される。かつてクリーンルームの継手から薬液が漏れる問題に対処、独自のシール機能を有した高品質の継手「スーパー300 タイプピラーフィッティング」を 2002 年に市場投入、市場を席巻した。同社のピラフロン製品は、硫酸や硝酸などへの耐薬品性や絶縁性、滑り性を有し、薬液内での溶出リスクがない。PTFE（ポリテトラフルオロエチレン：沸点でも液体にならないため、成形加工が難しい）や PFA（パーフルオロアルコキシアルカン：溶融成形が可能）を独自技術で成形加工し、半導体製造工程では不可欠な製品となっている。現在、同社は世界主要半導体製造装置メーカートップ 10 社へ納入、継手は世界シェア 9 割を誇るデファクト製品となっている。

グローバルニッチの確  
固たる地位を確立

今後の成長が期待される中国半導体製造装置メーカー向けに関しても、既に 10 社近くへ納入が始まっている模様である。ペローズポンプに関しても、エア駆動を採用、他社製品に比べて低脈動性能を有している。新製品「スイープエルボ」は独自の成形技術で流路の「R 形状」を成形することで製品化にこぎ着けた。圧力損失を約 7 割低減、流量を最大 20% 向上、生産設備の省エネ・小型化が可能となる画期的な製品であり、同社のグローバルニッチトップの座を確固たるものとしている。

### (2) 産業機器関連事業：ESG 経営で「脱炭素」関連市場を探索

同事業は石油化学や電力などの各種装置産業を主要顧客としており、各社は 2050 年のカーボンニュートラルに向けて水素やアンモニアなどへの燃料転換に加え、二酸化炭素をメタノールなどへ再利用する動きが世界的に強まっている。SBT（Science Based Target）では、Scope1, 2, 3 の合計 CO2 排出量のうち Scope3 が 40% を超える場合は、明確な目標設定と対策および時間軸の開示を求めている。ポンプを手掛ける荏原が ESG 経営を強化する背景には顧客の要求する非財務データ開示対応も一因である。今後の同社は TCFD 提言への賛同、Scope1,2 ならびに Scope3 への対応を強化しつつ、根拠を明確にしたカーボンニュートラルの時期を発表する方針である。引き続きパートナー企業との協業を強化、ESG 経営の深化による市場シェアの向上ならびに国内外での新エネ分野での需要開拓が期待されよう。なお、米大気汚染防止法に適合した低漏洩・高性能 EDP（膨張黒鉛パッキン）パッキンシリーズは好調な需要環境が持続しており、シェア推定 50% を確保している。

顧客である装置産業  
とのビジネス関係の強  
化にも ESG 経営の深  
化が不可欠

図表 16：新製品「スイープエルボ」を市場投入

TOPICS

R型流路設計により  
スムーズな流れを実現

【新商品】  
スイープエルボ断面

【従来品】  
ユニオン  
エルボ断面

### 半導体製造装置向け新型継手「スイープエルボ」

「スイープエルボ」は、当社のコアコンピタンスである射出成形技術、特に樹脂流動解析や流体・構造解析技術を用いた継手の新製品です。流路がR形状となっていて薬液がスムーズに流れるため、圧力損失を約60～70%低減するとともに流量は最大20%向上します。生産性の向上に寄与するとともに、配管抵抗を低減することで省エネルギーにも貢献します。

出所：同社統合報告書 2021



### (3) 第3の新たな事業を模索する研究・開発型企業

同社は競合他社との比較において、有形固定資産回転率が劣るものの、従業員1人当り売上高が他社を遙かに凌いでいる（＝労働装備率が高い）。つまり、同社工場は自動化・省力化が進み、需要変動に対する効率的かつ柔軟な生産体制の確立と働き方改革が進んでいる証左であるとCGRAは考える。また、同社の研究・開発人員は約70名であり、連結従業員数の約9%を占める（対売上高研究開発費は約4%）。現在、最先端の技術開発センターを建設中であり、バラバラに組織が分かれている研究開発組織を一体化させることで、開発の一体運営とスピードアップを図り、第3の柱となるべき新事業の創出と新製品の開発を目指す考えである。

ユニークな研究・開発を積極的に進めつつ、第3の事業、柱となる新製品を創出する考えである

例えば、荏原のCMP向けロータリージョイントはメカニカルシールの摺動面のラップ加工技術を応用して生まれた製品である。今後に関しては、水素などの新エネルギー社会や新たなインフラ、電気自動車や空飛ぶ自動車などの新規市場の誕生が見込まれる。そのような中、同社では、ふっ素樹脂の加工技術にメカニカルシールの技術を組み合わせた新たな製品開発、更にはSiCフィルターや光触媒、黒鉛樹脂のセパレータ、ダイヤモンドコート、ふっ素樹脂基板、稼働するメカニカルシールの振動などに関するパラメータをリアルタイムで分析し予知保全（＝データサイエンティストを育成）に繋げるなどのユニークな研究・開発が行われている。

かつて安川電機はサーボモータの単品売りからシステム販売を始めることでプライスレス化を進め、業績拡大と企業価値の向上が見られた。同様に、日本ピラー工業においても継手やチューブなどの単品販売からシステム武装（例えば、流体制御のみならず液質の検査・改善機能を付加）することで収益構造と売上規模が様変わりするポテンシャルをCGRAは感じている。

図表 17：組織横断可能な最新の技術開発センターを建設へ

**Column** 技術開発センターの建設に着工

当社は新たに総額30億円を投じ、兵庫県三田市に技術開発センターを建設します。

2022年春竣工予定の技術開発センターには、三田工場内の約100人の技術者を集結させ、組織を横断した複合・融合・総合技術により卓越した製品開発力を強化します。将来のマーケットを見据え、産官学の連携強化による先端技術への取り組みを進め、新たなイノベーションの創出を図ります。



図表 18：予知保全事業に向けてデータサイエンティストを育成

**TOPICS**



**データサイエンティスト育成**

当社固有の技術・製品開発のプロセスをデータ化し、「見える化」するデータサイエンティストを育成して、技術伝承を確実なものにします。データサイエンティスト育成では、専門課程を擁する大学への派遣もしており、産官学連携を強化していきます。

出所：同社統合報告書 2021

## ・競合企業の分析（非財務比較は→p 27~28）

### 産業機器関連事業：シールは海外 3 強で世界シェアの約 7 割を占める

メカニカルシールの競合企業は、国内ではイーグル工業株式会社と非上場である株式会社タンケンシールセーコウ（東京）、海外は米フローサーブ（Flowserve Corporation：世界シェア推定 20%）、英国ジョンクレーン（John Crane：世界シェア推定 30%）、イーグル工業と 2005 年にアライアンス関係を締結した一般産業機械向けシールメーカーの Eagle Burgmann（同世界シェア 22%）などが挙げられる。グランドパッキンとガスケットではニチアス、ガスケットはバルカーなどが競合企業である。

海外競合企業は安定的に 2 桁の ROE を確保している

**John crane** の 21/7 期売上高は 8.65 億 UK ポンド、営業利益は 1.87 億 UK ポンド、営業利益率は 21.6%であった。売上高の 59%がエネルギー産業向け、41%が一般産業用である。親会社である SMITH GROUP PLC の ROE は 13.1%と高い。

**Flowserve** はポンプおよびバルブをメインにメカニカルシールも手掛ける。20/12 期売上高は 37 億 28 百万 USD（うちポンプ事業が 26 億 76 百万 USD）、営業利益は 2 億 50 百万 USD、営業利益率は 6.7%、ROE は 11.2%。オイル&ガス向けが売上高の 34%、一般産業向けが 26%、化学が 24%、電力が 13%、水関連が 3%を占める

**イーグル工業** はメカニカルシールの専業大手。21/3 期売上高は 1,305 億円、営業利益は 58 億円、営業利益率は 4.4%、ROE は 5.0%（売上高当期利益率 3.1%、総資産回転率 0.8 回、財務レバレッジ 2.2 回）である。21/3 期末のネット・デットは 55 億円、自己資本比率は 52.4%であり、財務レバレッジと高い配当性向（21/3 期 61%：配当利回り 2.7%、20/3 期 84%：配当利回り 4.0%）が株価を支えている。また、脱炭素に向けた水素関連や半導体、船舶向け環境対応製品や航空宇宙関連事業への展開をアピールしている。

国内競合企業は各社ともに安定的な業績の中、積極的な株主還元を実施

**ニチアス** はグランドパッキンとガスケットを中心に各種機能材を手掛ける。21/3 期売上高は 1,964 億円、営業利益は 196 億円、営業利益率は 10.0%、ROE は 8.2%（売上高当期利益率 5.5%、総資産回転率 0.9 回、財務レバレッジ 1.6 回）。21/3 期末のネット・キャッシュは 157 億円、自己資本比率は 62.1%。比較的高い収益性と 13 期連続増配（21/3 期配当性向 48%：配当利回り 2.8%）が同社株価を支えている。22/3 期が現中計最終年度であり、内外生産能力を増強、CSR 活動としてニチアス改善計画（NKK）を推進、2050 年にカーボンニュートラルを宣言している。

**バルカー** はガスケットの専業メーカーで、各種樹脂加工品なども手掛ける。21/3 期売上高は 447 億円、営業利益は 35 億円、営業利益率は 7.8%、ROE は 9.0%（売上高当期利益率 6.9%、総資産回転率 0.9 回、財務レバレッジ 1.5 回）。ガスケットを中心としたシール製品事業が売上高の 70%（セグメント利益率 10.5%）を占め、機能樹脂製品事業が 24%（同 4.2%）、残りはシリコンウエハーリサイクル事業他（同 9.8%）が占める。市場別では半導体などの先端産業向けが 37%、一般産業機械向けが 33%、残りがプラント市場向けである。21/3 期末のネット・キャッシュが 39 億円、自己資本比率は 70.7%。相対的に高い ROE と配当性向 54.2%（配当利回り 4.5%）が株価の支援材料となっている。2027 年の創業 100 周年に売上高 800 億円と ROE 10%を目指し、SDGs 経営にチャレンジする方針である。

**アフターサービス事業**：同社のアフターサービス売上高比率は産業機器関連事業の推定 50%であるが、John crane では売上高の 68%、Flowserve は 59%（19 年は 63%）を占める。国内競合企業も同社よりも高いアフターサービス売上高比率を有していると推測される。



### 電子機器関連事業：継手は確固たるグローバル No.1 の地位を確立

同社電子機器関連事業におけるコア製品である半導体洗浄装置向け継手に関しては、世界シェア90%を誇り、確固たる世界シェアトップの座を確立している。競合企業は米インテグリス（Entegris）、非上場企業であるフロウエル（横浜）、更にはニチアスなども樹脂製のチューブやシート、容器などを生産している。

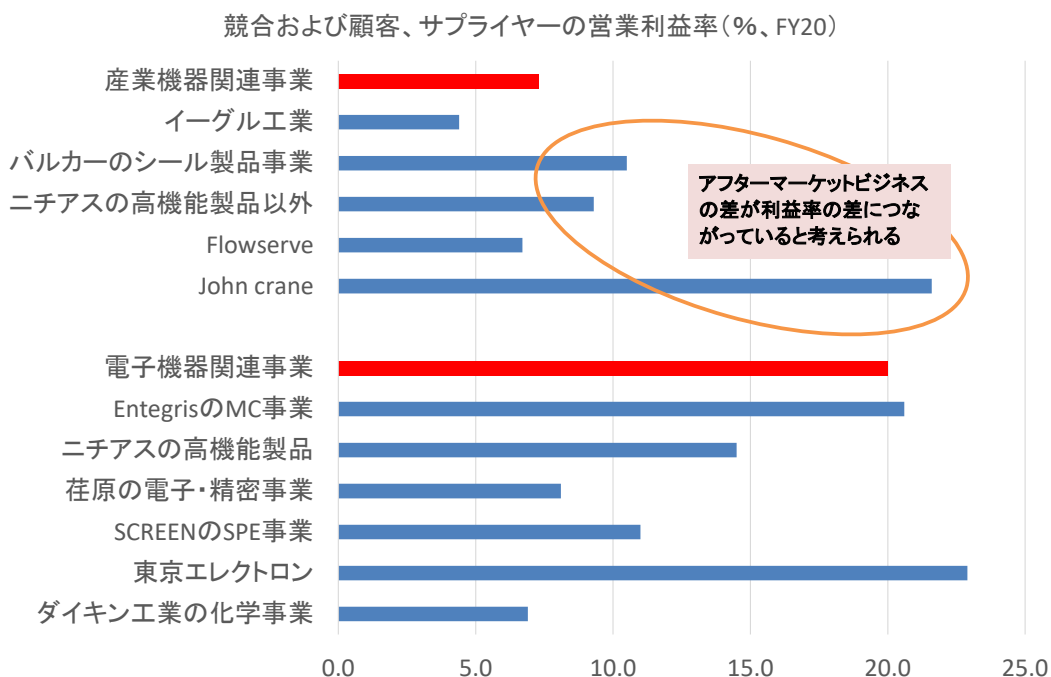
### 海外競合である Entegris は半導体設備投資の質的な拡大の恩恵を享受

Entegris は（NASDAQ：ENTG）は、半導体などのマイクロサイエンス分野を中心にふっ素樹脂製のチューブや継手、バルブなどの流体制御機器や各種補助機器を扱う。しかし、それら製品のみならず、各種薬液や CMP 用の砥粒、各種液体・気体用フィルターと計測器、更には流体中のコンタミネーション管理や分析サービスまで手掛けている。つまり、半導体関連の「量的な設備投資拡大」のみならず、ロジックにおける線幅の微細化（＝EUV + αを使った微細化と材料の変化）、3D NAND の多層化（＝ウエット工程が増加）、DRAM の高密度化による「質的な設備投資」の恩恵を享受する企業である。売上高の約 2 割が量的な設備投資、8 割が質的な設備投資に依存しているため、過去 5 年間で市場成長率の 2.2 倍の売上成長を実現している。

同社競合である米 Entegris は高い収益性と ROE を実現、高い株価パフォーマンスを享受している

Entegris の 20/12 期売上高は 18 億 59 百万ドル、営業利益は 3 億 95 百万ドル、営業利益率は 21.2%、ROE は 21.4%である。売上高の 53%が半導体のファブ向けであり、うち 71%がロジック、16%が NAND、13%DRAM 向けであった。非半導体向けは売上高の 10%に過ぎない。セグメント別では、売上高の 33%を各種材料やガス、CMP のパットコンディショナーやウエハキャリアなどを扱う Special Chemicals and Engineered Materials(SCEM)事業、同 40%が各種フィルターなどを扱う Micro contamination Control(MC)事業、27%を液体やウエハ搬送容器、継手などの流体機器を扱う Advanced Materials Handling(AMH)事業が占める。セグメント利益率を見ると、SCEM が 21.0%、MC 事業が 33.6%、継手などを扱う MC 事業が 20.6%と高い収益性を誇る。

### 図表 19：競合および顧客、サプライヤーの営業利益率比較



出所：各社の決算資料などから CGRA 作成

## (4) 業績推移とセグメント別動向

### ・過去の業績推移と 22/3 期業績予想

#### 売上高：22/3 期は 3 期ぶりに過去最高を更新へ

17/3 期以降の同社連結売上高は、半導体設備投資が拡大基調を強める中、半導体製造装置への依存度が高い電子機器関連事業および産業機器関連事業に含まれる CMP 向けロータリージョイントの需要増に支えられ、拡大局面を迎えた。17/3 期には過去の好況期においてクリアできなかった同社初の 250 億円を超える売上規模に達し、その 2 年後には 300 億円に達した。22/3 期は 3 期ぶりに過去最高売上高を更新、400 億円の売上高が見えてきた。

22/3 期は 3 期ぶりに過去最高の売上高、5 期ぶりに過去最高営業利益を更新する見通し

#### 営業利益：営業利益、営業利益率ともに 5 期ぶりに過去最高を更新へ

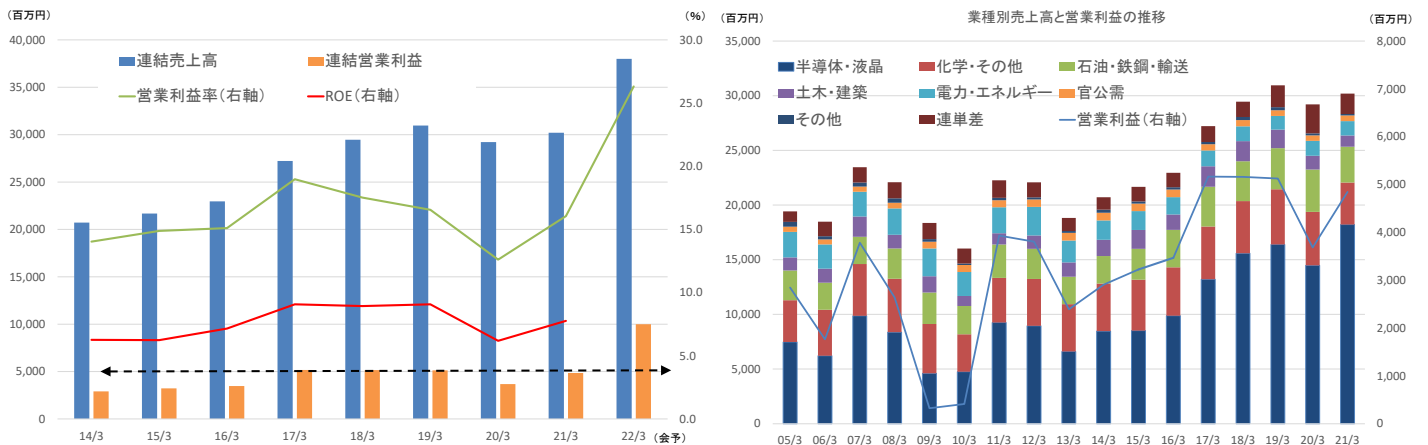
営業利益に関しても 17/3 期に 6 期ぶりに過去最高を更新すると同時に、同社初の 50 億円台（営業利益率 19%）を確保した。その後は、半導体設備投資が調整局面を迎えたうえ、産業機器関連を担う三田工場のリニューアル工事（20 年 3 月新三田工場竣工）と電子機器関連の国内増産体制の構築やアメリカ法でのピラフロン加工工場へ積極的な設備投資を行い、減価償却費（17/3 期 10 億円→18/3 期 14 億円→19/3 期 17 億円→20/3 期 18 億円→21/3 期 21 億円）などの固定費負担増が響いた。このため 18/3-19/3 期は増収営業減益を余儀なくされ、20/3 期は半導体設備投資の端境期を迎え、減収 2 桁営業減益に転じた。しかし、21/3 期は産業機器関連事業が減収減益となる中、半導体設備投資の拡大を背景に、電子機器関連事業が 2 桁増収増益となり、4 期ぶりに営業増益に転じた。22/3 期は半導体設備投資が加速する中、これまでの生産能力増強投資効果が顕在化、5 期ぶりに過去最高の営業利益と営業利益率の更新が見込まれる。

#### 22/3 期業績予想は 1Q 決算時に続いて 2Q 決算時に再上方修正された

22/3 期通期業績予想は、21 年 8 月 6 日の 1Q 決算発表時（1Q 売上高実績 91 億円、営業利益 23 億円、営業利益率 25.3%）に増額修正され、連結売上高は期初予想の 335 億円から前年比 20%増の 363 億円へ、連結営業利益も同 60 億円（営業利益率 17.9%）から同 65%増の 80 億円（同 22.0%）、1 株予想利益も 176.3 円から 232.7 円へ上方修正された。1 株予想配当金も 60 円（配当性向 34.0%）から 70 円（同 30.0%）へ増配された。加えて、2Q 決算発表時の 11 月 9 日、予想売上高を 380 億円、営業利益も 100 億円、当期利益も 70 億円、1 株予想利益も 296.14 円へ再上方修正され、1 株予想配当金も 90 円へ増配された。

22/3 期業績予想は 2Q 決算時に再上方修正された

図表 20：過去の業績推移と業種別売上高の推移



出所：会社資料から CGRA 作成

## ・電子機器関連事業の市場概況と業績見通し

### 設備投資への依存度が高いため、ボラティリティが若干高い

同社連結売上高の 13% (21/3 期実績約 40 億円) を SCREEN セミコンダクターソリューションズが占め、枚葉式洗浄装置向けに継手を納入している。また、東京エレクトロン、ラムリサーチ、アプライドマテリアルズ、サムスン電子の子会社であるセメスなども同社の顧客である。洗浄装置向け継手は世界シェア 90%を誇り、デファクトスタンダードとなっている。なお、製造装置のみならず半導体工場の薬液供給設備向けにも継手、チューブ、ペローズポンプを納入している。図表 21 が示す通り、CGRA では SCREEN の SPE 受注高、荏原の CMP 受注高、ダイフクのエレキ向け受注 (= 半導体ウエハや FPD の搬送ライン) の合算受注高を同事業の先行指標として注目している。

半導体製造装置のみならず薬液供給設備へも納入

### 半導体分野以外の新市場の開拓も期待される

半導体分野に関しては、米国および中国における新規顧客の開拓と質的な設備投資への対応が期待される一方、透析装置などの医療機器や各種食品加工分野などの新市場の開拓を進め、半導体向け需要の高いボラティリティを和らげる必要がある。既に、日機装の透析装置向けへの採用 (ステンレス製部品からふっ素樹脂製部品へ切り替え) が決まるなど顧客層が拡大基調にある。同社が強みを持つふっ素樹脂の成形・加工技術を駆使した新市場の開拓に期待したい。

透析装置などの新市場の開拓も進む

### 顧客層の拡大もあり、長期的な成長ポテンシャルは大きい

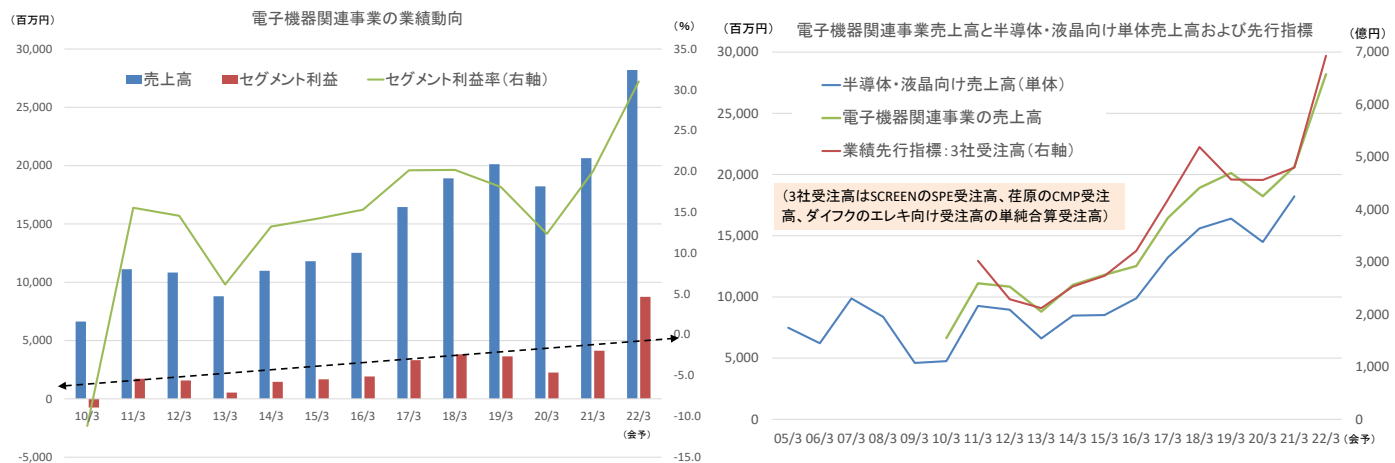
短期的な仮需の消滅に伴う需要の反動減が懸念されるが、半導体需要の構造的増加、質的な設備投資の拡大などもあり、半導体および半導体製造装置市場は今後 10 年間で倍増するとみられている。同社に関しては、米アプライドマテリアルズなどの顧客層の拡大 (統合報告書 18 ページ参照) も期待され、業界を上回る成長も期待できそうだ。現在の生産能力には 2 割程度の余力はあるものの、福知山事業所には既に 8 万㎡の土地を確保しており、新工場の建設も検討している模様である。

新規顧客の開拓も進む

### 22/3 期は過去最高の業績を大幅に更新する見通し

電子機器関連事業の 22/3 期会社側業績予想は、2Q 決算時に再上方修正され、売上高は前期比 37%増の 282 億円 (2 期連続の過去最高)、営業利益は同 2.1 倍の 87 億 50 百万円 (2 期連続の過去最高)、営業利益率は 31.0% (4 期ぶりの過去最高) が予想されている。半導体設備投資の加速に加え、好採算である継手の増販などが寄与する。1Q 営業利益率は 29.6%、2Q 実績は 33.4%に達しているが、下期は 30.5%の見通し。

図表 21 : 顧客の受注動向と業績推移



## コロナ禍をきっかけに半導体投資ブームが進行

新型コロナウイルス感染症は世界的な経済活動の減速を招いたと同時に、生活様式およびビジネスのやり方を世界的に変貌させた。自国主義の高まりやリモートワークが定着する一方、Webを使った会議など、デジタル化とグローバル化が加速した印象である。このため、米 GAF A の急成長をはじめ、パソコンやスマホ、タブレットの急激な需要増と同時に、カーボンニュートラルに向けた電気自動車の販売増、通信の 5G シフトなどから世界的な半導体ブームが生じ、過去最高の半導体投資ブームが起こっている。ただし、強すぎる需要に対して供給が追いつかず、サプライチェーンの混乱が生じている。

コロナ禍が半導体投資ブームを加速

## 半導体需要は 2030 年に向けて拡大基調が続きそう

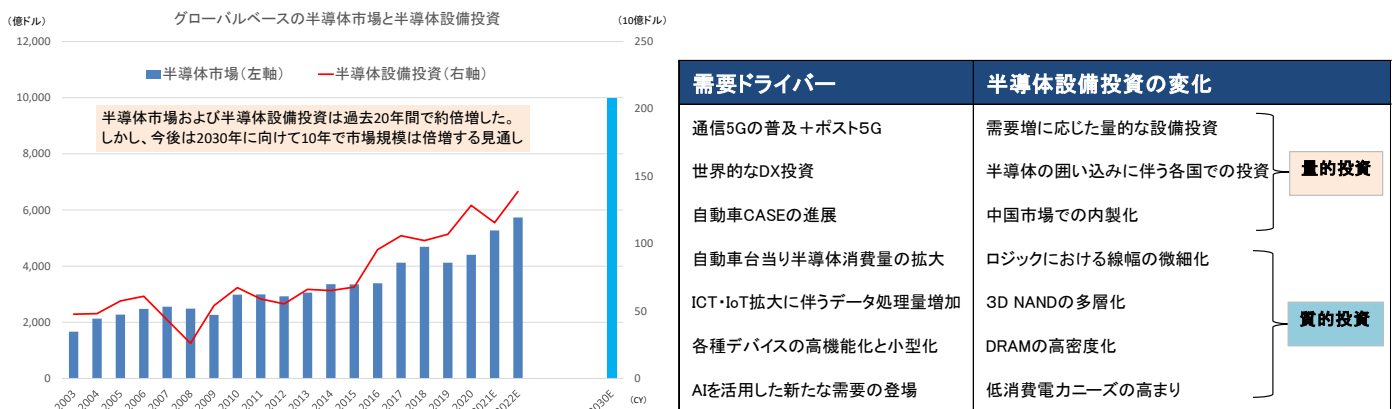
今後に関しては、①通信 5G の普及率上昇とポスト 5G の登場、②自動車産業における CASE (Connected、Autonomous、Shared & Service、Electric) の進展に加え、電気自動車の台当り搭載半導体金額は通常のガソリン車の約 5 倍、③IoT に代表されるように、経済の「モノからコト」への変化に伴うデータ処理量の爆発的増加、④コロナ禍を契機としたデジタル化の加速、などを背景に、半導体需要の長期的な成長は疑いがないであろう。実際、WSTS は 2030 年の半導体市場を 2020 年比約 2.3 倍の 1 兆ドルと予想している。過去 20 年間で半導体市場は約 2,000 億ドルから約 4,000 億ドルに倍増し、同時に半導体製造装置市場も約 300 億ドルから約 600 億ドルに倍増した。同社半導体・液晶向け売上高 (単体) は、取扱製品の拡大や顧客層の広がり、海外展開が奏功、過去 6 年間でほぼ倍増している。米 Entegris のような半導体の質的設備投資にフォーカスしつつ、M&A で対象エリアを拡大させる企業もある。ただし、同社としては、高品質かつ高いブランド力 (継手は世界シェア 90%) を誇るピラフロン製品に注力、半導体のウエット工程をメインターゲットに、過度な競争を避け、狙った市場を深掘する差別化戦略をとっている。

半導体および製造装置市場は今後 10 年間で倍増へ

## 考えられるリスクは何か

リスクとしては、短期的に強すぎる最終需要に対して、顧客である装置メーカーからの前倒し発注 (受注高の推定 20%程度) が行われていると見られ、仮需の消滅に伴う、需要の反動減に加え、部材不足に伴う生産活動が伸び悩むリスクが考えられる。中長期的には需要拡大を阻害するイベントの発生、新たな競合企業の台頭や既存技術を必要としない新たな製品などの登場などが考えられる。ポラリティが大きい業種であり、BCP 対策を含め、増産時のみならず不況期においても柔軟に対処可能なグローバルベースでの供給・調達体制の構築も求められる。

図表 22 : 半導体需要見通しと半導体設備投資動向



出所 : WSTS、IC insight などから CGRA 作成。予想は WSTS と CGRA

## ・産業機器関連事業の市場概況と業績見通し

### 業種別売上高（単体）はシクリカルな動きを見せ、売上構成比は低下へ

同社祖業である産業機器関連事業は、ボックスレンジ内でシクリカルな売上推移が続いている。業種別の売上高を見ると、化学・その他および石油・鉄鋼・輸送、土木建築が相対的に安定推移している。しかし、電力・エネルギー向け売上高は、原子力発電設備の新設が凍結、世界的な脱炭素の潮流を受けた火力発電設備の新設も難しく、緩やかな縮小傾向にある。この結果、産業機器関連事業の売上構成比（単体ベース）は、電子機器関連事業が成長基調にあるため、09/3期の72.7%から21/3期には35.7%へ低下している。

産業機器関連事業の売上構成比は36%へ低下

### アフターサービス事業と海外展開力に課題を残す

産業機器関連事業は、ボックスレンジ内でシクリカルな売上推移を見せており、安定的な事業といえる。しかし、08/3期売上高を100として21/3期売上高を国内競合企業（イーグル工業、ニチアス、バルカー）と比較すると、同社は83に留まる一方、イーグル工業は149、ニチアスは116、バルカーは101となっており、相対的に市場シェアを失っている印象を受ける。セグメント利益率に関しては、18/3期以降、減価償却費が増加（17/3期約3億円→18/3期約5億円→19/3期約6.5億円→20/3期6.8億円→21/3期7.6億円）している点を加味すると、見た目ほど悪化していないが、右肩下りの傾向に変わりはない。同社はアフターサービス事業を主に100%子会社に任せているが、他社は本社で注力している点に要因がありそうだ。このため、同社は22年4月付で子会社の再編を行い、組織の一体化と同時に、経営スピードの向上とアフターサービス事業の強化を目指す方針である。

子会社の再編で市場シェアの上昇も期待できそう

### 脱炭素をキーワードに事業機会が拡大しそう

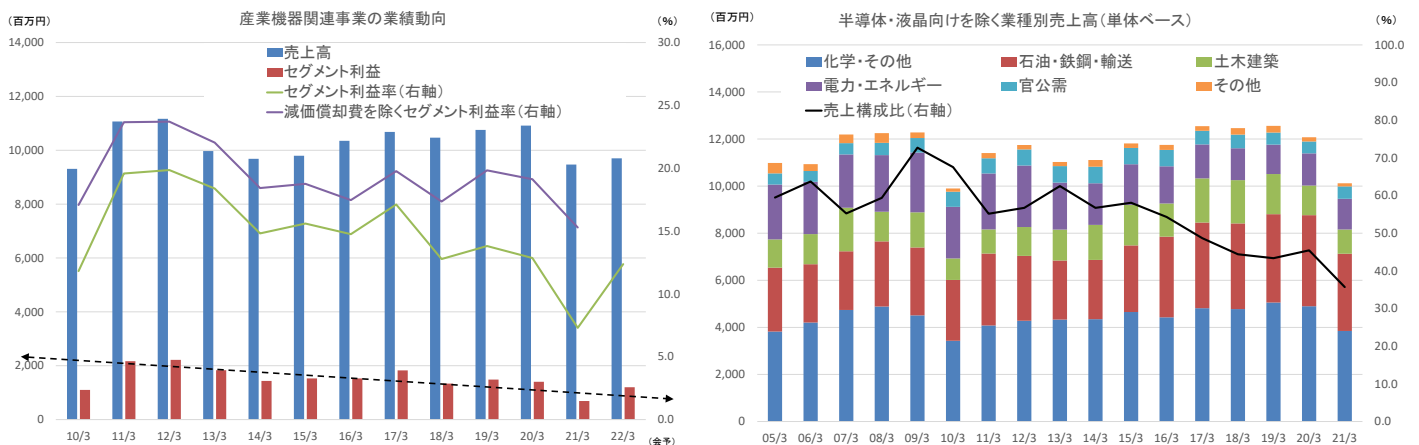
次ページの事業機会とリスクのページで述べているが、2050年に向けては、脱炭素をキーワードに装置産業各社においてカーボンニュートラルに向けた設備投資が増加する見通し。最新鋭の三田工場の稼働率向上効果および同社の強みであるカスタマイズ提案力と新製品開発効果などに期待したい。

脱炭素が次なる成長テーマとなる

### 22/3期業績は回復が鮮明化しつつある印象

産業機器関連事業の22/3期会社側業績予想は、2Q決算時に再増額修正され、売上高は前期比2%増の97億円、営業利益は同74%増の12億円、営業利益率は12.4%が予想されている。21/3期に米国で発生した契約解釈の相違によるスポット費用が消滅することに加え、10月の国内エチレン生産は同10%増に伸長するなど、装置産業の稼働率上昇などが大幅増益の要因である。

図表 23：半導体・液晶向けを除く業種別売上高と利益動向



出所：各種資料などから CGRA 作成



### 長期的には産業機器関連事業に成長ポテンシャルを感じる

産業機器関連事業に関しては、2050年の世界的なカーボンニュートラルを目指す動きを背景に、水素（マイナス253℃で液体）への燃料変換（貯蔵、輸送、供給設備など）、アンモニア（マイナス33℃で液化）の移送・貯蔵・供給設備、さらにはCO<sub>2</sub>の回収・地中貯蔵・商業化などに伴う新たな設備投資の拡大に伴い、メカニカルシールやグランドパッキン、ガスケットなどの需要増が期待される。実際、電力会社、鉄鋼、石油化学、セメント、ガラスなどのCO<sub>2</sub>排出量の多い産業では、積極的に燃料転換の策を模索し始めており、設備投資拡大の動きが強まり始めている。

世界的なカーボンニュートラルに向けた設備投資が拡大局面を向けよう

### 2050年の脱炭素に向けてグローバルの関連設備投資は倍増しそう

7月21日、Bloomberg NEFは、2050年にカーボンニュートラルの実現に向けたエネルギー転換には2050年までに92兆ドルから173兆ドルものエネルギー関連の累計設備投資が必要であり、年間投資額は現在の約1.7兆ドルから3.3~5.8兆ドルへ増加するとのレポートを発表した。また、国際再生可能エネルギー機関も2050年までに130兆ドルの設備投資が必要としている。

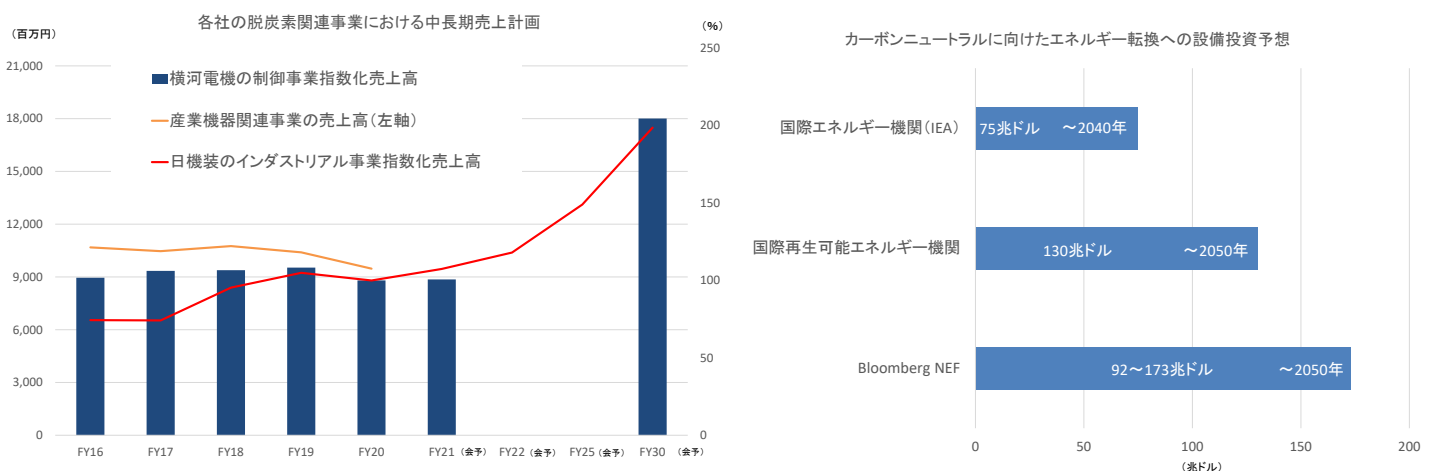
個別企業でもカーボンニュートラル時代に向けた売上計画を発表する企業が増えしてきた

個別企業では、産業用ポンプを手掛ける日機装は、低炭素・脱炭素関連ビジネスがFY20実績の200億円からFY25には450億円程度（うち脱炭素分野は30~50億円）。FY30には600億円程度（うち同100~150億円）に達し、同社インダストリアル事業全体のFY25の売上規模はFY20対比で1.5倍、FY30には約倍増する計画を発表している。横河電機も中期経営計画「Accelerate Growth 2023」の中で、制御事業のFY30売上高をFY20比倍増させる計画を提示している。従って、CGRAでは、2050年の世界的なカーボンニュートラルの達成に向けて、同社産業機器関連事業も成長局面を迎える可能性が高いと考える。ただし、同時に海外拠点の整備と対応製品の開発、アフターサービスを含む販売体制の再強化が必要になろう。

### 考えられるリスクは何か

リスクとしては、脱炭素を背景とした火力発電設備のダイベストメントや水素などの新燃料の調達および必要量の確保できないなどのインフラ面の障害、加えて同社海外展開力の遅れ、更には収益性が高いアフターサービス事業の取りこぼし、高圧・極低温対応などの製品開発の遅れ、などが考えられる。

図表 24：FY30に向けた売上高計画と脱炭素に向けた設備投資予想



出所：各社の開示資料より CGRA 作成

## ・新型コロナウイルス感染症の影響に関して

### 顧客への影響：半導体分野では需要が急増

**産業機器関連事業**：コロナによる直接的な影響は少なく、むしろ 2050 年のカーボンニュートラルに向けた水素やアンモニアへの燃料変更に伴う設備投資拡大や生産設備更新の議論が活発化している。

**電子機器関連事業**：旺盛な最終需要が顕在化する中、東南アジア地域におけるロックダウンの長期化に端を発した各種部品・材料不足を背景に、実際の最終需要を 20~30%程度上回る発注が見られている。最終需要が旺盛であるため、キャンセルや仮需が消滅する話は聞かれませんが、資本市場では DRAM などの半導体価格の低下リスクが議論され始めている。

各社ともにコロナ影響は限定的であり、業績の回復局面が到来している

### サプライチェーン面への影響：特段見られていない

**産業機器関連事業**：ステンレスなどの特殊鋼材を外部調達しているが、ここきて価格上昇圧力が強まってきた印象。

**電子機器関連事業**：PTFE などのふっ素樹脂をダイキン工業や三井ケマーズなどから調達している。ふっ素樹脂の原材料である蛍石は価格上昇が見られており、値上げ圧力が強まっている印象。

### 競合の業績動向：各社の業績は回復基調を強めている

**ニチアス**：ニチアスの業績は、コロナ影響から完全に脱却、22/3 期 Q1（21 年 4-6 月）は、売上高が前年比 21%増の 523 億円、営業利益は同 74%増（営業利益率 12.6%）を確保した。5 つのセグメントのうち建材を除く 4 セグメントで好調を維持している。特に半導体と電子部品に加え、石油精製や石油化学プラント、電力向けも堅調に推移している模様。上期業績も会社計画を上回り、22/3 期予想売上高は前期比 7%増の 2,100 億円、営業利益は同 27%増の 250 億円（営業利益率 11.9%。前回予想 205 億円）へ上方修正された。プラント向け工事販売以外のセグメントで増収増益を計画している。23/3 期には次期中計が発表される見通し。

同社およびニチアス、バルカーは 22/3 期業績予想を上方修正したが、イーグル工業は下方修正

**バルカー**：バルカーの業績も順調に回復、22/3 期 Q1 は売上高が同 11%増の 122 億円、営業利益は同 32%増の 12 億円（営業利益率 9.5%）に回復。半導体向けを中心とする先端産業向け売上高が同 18%増、産業機械向けを中心とする機器市場向けが同 18%増、プラント市場向けが 3%減。海外売上高も同 15%増。特にアジアが同 18%増と伸長した。上期業績も順調に推移、22/3 期通期予想売上高は同 16%増の 518 億円、営業利益は同 58%増の 55 億円（営業利益率 10.6%。前回予想 40 億円）、予想 ROE も 10.1%へ上方修正された。半導体製造装置向けを中心とする先端産業市場を牽引役に、機器市場、プラント市場も着実な回復を示している。

**イーグル工業**：自動車および建機、半導体向け需要の回復を牽引役に、22/3 期 Q1 売上高は同 41%増の 360 億円、営業利益は 25 億円（同 7.0%）の黒字転換を果たした。セグメント別では、自動車・建設機械業界向け事業の売上高が同 72%増、一般産業機械向け売上高が同 7%増、半導体業界向け事業が同 40%増、舶用業界向け事業が同 1%減、航空宇宙業界向け事業は同 5%減であった。しかし、イーグル工業は売上高の 6 割を自動車・建設機械向けが占めており、自動車業界の減産および材料費の高騰を背景に、22/3 期予想売上高を同 7%増の 1,390 億円、営業利益も横ばいの 59 億円（営業利益率 4.2%。前回予想 81 億円）へ下方修正された。

**Entegris**：21/12 期 Q2（21 年 4-6 月）業績は、売上高が同 27%増の 5 億 71 百万ドル、営業利益は同 47%増の 1 億 39 百万ドル、営業利益率は 24.3%であった。Q3（7-9 月）業績は売上高が同 21%増の 5 億 79 百万ドル、営業利益は同 31%増の 1 億 39 百万ドル、営業利益率は 24.1%を確保した。ガイダンスを上回る好決算が続いているが、部品不足やサプライチェーンの混乱が業績拡大の足かせになりつつある。

## (5) 財務および非財務分析

### ・財務分析

#### 潤沢な配当原資を有するネット・キャッシュ企業

21/3 期末の連結自己資本比率は 83.3%、利益成長が続く中、増配および自己株取得を行いつつも、4 年前に比べて約 9 ポイント上昇している。配当原資となる単体ベースの利益剰余金（21/3 期末）は 300 億円に達しており、22/3 期予想 1 株配当金 90 円（配当性向 30.4%、配当総額約 21 億円）に対して潤沢な配当原資を有していると言える。

潤沢な配当原資を確保している

21/3 期末における有形固定資産回転率（売上高÷過去 2 年平均有形固定資産）は、17/3 期の 1.85 回から 1.42 回へ低下しているが、17/3 期以降に三田工場のリニューアル工事や九州工場の増強などの設備投資を積極化させたことが主因と考えられる。実際、有形固定資産は 15/3 期の 115 億円から 21/3 期は 207 億円へほぼ倍増している。競合であるイーグル工業の 21/3 期における有形固定資産回転率は 2.1 回、バルカーは 2.8 回、ニチアスは 3.3 回であり、同社の設備効率が低いように見える。しかし、他社を凌ぐ従業員 1 人当たり売上高（p9 の人的資本参照）の裏返しでもあり、自働化・省力化の設備導入が進み、高い労働装備率を誇っていると高評価できよう。

設備投資を積極化させた結果、設備効率が低いように見える

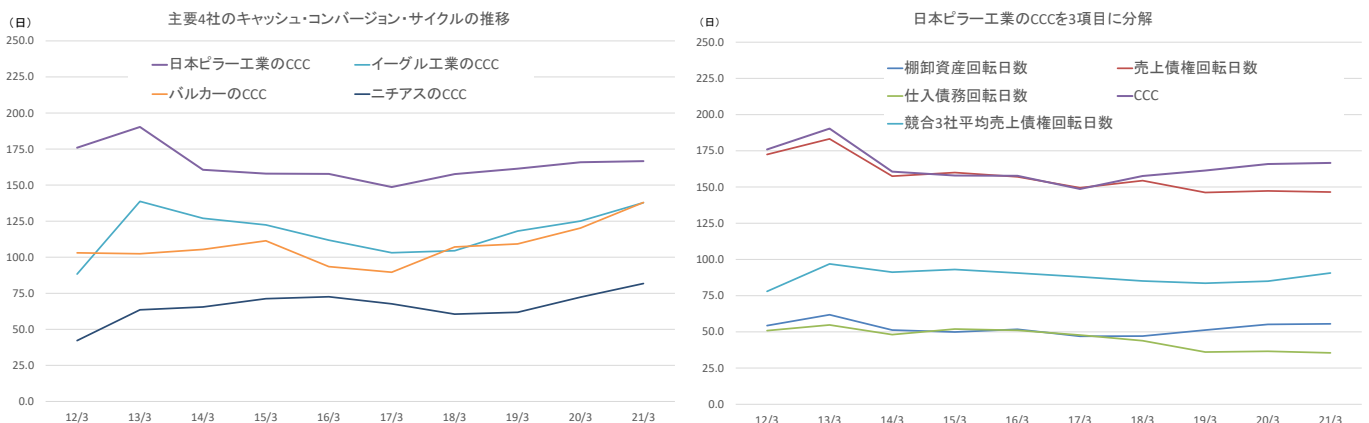
#### 売上債権の流動化が他社比での CCC の差につながっている

21/3 期末の運転資金動向をみると、CCC（キャッシュ・コンバージョン・サイクル：棚卸資産回転日数 + 売上債権回転日数 - 仕入債務回転日数）は 167 日である。イーグル工業の CCC は 138 日、バルカーも 138 日、ニチアスは 82 日である。内訳を見ると、棚卸資産回転日数と仕入債務回転日数は各社ともに同水準であるが、同社の場合、売上債権回転日数が 147 日と長く、イーグル工業の 86 日、バルカーの 113 日、ニチアスの 73 日に対して大きく劣後している。

競合他社に比べて CCC が劣後しているように見えるが債権の流動化の有無が主因

売上債権回転日数の差異に関しては、他社は債権の流動化（オフバランス化）を行っていると思われるものの、同社は流動化を行っていないことが主因と考えられる。仮に債権の流動化を行った場合、50 億円程度の売上債権の圧縮が可能であり、CCC は 106 日程度へ低下すると試算される。同社はほぼ無借金であり、21/3 期末のネット・キャッシュは 117 億円（短期借入金 2 億 54 百万円、現金及び預金 119 億円）であるが、流動化を行った場合、ネット・キャッシュは約 170 億円程度へ増加することになる。

図表 25：売上債権の流動化の有無が CCC の差を生んでいる



出所：有価証券報告書などから CGRA 作成

### 高水準の設備投資を実施しつつ、安定的な FCF を確保している

21/3 期の営業キャッシュ・フローは 57 億円、過去 5 年累計 217 億円（平均 43 億円）の営業キャッシュ・フローを確保している。過去 5 年累計 151 億円の設備投資を実施しつつも、21/3 期のフリー・キャッシュ・フローは約 20 億円となり、過去 5 年累計で 56 億円の FCF を稼ぎ出している。21/3 期は増配に加え、自己株取得（8 億円）を実施、財務キャッシュ・フローは-22 億円に転じ、期末の現金及び現金同等物残高は 105 億円となった。現金及び現金同等物は設備投資と株主還元の強化を背景に 17/3 期の 127 億円をピークに低下傾向にあるが、月商 4.2 ヶ月分を確保している。

高水準の設備投資をこなしながら安定的な FCF を確保

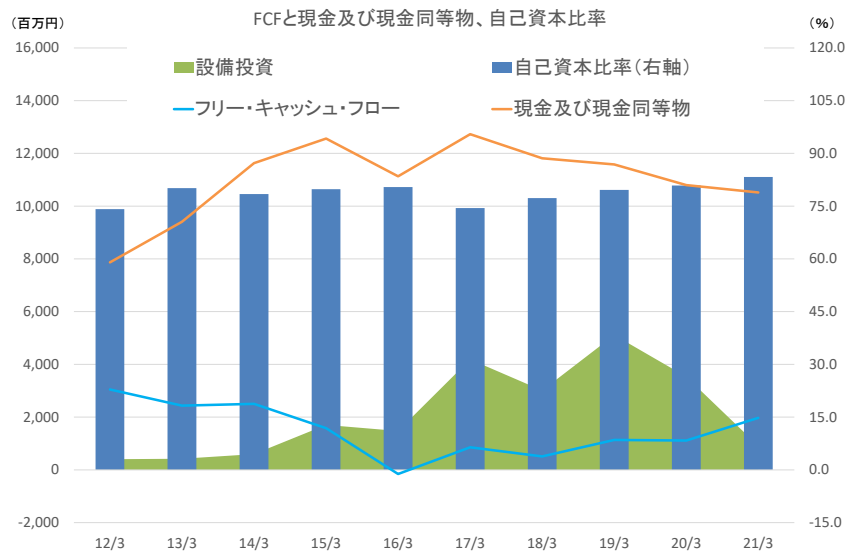
### 同社収益性に対して財務戦略に改善の余地がありそう

同社の過去最高 ROE は 11/3 期に記録した 12.0% である。デュポンモデルに分解すると、売上高当期利益率 13.1%、総資産回転率（売上高÷総資産）0.7 回、財務レバレッジ（総資産÷自己資本）1.4 回であった。しかし、21/3 期の ROE は 7.8%にとどまった。売上高当期利益率 11.4% に対して、総資産回転率が 0.6 回、財務レバレッジが 1.2 回であり、資産効率の低さが響いた。

競合他社比で ROE が見劣りする理由は資産効率の低さが原因

競合であるバルカーの 21/3 期 ROE は 9.0%、ニチアスは 8.2%、イーグル工業は 5.0% であった。ただし、バルカーの場合、当期利益率は 6.9%にとどまるが、総資産回転率が 0.9 回、財務レバレッジが 1.5 回。ニチアスは、当期利益率が 5.5%に過ぎないが、総資産回転率が 0.9 回、財務レバレッジが 1.6 回と高く、収益性では見劣りするが、レバレッジを掛けることで同社を上回る ROE を実現させている。同社 ROE の改善には株主還元拡大などを含む資本政策の強化が有効と CGRA は考える。

図表 26：安定的かつ強固なバランスシートを維持



図表 27：財務戦略が ROE の改善に有効と考えられる

デュポンモデル	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3
売上高当期利益率：%	10.1	8.4	8.9	9.2	10.4	11.8	11.6	12.0	9.0	11.4
総資産回転率（売上高÷総資産）：回	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
財務レバレッジ（総資産÷自己資本）：回	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
ROE：%	8.5	5.7	6.3	6.2	7.2	9.1	8.9	9.1	6.2	7.8
NOPAT：百万円	2,255	1,506	1,788	2,158	2,349	3,831	3,645	3,471	2,743	3,532
投下資本：百万円	28,857	29,382	30,749	32,017	33,284	36,928	39,266	41,669	42,484	43,756
ROIC：%	7.8	5.1	5.8	6.7	7.1	10.4	9.3	8.3	6.5	8.1

出所：会社資料より CGRA 作成

## ・非財務分析

### 非財務情報の開示が本業を左右する時代が到来しよう

かつてアクティブ・ファンドが全盛期の頃は、P/Lを中心とした財務データの開示が資本市場で求められていた。しかし、現在は ESG 関連を中心としたパッシブ・ファンドが世界的に急速な拡大を続けている。2050 年における脱炭素をキーワードに、ESG および SDGs などの非財務データの開示を強化することで、事業の持続可能性を高め、企業価値の向上と同時に社会的価値の向上が求められている。

また、カーボンニュートラルの実現に向けて、Scope1、2のみならず 3 の開示が求められるうえ、TCFD 提言、自然資本などに関する開示と対策も義務化が進むであろう。グローバルベースでの人権、多様性、社会的意義、社外取締役の実効性などを含む社会やガバナンスも企業の継続性向上に必要である。

既に、消費財などの BtoC の産業では ESG/SDGs の議論と対策が積極的に行われている。消費者の ESG 志向がグローバルベースで急速に進んでいることが背景にあり、非買運動へ発展するリスクがあるためだ。この動きはタイムラグを伴って、製造業にも波及するであろう。実際、欧州自動車メーカーを中心に、各種非財務データの開示を求める機運が強まり始めている。この動きはグローバルベースで広がり、非財務データの開示およびサプライチェーンのサステナビリティ認証である EcoVadis などの評価なしでは、いくら性能が良く、価格が安くても、顧客を失うリスクが生じる時代が到来しそうだ。今後は企業の継続性を説明可能な非財務データの開示が株価のみならず本業および資金調達面にも影響を及ぼすと CGRA は考える。

### 非財務情報武装は海外競合が先行

上記のような環境認識の中、同社の国内外競合ならびに顧客の非財務戦略を検証してみた。

John crane は TCFD 提言に賛同し、2040 年までに GHG ネットゼロ (Scope1,2) を目標とし、2050 年までには Scope3 もネットゼロを目指す方針である。SBTi (Science Based Targets initiative) および国連のゼロキャンペーンにも賛同している。社内の ESG 目標の進捗と長期のインセンティブ報酬を紐づけているうえ、サステナビリティ委員会を設置、100%再生エネルギーの使用や電動自動車の採用などを進めている。外部評価においては、2019 年データが CDP の B 評価、2020 年 6 月に FTSE4Good Index に採用、2021 年 2 月には MSCI の AA スコアを獲得している。2021 年 3 月には SUSTAINALYTICS の Medium Risk 評価、2021 年 9 月の ISS 評価ではガバナンスが 3、環境が 3、社会が 2 の評価を得ている。

Flowserve においては、2030 年までに Scope1、2 の炭素排出量を 40%削減すると同時に女性の役員登用や役員レベルでの ESG 認識の徹底、SASB 基準での非財務データ開示や TCFD 提言への賛同を表明している (137 ページの ESG report を発行)。

Entegris は 2030 年に向けて CSR のゴールを設定している。2030 年までに全ての電力を再生エネルギーに変更、水資源の使用量削減などと進めると同時に、多様性や機会均等、安全性などを高め、革新的な技術の提供を通じた企業価値向上を図る方針である。

今後は戦略的な IR が求められる時代が到来しよう

海外競合は TCFD 提言への賛同をはじめ、非財務データの開示に積極的



### 同社とニチアスが S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数に採用されている

国内競合においては、イーグル工業が鶴代表取締役社長を委員長としたサステナビリティ委員会を設置しているうえ、イーグル工業とニチアスが 2050 年のカーボンニュートラルを宣言している。各社ともに Scope1, 2 の開示を行っているが、唯一、バルカーが 2014 年度からサプライチェーン全体の Scope3 ベースの温室効果ガスの排出量を算出しているうえ、TCFD 提言へ賛同している。

唯一、国内競合ではバルカーが TCFD 提言に賛同している

社会 (S) に関しては、各社ともに差はないが、イーグル工業が KPI の開示を行っており、若干先行している印象である。

ガバナンス (G) に関しては、唯一、ニチアスは社外取締役の割合が取締役の 3 割を超えていない。イーグル工業は社外取締役の平均在任期間が約 6 年、バルカーにおいては平均兼任企業数が約 4 社 (日本ピラー工業も 3 社) と多い。

ESG 外部評価では、ニチアスと同社が S & P/JPX カーボン・エフィシエント指数に採用されている。

図表 28 : 国内競合における主な ESG 項目の開示内容

	主な開示項目	日本ピラー工業	ニチアス	イーグル工業	バルカー
環境(E)	TCFD提言への賛同	×	×	×	○
	Scope1+2の開示	○(9,579t-CO2)	○(15.5万t-CO2)	○	○(22,319t-CO2)
	Scope3の開示	×	×	×	○
	リサイクル率	74.6%	65.0%	88.2%	開示なし
	ISO14001認証	○	○	○	○
	PRTR法届出対象物質データ開示	○(5品目)	○(5品目)	○(4品目)	開示なし
	環境保全コストの開示	○	○	×	×
	環境改善貢献製品売上高の開示	×	○	△	×
	カーボンニュートラル目標	×	2050年にゼロ 30年度に30%削減	2050年にゼロ	×
社会(S)	女性社員比率(単体)	19%	開示なし	KPIあり	開示なし
	女性管理職	開示なし	開示なし	KPIあり	11.8%(KPIあり)
	有給休暇取得率	60.3%	63.9%	75.0%	開示なし
	育児休業取得率	100%	開示なし	男女別取得者数開示	開示なし
	男性育児休業取得率	13.6%	開示なし	1名	開示なし
	平均勤続年数	15.3年	14.6年	15.4年	18.0年
	障害者採用	開示なし	2.3%	2.8%	2.5%
ガバナンス(G)	監督と執行の分離	監査等委員会設置会社	監査役設置会社	監査役設置会社	監査役設置会社
	取締役(社外取締役)	取締役9名(うち社外4名)	取締役11名(うち社外3名)	取締役6名(うち社外2名)	取締役7名(うち社外3名)
	諮問委員会	指名及び報酬諮問委員会	指名及び報酬諮問委員会	指名及び報酬諮問委員会	-
	独立役員の人数	4名(監査等委員含む)	6名(監査役3名含む)	5名(うち監査役3名)	5名(監査役2名含む)
	社外取締役の平均在籍年数:年	1.7	4.7	5.9	3.1
	社外取締役の平均兼任企業数:社	3	2.3	2.5	3.7
社外評価	役員スキルマトリクス	○	×	×	×
		S&P/JPXcarbonEfficient指数 ESG/SDGs評価融資(三井住友)	S&P/JPXcarbonEfficient指数 -	- -	- -

出所：各社の開示資料などから CGRA 作成

## ・コーポレートガバナンス体制

### 資本市場および顧客動向を意識した開示が必要と CGRA は考える

同社は 2020 年に従来の CSR 報告書から統合報告書へ変更した。2017 年の CSR 報告書で初めて ESG の言葉を使い始め、SDGs に関しては 2019 年の CSR 報告書から使われ始めた。機械セクターにおいて ESG/SDGs 経営で先行するナブテスコは 2015 年から ESG 経営を導入、荏原でも 2018 年辺りから始めており、同社は国内競合他社に先駆けて ESG 経営を強化・遂行している。

今後は TCFD 提言への賛同、Scope3 の算出量把握などが求められよう

統合報告書 2021 は 46 ページ（2020 年は 38 ページ、2019 年 CSR 報告書は 30 ページ）を確保、セグメント別の戦略、バリューチェーン別のサステナビリティ戦略、役員のスキルマトリクスなどが新たに追加された。ただし、セグメント別の戦略部分では SWOT 分析を踏まえた説明が欠けているうえ、リスクと事業機会の分析、更には気候変動リスクに対する対応策などが不足している印象。岩波社長と駒村社外取締役との対談は興味深い。改訂コーポレートガバナンスコードを意識した方針や社外取締役の監督能力などが外部からも読み取れる内容が求められよう。なお、同社はカーボンニュートラルの時期と施策の開示ならびに TCFD 提言への賛同は行っていない。同社産業機器関連事業は、装置産業を顧客としており、Scope3 レベルでの排出量の把握とカーボンニュートラルの達成時期と対策は早急な開示が必要と CGRA は考える。

### 岩波社長を委員長とした ESG/SDGs 推進委員会の深化に期待したい

同社マネジメントのガバナンス体制としては、2017 年に監査等委員会設置会社に移行、執行役員制を導入し、経営の意思決定及び監督機能と業務執行機能を分離すると同時に、任意の指名及び報酬諮問委員会（3 名の取締役で構成され、うち 2 名は社外取締役。委員長は岩波清久会長）を設置している。2021 年 6 月時点における同社取締役は 9 名、うち 4 名（社外比率 44%、女性比率 11%）が社外取締役である。取締役会の議長は岩波清久会長が務め、社外取締役 4 名を招聘、透明性の向上と監督機能の強化を行っている。

非財務データの KPI、役員報酬との紐づけなどが求められよう

加えて、同社は 2021 年 4 月に岩波嘉信社長を委員長とする ESG/SDGs 推進委員会を CSR 委員会の上位組織として設置、ESG 経営を強化する方針である。ただし、同社はマテリアリティの抽出と対策および ESG/SDGs に対する KPI を設定・公表しておらず、今後の開示が待たれよう。役員報酬に関しては、固定給ウエイトが 50-60%、残りは短期と中長期の業績連動型であり、売上高や ROE、生産性向上、海外売上比率や新製品売上比率などに応じた内容となっている。ESG/SDGs 経営を加速させるためには KPI の設定に加え、ESG 経営の対 KPI 進捗が役員報酬にもリンクする仕組みづくりが必要と CGRA は考える。

図表 29：同社とイーグル工業は代表取締役社長が ESG 経営を先導

	日本ビラー工業	ニチアス	イーグル工業	バルカー
統合報告書の発行	○	CSRレポート	○	サステナビリティレポート
中計の開示	○	○	○	○
ESG/SDGs委員会の設置	ESG/SDGs推進委員会	NKK活動	サステナビリティ委員会	CSR推進委員会
委員会の委員長	代表取締役社長が委員長	-	代表取締役社長が委員長	専務取締役が委員長
各種ESG項目のKPI開示	開示なし	開示なし	開示なし	開示なし

出所：各社の開示資料より CGRA 作成

### 政策保有株の圧縮も着実に実施している

同社のみならず、国内競合は比較的多くの政策保有株を有している。同社は 21/3 期末における投資有価証券は株主資本の 11%、イーグル工業は 13%、ニチアスは 11%、バルカーは 9%を占めている。同社は 19/3 期辺りから政策保有株の圧縮に動いており、20/3 期は 5 銘柄、21/3 期も 1 銘柄の売却を行ったが、依然として投資有価証券が株主資本の 10%を上回る。現在保有する 26 銘柄のうち、株式持ち合いを行っている企業数は 13 社。残り 13 社（保有有価証の簿価の 27%）は同社株を有していない。今後は経済合理性を検証し、資本コストを上回るリターンが得られない銘柄は売却を検討する方針である。

政策保有株も着実に圧縮へ

### 統合報告書 2021 で役員のスキルマトリクスを初めて開示

鈴木吉宣氏は、2019 年 6 月に同社社外取締役役に就任。オムロン株式会社代表取締役副社長 CFO を歴任、現在は同志社大学大学院ビジネス研究科客員教授、センクス株式会社社外取締役を兼任している。

社外取締役のスキルマトリクスを初めて開示。ただし、兼任企業数が多すぎる印象

駒村純一氏は、2020 年 6 月に同社社外取締役役に就任。三菱商事のイタリア事業投資先 Miteni 社社長や森下仁丹株式会社の代表取締役社長を歴任。現在はアンジェス株式会社社外取締役と東海物産株式会社の社外取締役を兼任している。

高谷和光氏は 2019 年 6 月に同社社外取締役役に就任。1989 年に公認会計士、1992 年に税理士登録し、現在はネクサス監査法人代表社員、株式会社ヒラノテクシード社外取締役（監査等委員）を兼任している。

小林京子氏は 2021 年 6 月に同社社外取締役役に就任。1999 年 4 月に弁護士登録、現在は川上塗料株式会社社外監査役、弁護士法人色川法人事務所パートナー、三菱ロジスネクスト株式会社社外取締役を兼任している。

今回、初めて「同社統合報告書 2021」の 27 ページに役員のスキルマトリクスが開示された。しかし、一般的なスキルが中心であり、今後の注目ポイントである「新事業の創出」、「脱炭素関連ビジネス」、「グローバル展開」、「アフターサービス事業の強化」、「ESG/SDGs 経営の推進」を監督・遂行できる人選も必要と CGRA は考える。また、同社社外取締役は平均 3 社を兼任しており、兼任企業数が相対的に多い印象である。

図表 30 : 役員のスキルマトリクス

氏名	企業経営	生産・技術・開発	営業・販売	海外ビジネス	財務・会計	法務
岩波 清久	●	●	●	●		
岩波 嘉信	●	●	●	●		
星川 郁生	●	●		●		
宿南 克彦	●				●	
鈴木 吉宣	●	●	●	●	●	
駒村 純一	●	●	●	●		
丸岡 和広					●	
高谷 和光					●	
小林 京子						●

出所：同社統合報告書 2021

## (6) 株主還元と過去の業績予想達成度合い

### ・株主還元

#### 過去 2 年の総還元性向は公約配当性向を大きく上回って推移

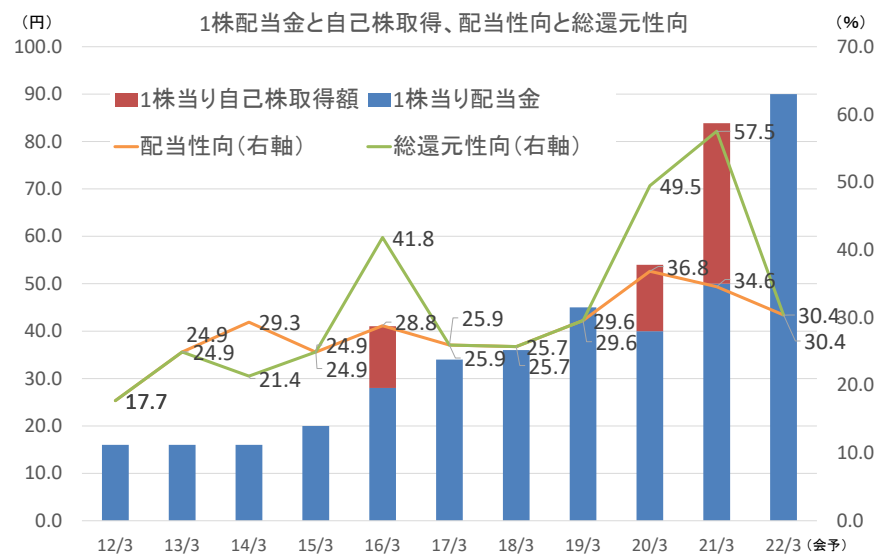
同社は 23/3 期を最終年度とした 3 ヶ年中期経営計画「BTvision22」の中で公約配当性向を 30%以上としている。しかし、中計初年度の 21/3 期は 1 株配当金 50 円（配当性向 34.6%）に加えて、自社株取得（約 8 億円、約 53 万株）を実施、総還元性向は 57.5%に達した。22/3 期予想配当金は 1Q 決算時に 60 円→70 円、2Q 決算時に 70 円→90 円（配当性向 30.4%）へ増配されたが、好調な業績と目標 ROE 8%以上をクリアするうえでも、継続的な株主還元の強化が期待される。

積極的かつ継続的な株主還元を期待したい

同社は 2024 年に創業 100 周年を迎える。次期中期では株主還元の強化を含む財務・資本政策も期待されよう。なお、図表に国内競合比較での株価バリュエーションおよび配当利回りを掲載しているが、同社の配当利回りは、株価の上昇もあり、競合 4 社比較において若干見劣りする。

ちなみに 20/3 期配当は前年比 5 円減の 40 円となったが、19/3 期において同社初の売上高 300 億円の達成を記念した 5 円配当の消滅が理由である。

図表 31：同社は株主還元を積極化している



図表 32：同社配当利回りは株価上昇もあり、競合に比べて若干見劣りする

	日本ピラー工業	イーグル工業	ニチアス	バルカー	荏原	SCREEN ホールディングス
株価(11月16日):円	3,005	1,075	2,680	2,460	6,040	11,630
予想PER:倍	10.1	10.8	9.9	11.7	15.5	15.0
PBR:倍	1.6	0.6	1.3	1.2	1.9	2.6
ROE:%	7.8	5.0	8.2	9.0	8.4	7.9
予想配当利回り:%	3.0	4.7	3.1	4.3	2.2	2.0

予想PERと予想配当利回りは22/3あるいは21/12期会社予想ベース。BPSは21/3期末あるいは20/12期末ベース  
ROEは21/3期あるいは20/12期ベース。荏原のみ12月決算

出所：有価証券報告書などから CGRA 作成



## ・過去における業績予想の達成度合い

### 業績予想は半導体設備投資に左右される傾向が強い

中期経営計画に関しては、前3ヶ年中計「BTvision19」は、2年目の19/3期に数値目標を上方修正したものの、半導体設備投資の急減速が響き、最終年度である20/3期業績は中計目標値を下回って着地した。現3ヶ年中計「BTvision22」も中計2年目となる22/3期期初時点（2021年5月21日）において最終年度である23/3期業績目標値を増額修正しており、2年目である22/3期業績予想は最終年度である23/3期中計目標値を上回る計画値が提示されている。

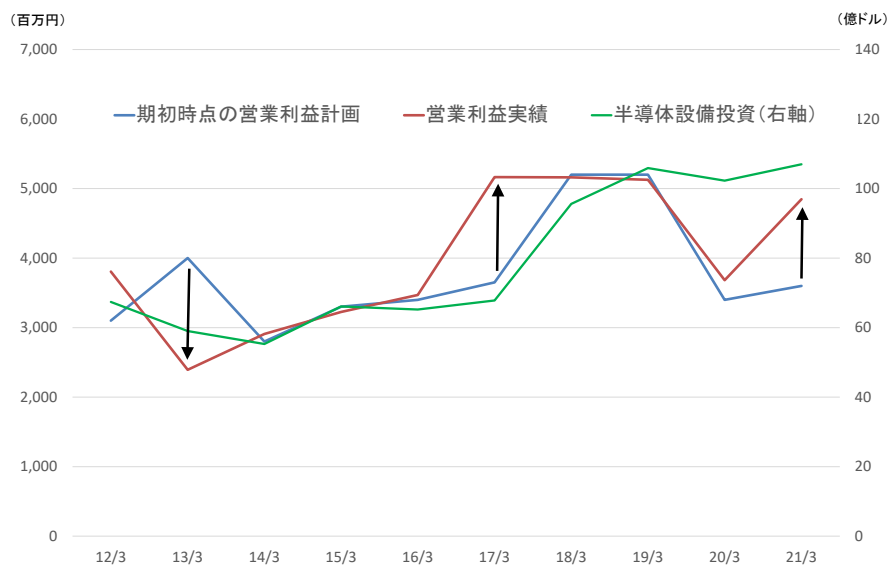
過去10年（12/3～21/3）の同社期初時点の業績予想を振り返ると、4回上方修正し、4回下方修正している。13/3-15/3期の3期間は、2Q決算発表時において、通期予想が下方修正されたものの、14/3期と15/3期は費用削減が奏功、期初予想並で着地した。17/3期は2Qおよび3Q決算時に2度上方修正したものの、18/3期は2Q決算前に下方修正された。

20/3期は2Q決算発表時に上方修正され、21/3期は1Qと3Q決算発表時に通期予想が上方修正された。現在進行中の22/3期においては1Q決算時に続いて2Q決算発表時に通期業績予想が上方修正された。

図表が示す通り、傾向としては、ボラティリティが高い半導体設備投資が弱含む際は、通期予想が下方修正されるものの、コスト削減と売上高の約半分がアフターマーケットである産業機器関連事業が下支えし、最終的な着地点は期初予想に近い内容に落ち着く傾向が見られる。逆に半導体設備投資が強含む際は、期初予想が上方修正される傾向が強い。

業績予想は半導体設備投資の振れ幅に左右されるが、期中の費用削減で期初予想並みを確保する傾向がある

図表 33：期初予想営業利益と営業利益実績の差異



出所：会社資料などから CGRA 作成

## (7) 株価推移と株価バリュエーション

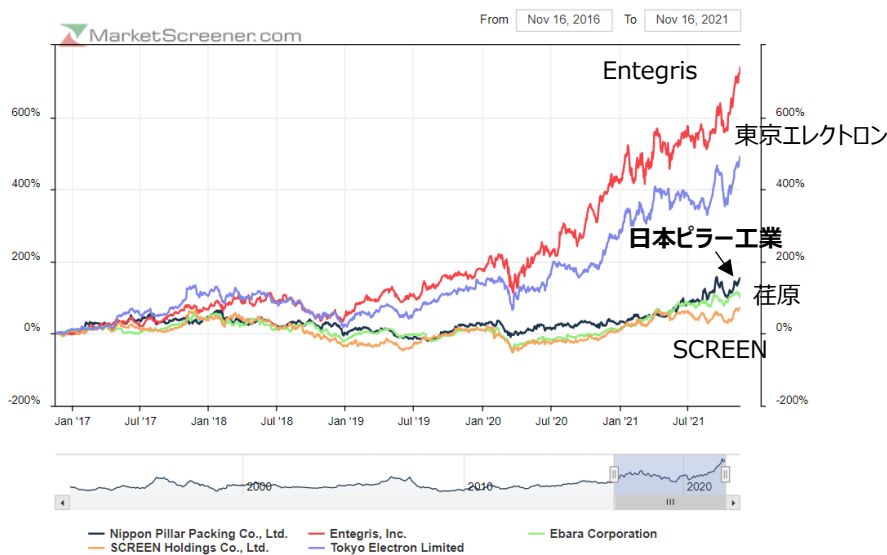
### ・競合および顧客の株価動向

#### 半導体関連銘柄は株価に二極化の動きが見られる

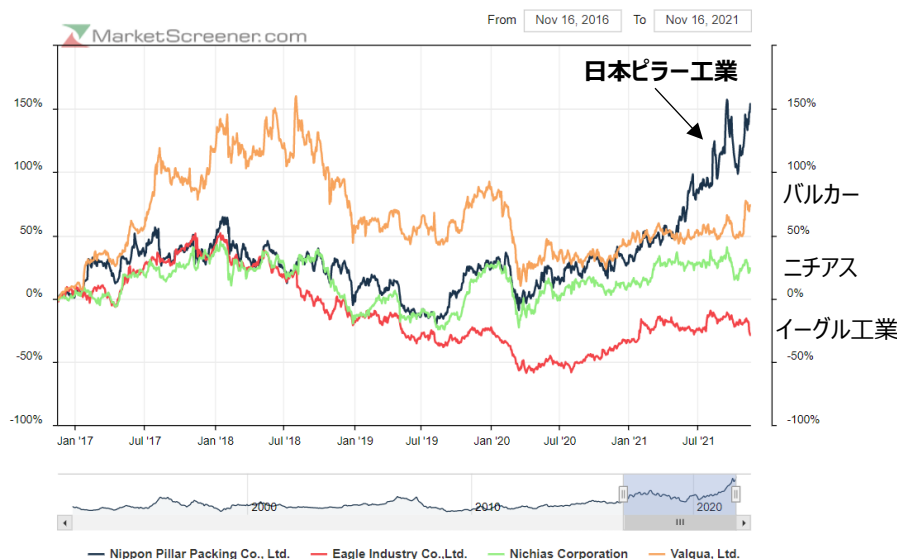
半導体製造装置関連銘柄の株価は、各社ともに上昇傾向にあるものの、パフォーマンスに二極化の動きが見られる。微細化、多層化などの質的変化を伴う半導体設備投資関連銘柄である東京エレクトロンやレーザーテックおよび同社の競合である米 Entegris の株価は大きくアウトパフォームする一方、量的な設備投資に依存する SCREEN ホールディングス（＝洗浄装置が主力製品）の株価は相対的にアンダーパフォームする傾向にある。つまり、同社も液体の漏れを封止する部品としての継手の供給に留まらず、薬液・砥粒の供給、フィルターなどによる流体の品質管理やコンタミの除去などの質的な設備投資向けに製品供給が可能ならば、更なる株価パフォーマンスも期待出来よう。

半導体製造装置銘柄内でも株価の二極化が見られる

図表 34：半導体関連企業の株価推移



図表 35：産業機器関連事業における競合企業の株価動向



出所：Marketscreener などから CGRA 作成

## ・株価バリュエーション

### ESG 経営深化に伴う持続可能性の高まりがバリュエーションにも反映されよう

過去 10 年の同社株価バリュエーションを見ると、PBR が 1 倍を確保した決算期は 17/3 期、18/3 期、21/3 期の 3 期のみであり、残りの 7 期は 0.7 倍程度で推移していることが分かる。PBR = ROE × PER の図式からいえることは、好調な業績を背景に ROE が 9% 程度に上昇した時に PBR が 1 倍に回帰する傾向が見られた。同社の過去 10 年平均営業利益率は 15.6% と高い収益性を誇っているが、当期利益の持続可能性が資本市場で認知されていないと推測されるため、PER が低位にとどまっていると推測される。過去 10 年平均自己資本比率は 78.8% と強いバランスシートを誇っているがゆえに ROE も低く、PBR が 0.7 倍～1.0 倍のレンジで推移していると CGRA は考えている。

同社と顧客および事業構成が似ている荏原の 20/12 期営業利益率は 7.2%、自己資本比率は 47.7% であるが、ROE は 8.4% と営業利益率を上回っているうえ、ESG 経営の強化で利益成長および企業の持続可能性を高め、PER の上昇が見られている。また、同社海外競合であり、半導体設備投資の質的変化の恩恵を享受可能な Entegris は、営業利益率が 24.7% と高いうえ、ROE も 23.2% を確保している。半導体の微細化などの質的変化の恩恵を享受可能であるためにサステナビリティ（＝利益成長の持続可能性）が向上、PER は 45 倍へ上昇、高い ROE を通じて、PBR は 10 倍に達している。

同社においても 22/3 期予想営業利益率は 26% と Entegris の収益性を凌駕している。Entegris のような半導体の微細化・多層化の進展に伴う質的投資の恩恵を享受可能な事業展開や製品投入に期待したいが、まずは資本政策による ROE の改善と ESG 経営の強化による利益成長の持続可能性（＝企業のサステナビリティ）の向上による PER の上昇を通じた、PBR の改善に期待したい。

ESG 経営の強化による利益成長の持続可能性を高めると同時に資本政策を通じた ROE の改善に期待

図表 36 : PBR = ROE × PER の図式から見たバリュエーション推移

	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3会予
株価:円	718	778	801	1,001	979	1,501	1,582	1,277	1,258	1,864	3,005
PBR:倍	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7	1.0	1.0	0.7	0.7	1.0	-
ROE:%	8.5	5.7	6.3	6.2	7.2	9.1	8.9	9.1	6.2	7.8	-
PER:倍	8.0	12.1	14.7	12.5	10.1	11.5	11.3	8.4	11.6	12.9	10.1
営業利益率:%	17.2	12.7	14.0	14.9	15.1	19.0	17.5	16.6	12.6	16.0	26.3
自己資本比率:%	74.2	80.1	78.5	79.8	80.4	74.5	77.3	79.6	80.9	83.3	-
配当利回り:%	2.2	2.1	2.0	2.0	2.9	2.3	2.3	3.5	3.2	2.7	3.0

出所：各種資料から CGRA 作成

## (8) 連結損益計算書と貸借対照表およびキャッシュ・フロー計算書

・図表 37 : 連結損益計算書

(百万円、%)	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3会予 <sup>1</sup>
<b>売上高</b>	<b>22,086</b>	<b>18,831</b>	<b>20,720</b>	<b>21,675</b>	<b>22,960</b>	<b>27,225</b>	<b>29,461</b>	<b>30,963</b>	<b>29,213</b>	<b>30,200</b>	<b>38,000</b>
増収率	-0.8	-14.7	10.0	4.6	5.9	18.6	8.2	5.1	-5.7	3.4	25.8
売上原価	14,388	12,692	13,955	14,457	15,287	17,125	18,788	20,214	19,921	19,641	-
原価率	65.1	67.4	67.4	66.7	66.6	62.9	63.8	65.3	68.2	65.0	-
販売費及び一般管理費	3,891	3,745	3,856	3,991	4,204	4,933	5,511	5,622	5,608	5,711	-
販管費率	17.6	19.9	18.6	18.4	18.3	18.1	18.7	18.2	19.2	18.9	-
<b>営業利益</b>	<b>3,806</b>	<b>2,393</b>	<b>2,908</b>	<b>3,226</b>	<b>3,469</b>	<b>5,166</b>	<b>5,161</b>	<b>5,126</b>	<b>3,683</b>	<b>4,847</b>	<b>10,000</b>
増益率	-3.3	-37.1	21.5	10.9	7.5	48.9	-0.1	-0.7	-28.2	31.6	106.3
営業利益率	17.2	12.7	14.0	14.9	15.1	19.0	17.5	16.6	12.6	16.0	26.3
営業外収支	14	129	122	221	25	90	-5	102	41	247	0
営業外収益	98	169	152	237	116	111	111	126	120	287	-
営業外費用	84	40	30	16	91	21	116	24	79	40	-
金融収支	11	19	40	57	71	63	71	77	73	73	-
受取利息	4	7	6	9	6	6	6	4	4	10	-
受取配当金	44	38	50	60	72	64	70	78	73	66	-
支払利息	37	26	16	12	7	7	5	5	4	3	-
<b>経常利益</b>	<b>3,820</b>	<b>2,522</b>	<b>3,031</b>	<b>3,447</b>	<b>3,493</b>	<b>5,255</b>	<b>5,156</b>	<b>5,227</b>	<b>3,725</b>	<b>5,094</b>	<b>10,000</b>
増益率	-1.3	-34.0	20.2	13.7	1.3	50.4	-1.9	1.4	-28.7	36.8	96.3
経常利益率	17.3	13.4	14.6	15.9	15.2	19.3	17.5	16.9	12.8	16.9	26.3
特別損益	13	0	0	-323	102	-646	-142	229	-72	-257	-
特別利益	13	0	0	14	207	30	0	602	27	58	-
特別損失	0	0	0	337	105	676	142	373	99	315	-
税引前利益	3,833	2,522	3,031	3,124	3,595	4,609	5,014	5,456	3,653	4,837	-
法人税、住民税及び事業税	1,599	932	1,176	1,137	1,198	1,405	1,592	1,737	1,017	1,391	-
税率	41.7	37.0	38.8	36.4	33.3	30.5	31.8	31.8	27.8	28.8	-
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	<b>2,233</b>	<b>1,589</b>	<b>1,854</b>	<b>1,986</b>	<b>2,397</b>	<b>3,204</b>	<b>3,422</b>	<b>3,719</b>	<b>2,635</b>	<b>3,445</b>	<b>7,000</b>
増益率	-23.2	-28.8	16.7	7.1	20.7	33.7	6.8	8.7	-29.1	30.7	103.2
当期利益率	10.1	8.4	8.9	9.2	10.4	11.8	11.6	12.0	9.0	11.4	18.4
連結EPS	90.22	64.23	54.58	80.29	97.23	131.06	139.98	152.13	108.57	144.66	296.14
<b>セグメント売上高</b>											
産業機器関連	11,167	9,970	9,683	9,797	10,352	10,680	10,467	10,757	10,915	9,471	9,700
電子機器関連	10,837	8,802	10,983	11,803	12,525	16,452	18,911	20,123	18,221	20,645	28,200
その他	81	58	53	74	83	91	83	82	77	84	100
連結売上高	22,086	18,831	20,720	21,675	22,960	27,225	29,461	30,963	29,213	30,200	38,000
<b>セグメント利益</b>											
産業機器関連	2,217	1,833	1,434	1,528	1,527	1,828	1,337	1,485	1,403	691	1,200
電子機器関連	1,579	542	1,456	1,677	1,919	3,314	3,818	3,641	2,253	4,130	8,750
その他	33	15	14	14	12	13	29	15	27	26	50
調整額	-23	2	3	5	10	9	-23	-16	0	0	0
連結営業利益	3,806	2,393	2,908	3,226	3,469	5,166	5,161	5,126	3,683	4,847	10,000
<b>セグメント利益率</b>											
産業機器関連	19.9	18.4	14.8	15.6	14.8	17.1	12.8	13.8	12.9	7.3	12.4
電子機器関連	14.6	6.2	13.3	14.2	15.3	20.1	20.2	18.1	12.4	20.0	31.0
その他	40.7	25.9	26.4	18.9	14.5	14.3	34.9	18.3	35.1	31.0	50.0
連結営業利益率	17.2	12.7	14.0	14.9	15.1	19.0	17.5	16.6	12.6	16.0	26.3
<b>地域別売上高</b>											
日本	19,087	16,707	17,565	17,647	19,156	22,416	23,124	23,904	21,427	21,975	-
アジア	2,216	1,458	2,095	2,862	2,565	3,172	4,528	4,345	5,316	5,721	-
その他	782	664	1,059	1,165	1,238	1,637	1,809	2,713	2,470	2,504	-
合計	22,086	18,831	20,720	21,675	22,960	27,225	29,461	30,963	29,213	30,200	-
海外売上高	2,998	2,122	3,154	4,027	3,803	4,809	6,337	7,058	7,786	8,225	-
海外売上高比率	10.0	7.7	10.1	13.2	11.2	11.7	15.4	14.0	18.2	18.9	-

出所：会社資料よりCGRA作成



・図表 38 : 連結貸借対照表とキャッシュ・フロー計算書

(百万円、%)	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3
<b>流動資産</b>	<b>22,334</b>	<b>21,867</b>	<b>24,805</b>	<b>26,124</b>	<b>25,279</b>	<b>29,832</b>	<b>28,821</b>	<b>28,375</b>	<b>27,025</b>	<b>27,994</b>
現金・預金	9,259	10,763	13,093	13,929	12,451	14,060	13,153	12,912	12,196	11,918
受取手形・売掛金	10,428	8,481	9,401	9,602	10,159	12,143	12,785	12,026	11,551	12,701
有価証券	0	94	0	0	0	112	0	0	0	0
棚卸資産	2,173	2,128	1,790	2,162	2,174	2,235	2,612	3,063	2,956	3,024
その他流動資産	474	401	521	431	495	1,282	271	374	322	351
<b>固定資産</b>	<b>14,256</b>	<b>13,863</b>	<b>14,180</b>	<b>15,342</b>	<b>16,884</b>	<b>19,514</b>	<b>22,717</b>	<b>24,597</b>	<b>26,165</b>	<b>26,955</b>
有形固定資産	11,770	11,304	11,254	11,510	13,901	15,493	18,107	20,266	21,971	20,669
無形固定資産	56	78	75	75	94	107	105	173	251	246
投資その他資産	2,430	2,481	2,851	3,757	2,889	3,914	4,505	4,158	3,942	6,038
<b>資産合計</b>	<b>36,590</b>	<b>35,731</b>	<b>38,986</b>	<b>41,466</b>	<b>42,164</b>	<b>49,347</b>	<b>51,933</b>	<b>52,972</b>	<b>53,190</b>	<b>54,949</b>
<b>流動負債</b>	<b>6,790</b>	<b>5,024</b>	<b>6,052</b>	<b>6,213</b>	<b>6,267</b>	<b>9,193</b>	<b>8,960</b>	<b>8,608</b>	<b>8,313</b>	<b>7,133</b>
支払手形・買掛金	3,116	2,534	2,929	3,239	3,185	3,948	3,137	2,985	2,869	3,006
短期借入金・1年以内償還長期借入金	868	776	575	516	352	737	727	639	689	254
その他流動負債	2,806	1,714	2,548	2,458	2,730	4,508	5,096	4,984	4,755	3,873
<b>固定負債</b>	<b>2,665</b>	<b>2,077</b>	<b>2,348</b>	<b>2,154</b>	<b>1,991</b>	<b>3,413</b>	<b>3,137</b>	<b>2,194</b>	<b>1,866</b>	<b>2,038</b>
長期借入金	1,119	543	656	339	187	1,410	882	443	4	0
その他固定負債	1,546	1,534	1,692	1,815	1,804	2,003	2,255	1,751	1,862	2,038
<b>負債合計</b>	<b>9,455</b>	<b>7,101</b>	<b>8,400</b>	<b>8,367</b>	<b>8,259</b>	<b>12,607</b>	<b>12,098</b>	<b>10,802</b>	<b>10,180</b>	<b>9,172</b>
株主資本合計	26,870	28,063	29,518	31,162	32,745	35,166	37,657	40,587	41,791	43,502
その他包括利益	264	566	1,067	1,937	1,159	1,573	2,176	1,581	1,218	2,273
純資産	27,135	28,629	30,585	33,099	33,905	36,740	39,834	42,169	43,010	45,776
<b>負債・純資産合計</b>	<b>36,590</b>	<b>35,731</b>	<b>38,986</b>	<b>41,466</b>	<b>42,164</b>	<b>49,347</b>	<b>51,933</b>	<b>52,972</b>	<b>53,190</b>	<b>54,949</b>

(百万円、%)	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>3,671</b>	<b>2,930</b>	<b>3,429</b>	<b>2,957</b>	<b>3,074</b>	<b>3,220</b>	<b>3,752</b>	<b>5,035</b>	<b>4,064</b>	<b>5,676</b>
税金等調整前当期純利益	3,833	2,522	3,031	3,124	3,595	4,609	5,014	5,456	3,653	4,837
減価償却費	1,170	967	924	954	940	1,022	1,397	1,718	1,822	2,056
売上債権の増減額	11	1,970	-877	-94	-564	-1,989	-635	1,072	455	-1,155
棚卸資産の増減額	-74	69	375	-337	-22	-71	-374	-346	101	-81
仕入債務の増減額	84	-602	354	275	-48	759	-844	-496	-98	147
法人税等の支払額	-1,483	-1,704	-532	-1,365	-968	-1,359	-1,739	-1,923	-1,505	-719
その他	130	-292	154	400	141	249	933	-446	-364	591
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-624</b>	<b>-494</b>	<b>-927</b>	<b>-1,378</b>	<b>-3,230</b>	<b>-2,363</b>	<b>-3,244</b>	<b>-3,902</b>	<b>-2,950</b>	<b>-3,705</b>
投資有価証券の取得	-5	-5	-115	0	-14	-596	-74	-132	-134	-168
投資有価証券の売却	0	0	0	35	353	56	0	0	0	0
有形固定資産の取得	-412	-480	-839	-1,298	-3,549	-1,822	-3,207	-4,107	-2,760	-3,163
有形固定資産の売却	0	0	0	-125	0	0	0	614	18	0
その他	-207	-7	28	10	-20	0	37	-277	-74	-374
<b>フリー・キャッシュ・フロー</b>	<b>3,047</b>	<b>2,436</b>	<b>2,502</b>	<b>1,579</b>	<b>-156</b>	<b>857</b>	<b>508</b>	<b>1,133</b>	<b>1,114</b>	<b>1,971</b>
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-1,168</b>	<b>-1,088</b>	<b>-505</b>	<b>-839</b>	<b>-1,145</b>	<b>813</b>	<b>-1,455</b>	<b>-1,493</b>	<b>-1,862</b>	<b>-2,238</b>
長期債務の調達・返済	-655	-668	-88	-375	-316	1,609	-537	-527	-439	-439
短期債務の調達・返済	0	0	0	0	0	0	0	0	50	0
配当金の支払	-493	-396	-395	-444	-495	-781	-904	-952	-1,093	-958
新株発行・自社株取得	0	0	0	0	-319	0	0	0	-337	-800
その他	-20	-24	-22	-20	-15	-15	-14	-14	-43	-41
現金及び現金同等物に係る換算差額	-56	191	225	190	-127	-72	-11	-41	-35	-13
現金及び現金同等物の増減額	1,820	1,539	2,222	929	-1,429	1,597	-958	-401	-783	-281
現金及び現金同等物期首残高	6,048	7,869	9,409	11,631	12,561	11,132	12,729	11,813	11,582	10,798
<b>現金及び現金同等物期末残高</b>	<b>7,869</b>	<b>9,409</b>	<b>11,631</b>	<b>12,561</b>	<b>11,132</b>	<b>12,729</b>	<b>11,813</b>	<b>11,582</b>	<b>10,798</b>	<b>10,517</b>
総資産回転率(回)	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
有形固定資産回転率(回)	1.8	1.6	1.8	1.9	1.8	1.9	1.8	1.6	1.4	1.4
流動資産回転率(回)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
棚卸資産回転日数(日)	54.3	61.8	51.2	49.9	51.8	47.0	47.1	51.2	55.1	55.6
売上債権回転日数(日)	172.5	183.3	157.5	160.0	157.1	149.5	154.4	146.2	147.3	146.6
仕入債務回転日数(日)	50.9	54.8	48.1	51.9	51.1	47.8	43.9	36.1	36.6	35.5
自己資本比率(%)	74.2	80.1	78.5	79.8	80.4	74.5	76.7	79.6	80.9	83.3
CCC(日)	175.9	190.3	160.6	158.0	157.8	148.7	157.6	161.4	165.9	166.6

出所：会社資料より CGRA 作成

## <担当アナリスト>

### 黒田真路 パートナー、執行役員・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LEMING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部会の委員を歴任

### 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LEMING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では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ツ・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 キャピタルグッツ・リサーチ&アドバイザー

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（2021年実績4社）、（2）中計作成や事業戦略および資本政策、各種IR&SRに関する助言業務、（3）各種IR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・リサーチレポート（実績4社）の作成、（5）M&Aのセカンドオピニオンなど。

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）キャピタルグッツ・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。