



2022年6月21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

プライム市場・機械

2022年6月20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2大テーマに、長期的な成長ポテンシャルは大きい

- ★ 日本ピラー工業（以下、同社）は、半導体製造装置メーカーおよびデバイスメーカー向けにふっ素樹脂を加工した継手やベローズポンプなどを扱う電子機器関連事業とポンプやバルブなどに組み込ま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産業機器関連事業が主力事業である。
- ★ 22/3 期業績は前年比大幅増収増益を確保、営業利益率も 28.0%、ROE も 16.8%に達し、3 期ぶりに過去最高を更新した。23/3 期は部材価格の高騰、調達難が懸念されるものの、過去最高営業利益の連続更新が見込まれる。
- ★ 売上高の 75%を占める電子機器関連事業の主力製品である半導体洗浄装置向け継手は世界シェア 9 割以上を誇る。同事業は、グローバル主要半導体製造装置メーカー並みの高い売上高成長率と同時に、22/3 期営業利益率は 32%に達し、米国競合である Entegris の 24.0%、東京エレクトロンの 29.9%、機械セクターを代表する SMC の 31.3%を凌駕している。
- ★ 一方、産業機器関連事業は、CMP 向けロータリージョイントの増収効果もあるが、売上高の約半分を安定収益が見込まれる補修向け事業（ロータリージョイントを除く）が占めており、22/3 期営業利益率は 15.7%へ回復した。また、電力・エネルギー向けにおいてアンモニア混焼関連の引き合いが増加するなど、「脱炭素」に向けた新たな需要創造の胎動も見られ始めている。
- ★ 2030 年のグローバル半導体市場は 2020 年対比で倍増する見通しであるうえ、経済産業省は「脱炭素」関連の国内投資額が 2030 年に年間 17 兆円に達すると試算している。近年の同社業績は成長ステージが一段上昇しているうえ、次なる成長に向けて電子機器関連事業における福知山第 2 工場の建設が発表された。23 年 10 月には第 1 棟が生産を開始、生産能力は現在の約 360 億円から 650 億円規模へ拡大する見通し。更に 2~4 棟の建設用地を有しており、最終的な生産能力は 1,500 億円規模に達する見通し。「半導体」と「脱炭素」に加え、ESG 経営の深耕を武器に、長期的な成長余地は大きそうだ。
- ★ 2024 年の創業 100 周年に向けて、23 年 5 月には次期 3 ヶ年中計が発表される見通し。新たな株主還元の強化も期待されるうえ、今後は相対的に低位に留まっている同社株価バリュエーションの修正も進むと CGRA は考える。

## （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	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3会予
株価（22年6月17日）	2,717 円	売上高	295	310	292	302	407	440
52週レンジ	2,377~3,850 円	営業利益	52	51	37	48	114	118
時価総額	680 億円	経常利益	52	52	37	51	118	118
発行済株式総数	25,042 千株	親会社当期利益	34	37	26	34	83	83
平均売買代金（20日）	2.8 億円	EPS	140.0	152.1	108.6	144.7	350.5	351.1
会社予想PER	7.7 倍	ROE	8.9	9.1	6.2	7.8	16.8	-
PBR（22/3末）	1.2 倍	1株配当金	36.0	45.0	40.0	50.0	106.0	108.0
予想1株配当金	108.0 円	配当性向	25.7	29.6	36.8	34.6	30.3	30.8
予想配当利回り	4.0 %	FCF	5	11	11	20	104	-
ROIC（21/3）	15.9 %	NetCash	115	118	115	117	209	-

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&アドバイザリーに帰属しており、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關知することはなく、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) 前回レポートからの変化点：p5~6
- (3) 22/3 期決算における注目点：P7~13
- (4) 23/3 期業績予想と中期経営計画：p14~17
- (5) 競合企業比較および成長性・収益性分析：p18~20
- (6) ESG 経営の深耕：p21~22
- (7) 株主還元と株価バリュエーション：p23~24
- (8) 連結貸借対照表、キャッシュ・フロー計算書、損益計算書：p 25~26

## (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①：2030年の半導体市場は2020年対比で倍増へ

2021年11月17日付当社発行レポートでは、2030年のグローバル半導体市場は、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、2020年の約4,000億ドルから1兆ドルへ拡大、過去20年で倍増したものが、今後10年間で市場規模が2倍になるとのWSTSの見通しを紹介した。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「脱炭素」に向けた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）を予想している点などを指摘した。今回、同社は5月26日発行の2022年3月期決算説明会資料の中で、世界の半導体および半導体製造装置市場は2030年辺りに2020年対比で倍増するうえ、日本における電源構成の変化に伴い、アンモニア向けなどの新たな需要創造の可能性が説明された。

「半導体」と「脱炭素」を中長期的な注目キーワード

### ポイント②：企業規模と収益性が様変わりするポテンシャル含み

同社は世界シェア9割以上を誇る半導体洗浄装置向け継手を主力とした電子機器関連事業および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。売上高の約75%が半導体製造装置およびデバイスメーカーの設備投資に依存しているが、水素やアンモニアなどのエナジートランジションに伴う設備投資拡大の恩恵も享受可能である。上記のように半導体および製造装置市場は過去20年間で約2倍となり、2030年に向けては10年間で倍増すると予測されている。そのような中、同社業績は、過去10年間で売上高が倍増、営業利益も約3倍へ成長し、5年ごとに過去最高営業利益を更新しつつ、利益水準と利益率が切り上がる傾向が見られている。22/3期業績は過去最高を更新、売上高は400億円、営業利益は100億円台を確保、営業利益率も28%に達した。今後に関しては、半導体市場の拡大、新規顧客の開拓と新製品投入効果、水素・アンモニア向けシールなどの「脱炭素」に向けた新たな市場創造、ESG経営の深耕などを背景に、市場成長を上回る業績拡大が期待され、企業規模および収益性が大きく様変わりするポテンシャルを含んでいるとCGRAは考える。

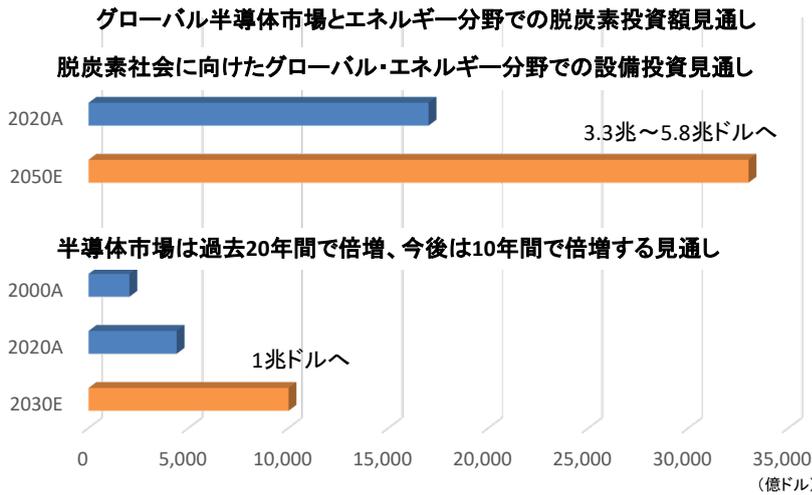
市場の成長率を上回る業績拡大が見込まれよう

### ポイント③：創業100周年に向けて株主還元の強化に期待したい

現在進行中の3ヶ年中期経営計画「BTvision22」（21/3-23/3）は、数値目標を1年前倒して達成、23/3期業績予想が中期最終年度の目標値に設定された。2023年5月には新たな次期3ヶ年中計が発表される見通しである。同社は2024年には創業100周年を迎える。現在の公約配当性向は30%以上であるが、自社株取得を含む総還元額は23/3期予想を含め実質6期連続で増加している。また、自己株取得を含む過去3ヶ年平均還元利回りは4.1%と魅力的なリターンを実現しているうえ、23/3期予想1株配当金も前年比2円増配の108円（配当性向30.8%）が予想されている。今後は利益成長に加え、自己株取得などの資本政策に伴うROEの向上も期待され、2024年の創業100周年を越えて、株主還元の強化と相対的に低位にとどまっている株価バリュエーションの是正が進むとCGRAは考える。

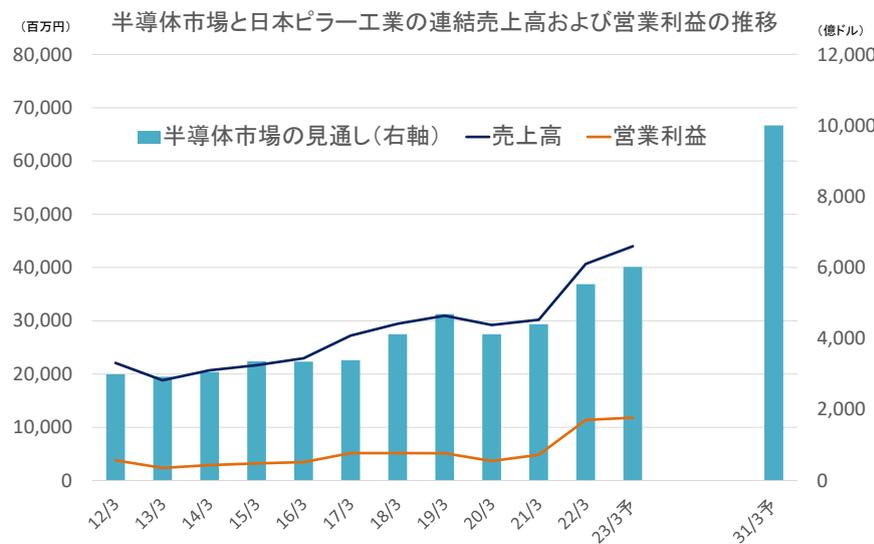
継続的な株主還元の強化が期待可能

**図表 1：脱炭素関連設備投資および半導体市場は高成長が期待可能**



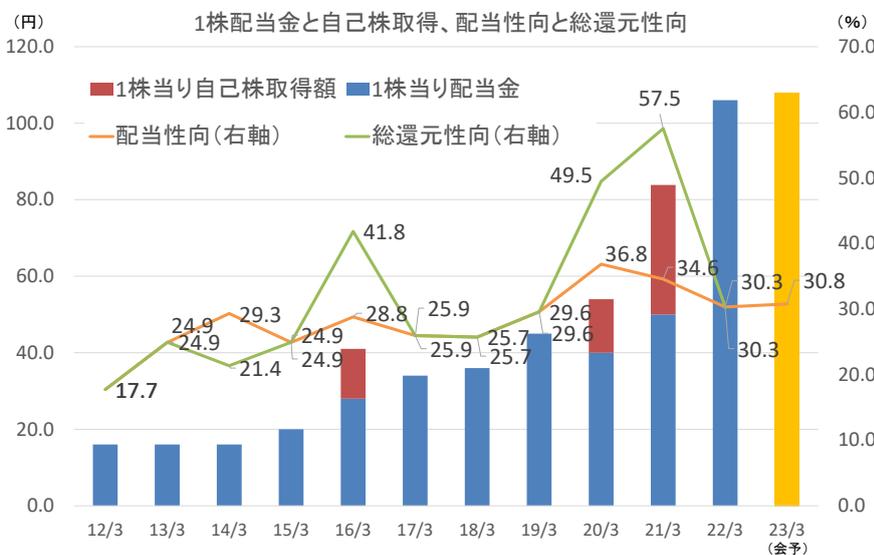
2030年の半導体市場は2020年対比で倍増へ

**図表 2：半導体市場の成長が同社業績を牽引**



同社は半導体市場を先行指標に長期的な成長ポテンシャルを有する

**図表 3：継続的な株主還元の見込める**



自己株取得を含む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) 前回レポートからの変化点

### ・業績拡大が続く中、株価下落が見られた

#### 利益成長が継続する一方、株価バリュエーションが低下を見せた

前回同社レポート発行以降の注目される変化点としては、以下の4点が挙げられる。

**①過去最高決算の連続更新が見込まれる**：同社は22/3期1Qおよび2Q決算時に通期業績予想を上方修正したものの、3Q決算発表時には、競合他社が上方修正を発表する中、通期業績予想を据え置いた。背景には材料調達難の懸念があった模様だが、22/3期営業利益は同社計画の100億円を14%上回る過去最高の114億円（営業利益率28.0%）で着地した。5月12日発表の23/3期予想営業利益は、材料調達難リスクが残る中、過去最高の連続更新となる前年比4%増の118億円（営業利益率26.8%）が提示された。

23/3期も過去最高決算の連続更新が見込まれる

**②国内競合企業も過去最高決算と同時に、新中計を発表**：産業機器関連事業における国内競合企業であるニチアスは、22/3期3Q決算発表時に業績予想の上方修正（予想営業利益250億円→260億円）と同時に増配（40円→44円）を発表した。加えて、5月9日には23/3期を初年度とした3ヶ年中計経営計画（25/3期目標営業利益312億円）を発表した。バルカーに関しては、22/3期3Q決算発表時に通期業績予想の上方修正（予想営業利益55億円→60億円）を行ったうえ、5月26日には、創業100周年を迎える27/3期の目標売上高800億円、ROE15%以上を維持しつつ、24/3期を最終年度とした2ヶ年中計NF2023（目標営業利益75億円）を発表した。

国内競合企業は過去最高益の更新と同時に新中期を発表した

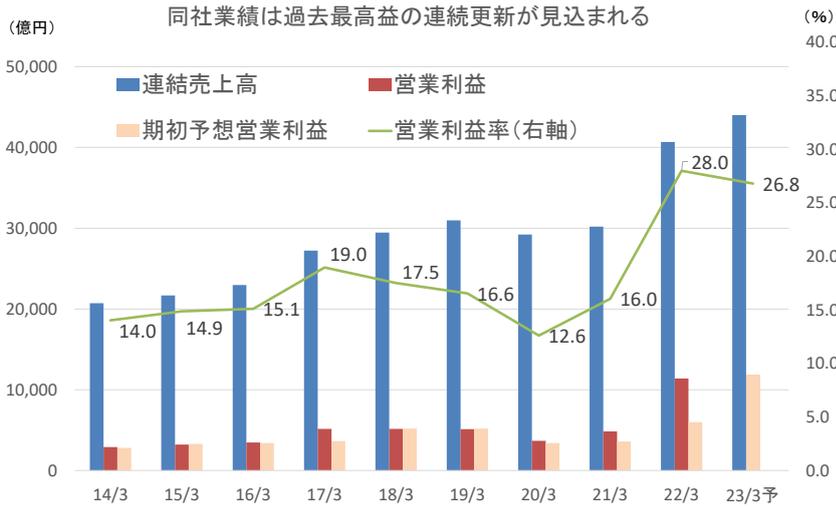
**③国内外の半導体製造装置企業は業績の拡大基調が続く**：機械セクターを代表するESG経営企業であり、半導体製造装置のCMP（化学的研磨装置）が業績を牽引する荏原が発表した22/12期予想営業利益は同8%増の660億円、CMPの予想受注高は同15%減の1,500億円（1Q実績357億円）、予想売上高は38%増の1,430億円（同195億円）が提示された。SCREENホールディングスが5月11日に発表したSPE事業における23/3期予想売上高は過去最高となる同17%増の3,720億円、予想営業利益は同24%増の780億円が提示された。海外競合である米Entegris発表の22/1-3月（1Q）期売上高は同27%増の6億5千万ドル、営業利益は同43%増の1億6千万ドル（OPM25.1%）を確保、22/4-6月（2Q）期予想売上高も同6.6-6.8億ドル（前年実績5億7千万ドル）が想定されている。

内外半導体製造装置企業は好業績が続く見通し

**④株価バリュエーションが低下、今後は脱炭素関連企業としての評価も可能**：国内競合および半導体製造装置関連企業、更には海外競合企業においても堅調な業績予想を提示しているが、各社とも株価下落に見舞われている。米国経済のスタグフレーション・リスク、ロシア・ウクライナ問題の長期化、世界的な資材価格の高騰と調達難、受注環境の踊り場局面の到来などが背景にあると考えられる。ただし、同社の2030年に向けた長期的な成長シナリオは不変であるうえ、23/3期同社予想配当利回りは4%近い水準を確保しながら、同社株価バリュエーションはサプライチェーンの中で最も低位に留まっている。一方で、世界的なカーボンニュートラルに向けて恩恵を享受可能な三菱重工業やIHI、同社の業績先行指標として注目される横河電機などの株価は、年初来高値を更新、上昇傾向を強めている。同社産業機械事業が手掛ける水素やアンモニア向け関連製品も今後の需要創出が期待される。「脱炭素」関連銘柄として注目される局面もみられよう。

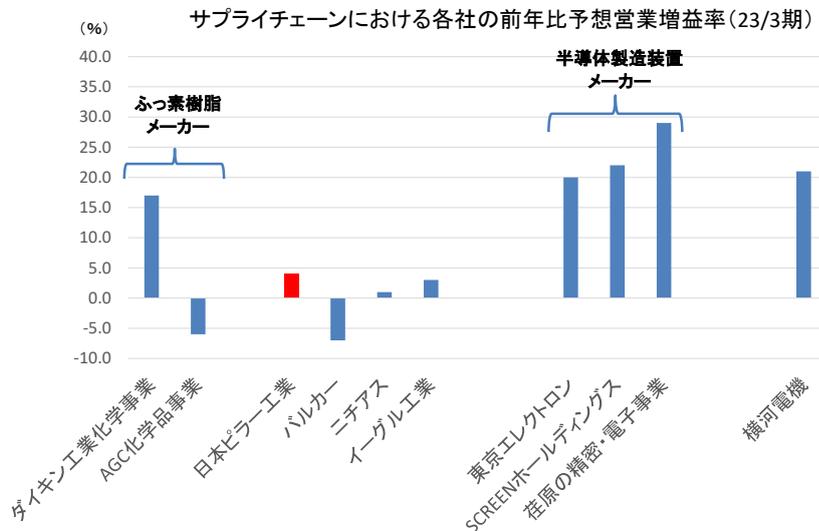
同社株価バリュエーションはサプライチェーン内で最も低位

図 4 : 同社業績は成長ステージが一段上がった印象



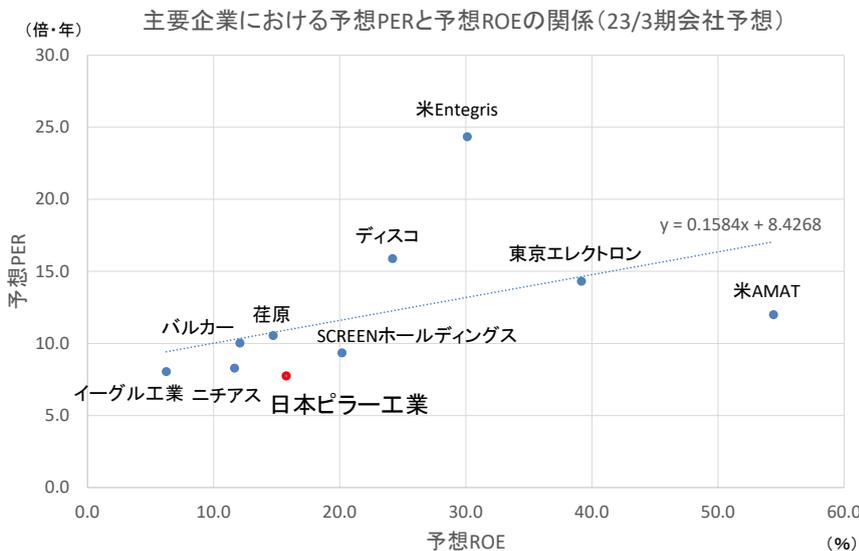
同社の売上高および営業利益は一段上の水準へ到達

図表 5 : 半導体製造装置企業の業績は好調を維持する見通し



サプライチェーン内で比較的保守的な業績予想を提示

図表 6 : 株価バリュエーション比較



23/3 期予想 ROE に対して、予想 PER が相対的に低位

出所：会社資料などから CGRA 作成。荏原と Entegris は 12 月、AMAT は 10 月期決算

### (3) 22/3 期決算における注目点

#### ・過去最高決算の更新とともに、業績ステージが一段上昇

##### 売上高は初の 400 億円台、営業利益も 100 億円台に到達

22/3 期連結業績は、売上高が前年比 35%増の 407 億円、営業利益は同 135%増の 114 億円（営業利益率 28.0%）となった。売上高は 3 期ぶりに過去最高を更新、前回ピーク売上高を約 100 億円上回り、初の 400 億円台を確保した。営業利益は 5 期ぶりに過去最高を更新、前回ピーク営業利益の 2.2 倍へ大きく伸長、初めて 100 億円の大台に到達した。

同社の過去業績を振り返ると、約 10 年をかけて売上高は 200 億円台から 300 億円水準に達したが、300 億円水準から 400 億円台へは約 4 年で到達した。17/3 期以前の同社業績はシクリカルな動きをみせたが、その後はシクリカル・グロス企業へ収益構造が様変わりしている。

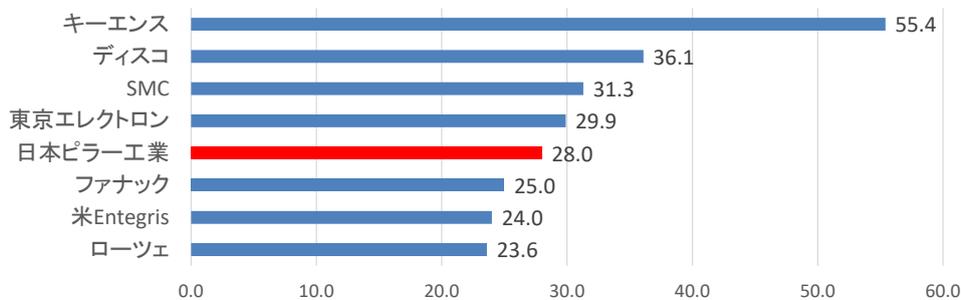
##### 日本を代表する機械・半導体製造装置企業に遜色ない営業利益率を実現

図表 7 は日本を代表する高収益機械企業および半導体製造装置メーカー、米競合の Entegris などの営業利益率を比較したものであるが、同社の収益性は他社に遜色ない水準を確保している。なお、電子機器関連事業における営業利益率は 32%に達しており、東京エレクトロンや SMCを上回る収益性を確保している。同社の業績ステージが一段、上昇した印象を受ける。

17/3 期以降の同社はシクリカル・グロス企業へ収益構造が様変わり

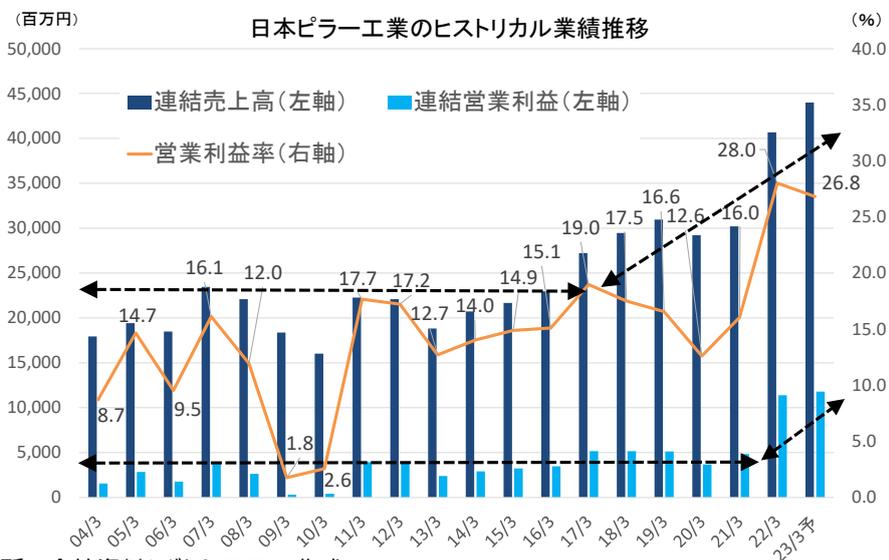
同社営業利益率は内外トップ企業並みの収益性を確保

図表 7：主要機械・半導体製造装置企業の営業利益率ランキング（%）



出所：各社決算資料。ローツェは 22/2 期、米 Entegris は 21/12 期、他社は 22/3 期

図表 8：同社業績は過去最高を大幅更新、新たなステージへ突入



出所：会社資料などから CGRA 作成

## ・電子機器関連事業

### 半導体関連市場における設備投資拡大が業績を牽引

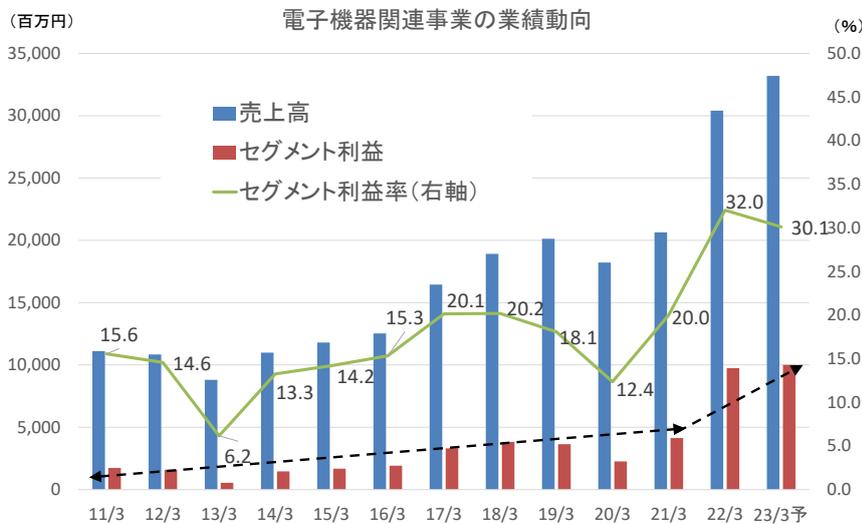
電子機器関連事業の22/3期売上高は、前年比47%増の304億円（売上構成比75%）、営業利益は同136%増の97億円（営業利益構成比85%）、営業利益率は32.0%（同+12.0pt）に達した。売上高および営業利益はともに2期連続で過去最高を更新した。

旺盛な半導体設備投資に支えられて過去最高益を大幅更新

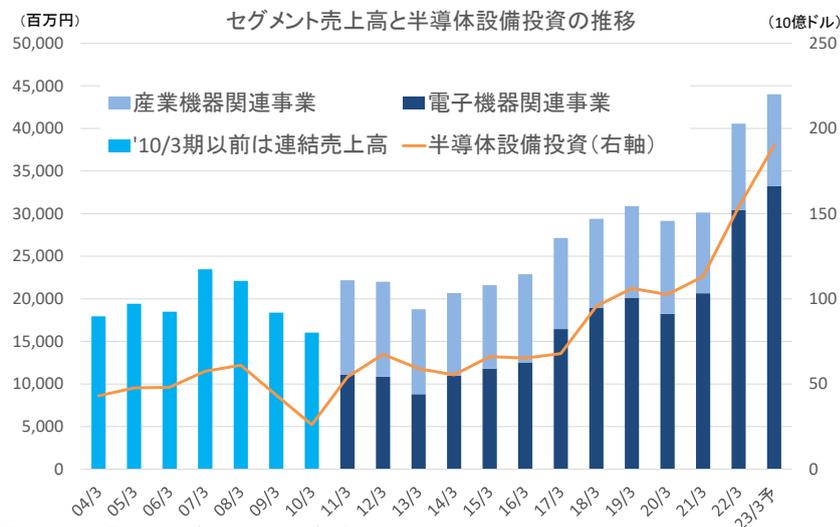
電子機器関連事業における売上拡大のけん引役としては、世界的に旺盛な半導体需要を背景とした半導体製造装置メーカー（＝ウエハ洗浄装置を中心に製造装置に組み込まれて使用される）およびデバイスメーカー（＝半導体工場における薬液供給階の供給装置にも採用）向けに加え、中国における新規ローカル顧客向けの拡販効果も挙げられる。

同事業の営業利益率は過去最高となる32.0%に達したものの、ふっ素樹脂不足や材料価格の高騰が顕在化している模様。同社としては、機動性の高い生産対応と不良率低減による生産アウトプット改善策で対応したものの、前年比営業増益額を増収額で除した簡易限界利益率は、過去2期間で見られた73-77%に対して、22/3期は57%へ低下した。

図表9：電子機器関連事業は新たな成長局面を迎えた印象



図表10：世界的な半導体設備投資の拡大が同社業績をけん引



出所：会社資料および WSTS などから CGRA 作成

## ・産業機器関連事業

### 収益性が回復傾向を強め、過去 6 年間で最も高い営業利益率を確保

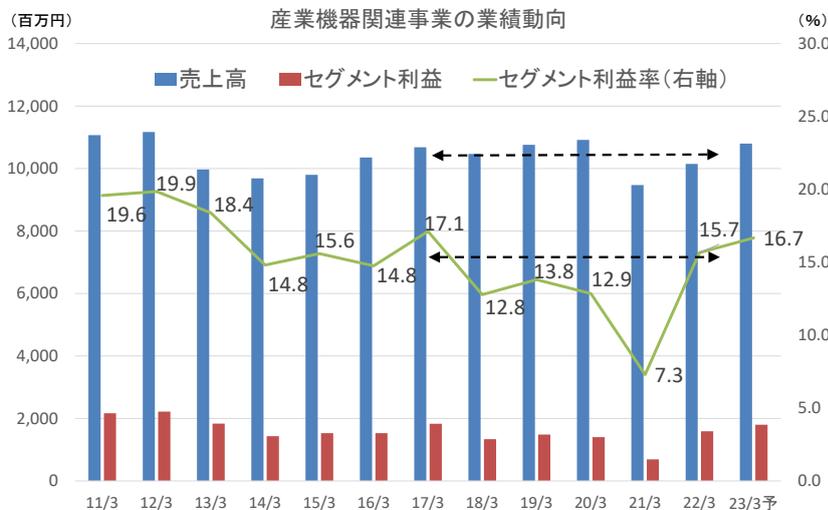
22/3期における産業機器関連事業の売上高は、同7%増の101億円（売上構成比25%）、営業利益は同130%増の16億円（構成比14%）、営業利益率は15.7%（同+8.4pt）となった。CMP向けを中心とするロータリージョイントを中心に、ケミカル向けなどが増加、売上高は前年比約7億円の増収となった。

収益率の改善が顕著。新たな需要創造に動きが出てきた

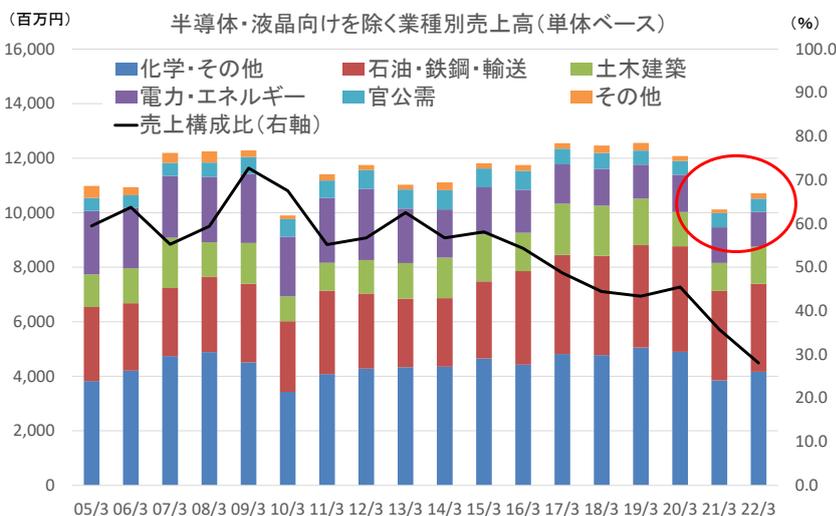
ここ近年における産業機器関連事業の営業利益率は、17/3期の17.1%をピークに低下傾向を示し、21/3期は米国でのスポット費用計上も相まって、7.3%にまで低下した。しかし、22/3期は好採算であるCMP向けロータリージョイントの販売増に加え、海外向けを含む補修事業が底堅く推移したことで、大幅な改善が見られ、過去6年間で最も高い営業利益率を確保した。

業種別売上高を見ると、化学業界が増収に転じたうえ、電力・エネルギー向けでは火力発電所におけるアンモニア混焼に関する引き合いが増加している模様。今後のカーボンニュートラルに向けたエナジートランジションを契機とした新たな需要創造に期待したい。

図表 11：売上水準が低い中、収益性の改善が明確化



図表 12：既存産業からの需要回復が顕在化し始めた



出所：会社資料などから CGRA 作成

## ・海外売上高の推移

### 電子機器関連事業を中心に各地域ともに大幅増収を確保

22/3 期連結売上高は、前年比 35%増の 407 億円と大きく伸長した。国内外に分けると、国内売上高は同 32%増の 283 億円、海外売上高は同 51%増の 124 億円となり、海外売上高比率は過去最高となる 30.5%（前年比+3.3pt）に達した。ドル・ユーロともに期中平均レートは前年比約 6%程度の円安であり、現地通貨ベースの海外売上高は、同 45%増程度を確保したとみられる。

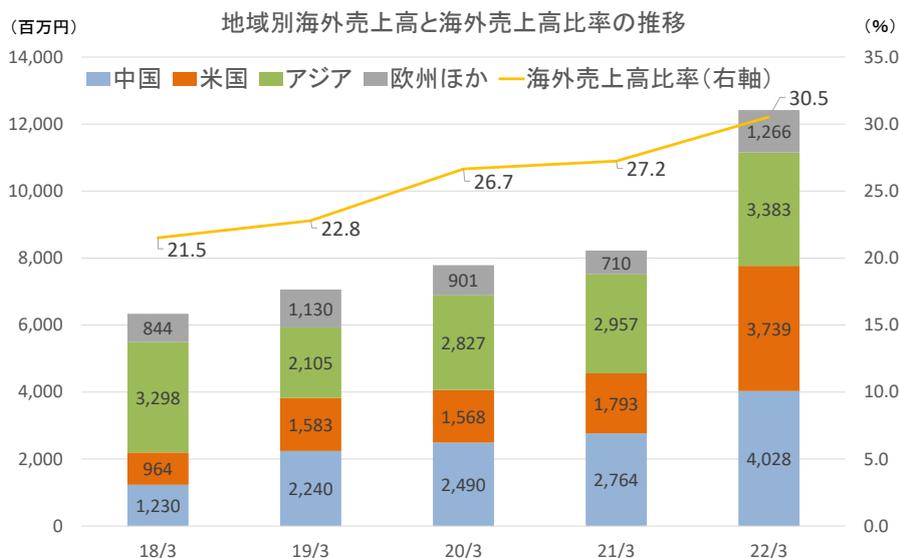
海外売上高を地域別に分けると、中国が同 46%増の 40 億円、米国が同 109%増の 37 億円、台湾・韓国を含むアジアが同 14%増の 34 億円、欧州ほか同 78%増の 13 億円となった。

各地域ともに継手とペロースポンジを中心とした電子機器関連事業製品の拡販効果が寄与した模様。中国では、デバイスメーカーの工場における薬液搬送ライン向けに加え、中国ローカルの半導体製造装置メーカーへの納入が増加した。米国では大手半導体製造装置向けに継手を中心に取引の拡大が進んだ。アジアはデバイスメーカー向けの販売が増加したものの、他地域よりも増収幅が小さかった。むしろ 23/3 期は韓国デバイスメーカー向けに需要拡大が見込めそうだ。台湾 TSMC も好業績を背景に大規模な設備投資を継続しており、23/3 期以降のアジア向け売上高は増収幅の拡大が見込まれよう。欧州に関しては、ウエハ洗浄装置メーカー向けに拡販が進んだ。

23/3 期の前提為替レートは、ドル 120 円（22/3 期実績 112 円）、ユーロ 125 円（同 130 円）である。引き続き拡販効果に加え、円安進行による売上押し上げ効果も期待される。なお、同社製品は小型・軽量なものが多く、コンテナなどの海上運賃の高騰影響を受けにくい点は注目に値しよう。

海外売上高は各地域ともに大きく伸長。今後も安定成長が見込まれる

図表 13：海外売上高は現地通貨ベースでも大きく伸長した



出所：同社資料より CGRA 作成

## ・四半期業績の推移

### 22/3 期 4Q 営業利益は材料不足が懸念されたが過去最高を更新

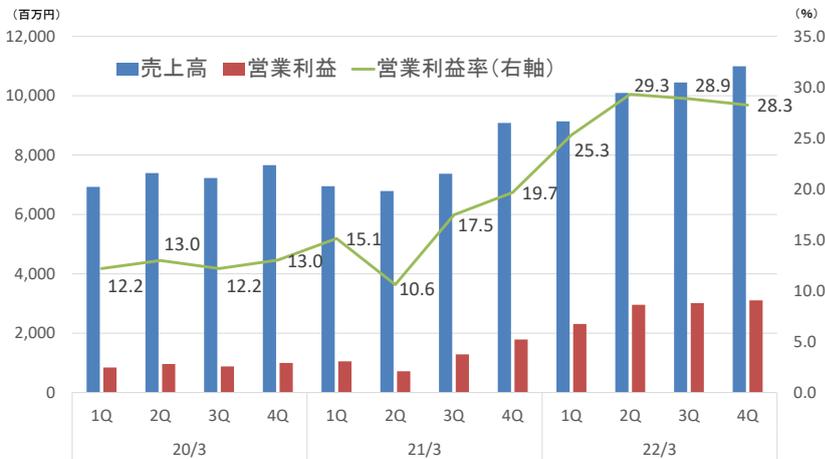
同社は期初時点において、22/3 期予想営業利益を 60 億円と想定していたが、1Q 決算時点で 80 億円へ上方修正、2Q 時点において 100 億円へ再上方修正した。通期予想営業利益 100 億円から 3Q 累計実績営業利益を差し引いた 4Q 予想営業利益は是年同期比 4%減の 17 億円であったため、3Q 決算発表時にも再増額修正の期待が高かった。しかし、通期予想を据え置いたことで、同社株価の下落が見られた。同社としては、ふっ素樹脂を中心とした材料調達難リスクが背景にあったため、通期予想を据え置いたものの、22/3 期通期営業利益は 114 億円で着地、4Q 営業利益は同 74%増（対 3Q 比 3%増）の 33 億円（営業利益率 18.3%）を確保、懸念とは裏腹に過去最高の四半期営業利益を確保した。

22/3 期 4Q 決算は懸念とは裏腹に同社予想を大きく上回った

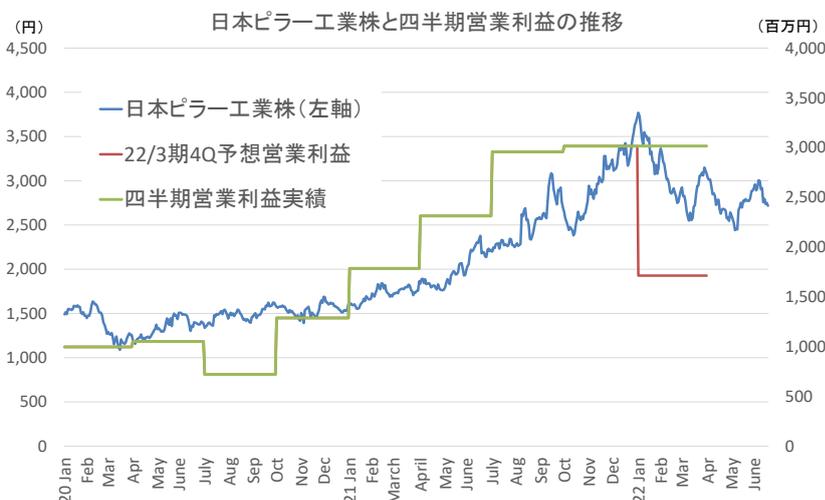
### 両セグメントともに同社 4Q 業績予想を大きく上回った

電子機器関連事業の 22/3 期 4Q 売上高は、同 23%増の 80 億円（同社計画 58 億円）、営業利益は同 58%増の 27 億円（営業利益率 33.1%。同社計画約 17 億円）を確保した。産業機器関連事業の売上高も同 16%増の 29 億円（同 25 億円）、営業利益は同 306%増の約 4 億円（営業利益率 14.7%。同社計画 45 百万円）となり、計画を大きく上回った。

図表 14：22/3 期 4Q 業績は過去最高を記録



図表 15：同社株価は四半期営業利益との相関が高い



出所：会社資料などから CGRA 作成

## ・B/SとCFの推移

### 時価総額の約31%ものキャッシュを有する強靱なB/Sを誇る

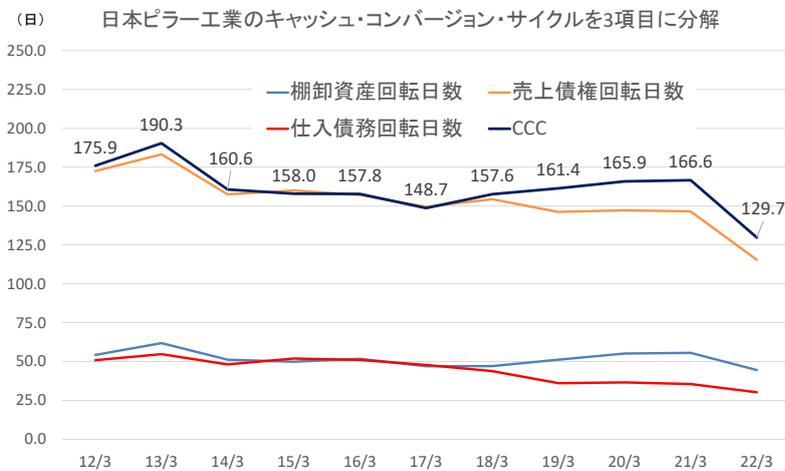
22/3 期末の純資産は、業績の大幅伸長を背景に、前年度末比 69 億円増の 527 億円となり、ROE も過去最高の 16.8%へ上昇した。総資産は、未払法人税や支払手形・買掛金の増加などで同 100 億円増の 650 億円、自己資本比率は 81.0%（前年度比-2.3pt）となった。長短有利子負債合計は約 4 億円であり、実質無借金。22/3 期設備投資は約 10 億円（減価償却費約 20 億円）に抑制されたうえ、受取手形・売掛金のサイトを短縮化、22/3 期末の現金及び預金残高は 212 億円（時価総額の約 31%）となった。キャッシュ・コンバージョン・サイクルは、売上債権回転日数の大幅な圧縮（149日→115日）が奏功、167日から130日へ改善が進んだ。

強靱なバランスシートを有しつつ、キャッシュ創出能力が強まった印象

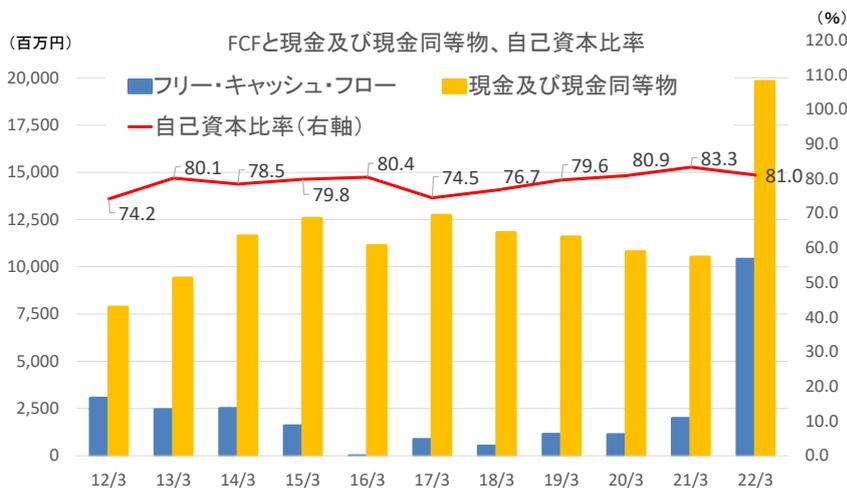
### キャッシュ創出能力が一段と強まった印象

22/3 期の営業キャッシュ・フローは、税金等調整前当期純利益が 48 億円から 118 億円へ大きく伸長する一方、棚卸資産などの運転資本の抑制策が奏功、前年比 63 億円増の 120 億円となった。投資キャッシュ・フローは 16 億円となり、フリー・キャッシュ・フローは同 84 億円増の 104 億円を確保した。財務キャッシュ・フローは 17 億円であり、現金及び現金同等物の期末残高は 198 億円に達した。

### 図表 16：キャッシュ・コンバージョン・サイクルが大きく改善



### 図表 17：現金及び現金同等物が約 200 億円水準へ



出所：会社資料などから CGRA 作成

## ・22/3 決算における注目トピックス

### 次なる成長を見据え、福知山第2工場の建設を発表した

現在、電子機器関連事業の主力工場である福知山事業所は、同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）が残り3割弱を占める。福知山事業所では主にPFAを射出成形加工することで継手を生産しているが、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。

今回、2024年の創業100周年、その先の100年を見据えて、電子機器関連事業の中核的工場として、福知山第2工場の建設が発表された。

コンセプトは、新生産体制の構築によるコスト競争力の強化、顧客から厳しい品質要求への対応、開放感のあるつくりで同社技術を「魅せる」工場にしたい、の3点である。

現在の福知山工場に隣接する敷地面積80,006㎡の同社所有地に、延べ床面積19,570㎡の工場1棟を投資額105億円で建設、2023年9月に竣工し、同年10月から生産を開始する予定である。

生産能力としては、現有の九州工場への増産投資を含め、現状生産能力約360億円の1.8倍となる650億円程度を確保する見通し。更に、需要動向に応じて、2~4棟の工場建設を進め、最終的に約1,500億円規模の生産能力の確保が可能となる。

今後の更なる成長に向けた新工場の建設計画を発表

現状は生産能力約360億円に対して、2割程度の増産余地を有する

### 2030年に向けて更なる飛躍が期待できそう

半導体市場は、2030年に2020年対比で倍増するとの見方がコンセンサスである。ただし、同時に、微細化や積層化などの技術進歩、更には経済安保の観点から分散投資化が進むため、半導体関連の設備投資は半導体市場の成長率を上回る拡大が期待されよう。

ここ近年の同社業績は、17/3-20/3期において他社に先行して実施した158億円もの設備投資が実を結び、競合他社を上回る高い成長と収益性を見せている。今回の福知山第2工場の設備投資は、2030年に向けた次なる成長への布石と言えそう。

図表 18：今後の成長を担う中核工場の建設に着手

コンセプト	
新生産体制の構築によるコスト競争力の強化	
顧客からの厳しい品質要求への対応	
開放感のあるつくりで当社技術を「魅せる」工場	

工場の概要	
所在地	京都府福知山市長田野町3丁目17-6
着工	2022年4月
竣工予定	2023年9月
操業開始予定	2023年10月
投資総額	105億円
工場延べ床面積	19,570㎡
敷地面積	80,006㎡

\*奥3棟は将来の拡張可能エリア（今回の建築は手前の1棟）

\*正面玄関

\*見学者通路

\*エントランスホール

出所：同社決算説明会資料

## (4) 23/3 期業績予想と中期経営計画

### ・業績の再加速には材料調達と生産性改善が鍵を握る

#### 23/3 期も過去最高決算の連続更新が見込まれる

23/3 期連結業績予想に関しては、売上高が 2 期連続の過去最高となる前年比 8%増の 440 億円、営業利益も同様に同 4%増の 118 億円（営業利益率 26.8%）、経常利益は同 0.2%減の 118 億円、当期純利益は同 0.2%増の 83 億円（1 株予想当期純利益 351.09 円）、1 株予想配当金は 108 円（前年比+2 円）が見込まれている。

セグメント別では、電子機器関連事業の売上高は、同 9%増（+28 億円）の 332 億円、営業利益は同 3%増（+約 3 億円）の 100 億円、営業利益率は 30.1%の見通し。産業機器関連事業は、売上高が同 6%増（+約 7 億円）の 108 億円、営業利益は同 13%増（+約 2 億円）の 18 億円、営業利益率は 16.7%が見込まれている。なお、産業機器関連事業は、CMP 向けロータリージョイント以外の製品も若干の増収を確保する見通しである。

#### ふっ素樹脂の調達量と価格動向が業績の上方・下方リスク

8 ページにおいて、電子機器関連事業における簡易限界利益率の動向を説明した。23/3 期における会社想定簡易限界利益率は、22/3 期実績の 57%から 9%へ低下する見通しである。このように、電子機器関連事業は、前年比増益を見込むものの、主要原材料であるふっ素樹脂の調達難と価格高騰を背景に、限界利益率が低下する想定である。同社の対策としては、①ふっ素樹脂の調達量は前年並みを想定するものの、サプライヤーとの協力のもと、様々な取り組みで需要に応じた生産を行いたい、②22/3 期 4Q 決算で見られたように、生産歩留まりの改善努力で出荷量の最大化を図る、③製品価格の改定を進めており、23/3 期下期以降にも収益改善効果が顕在化しそう、などである。23/3 期業績予想は、上振れる可能性があるものの、材料メーカーが追加値上げに動くリスクも考えられる。同様に、産業機器関連事業の 23/3 期における想定簡易限界利益率は 32%である。産業機器関連事業は、売上高の約半分を好採算かつ安定的な補修事業（ロータリージョイントを除くベース）が占めており、比較的リーズナブルな想定限界利益率といえよう。

23/3 期も過去最高利益の連続更新が見込まれる

23/3 期は限界利益率の一時的な低下が見込まれる

図表 19：23/3 期の同社業績予想

(単位：百万円)

	FY21	FY22	前期比	
	<実績>	予測	増減額	増減率(%)
<b>連結業績</b>				
売上高	40,670	<b>44,000</b>	3,330	8.2
営業利益	11,392	<b>11,800</b>	408	3.6
営業利益率	28.0%	<b>26.8%</b>	△1.2P	—
経常利益	11,821	<b>11,800</b>	△21	△0.2
当期純利益	8,285	<b>8,300</b>	15	0.2
一株当たり当期純利益	350.47	<b>351.09</b>	0.62	—
配当金	106	<b>108</b>	2	—
<b>セグメント別</b>				
<b>電子機器関連事業</b>				
売上高	30,410	<b>33,200</b>	2,790	9.2
営業利益	9,737	<b>10,000</b>	263	2.7
<b>産業機器関連事業</b>				
売上高	10,146	<b>10,800</b>	654	6.4
営業利益	1,589	<b>1,800</b>	211	13.3

出所：同社決算説明会資料

## ・現中期経営計画の進捗と新中計

### 2023年5月には新3ヶ年中計が発表される予定

現在進行中である中期経営計画「BTvision22」は、23/3期に最終年度を迎える。「BTvision22」は、21/3期から23/3期までの3ヶ年中計として始まり、当初は売上高325億円、営業利益51億円、ROE8.0%以上、配当性向30%以上で始まった。しかし、1年目が終了した段階で目標売上高は350億円、営業利益は65億円へ上方修正され、ROEと配当性向は当初計画が据え置かれた。中計2年目となる22/3期は、期中に業績および配当予想が2度上方修正され、最終的に売上高は407億円、営業利益は114億円、ROEは16.8%、配当性向30.3%で着地した。今回、23/3期業績予想（売上高440億円、営業利益118億円、配当性向30.8%）が現中計の目標値に設定された。2024年の創業100周年に向けた次期3ヶ年中計は、2023年5月に発表される見通し。

2024年の創業100周年に向けた新3ヶ年中計は2023年5月に発表される見通し

### 現中計のCGRA評価と課題

2020年4月、コロナ禍でスタートした現中計「BTvision22」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5つの基本方針として始まった。まず、事業基盤の拡充に関しては、電子関連事業における歩留まり改善およびリードタイム短縮化、産業機器関連事業における生産の自動化・省人化、補修事業の強化策などが奏功、両セグメントともに収益性の大幅な改善が見られている。グローバル化に関しても、22/3期における海外売上高比率は30.5%（＝124億円）と2年前の26.7%（＝78億円）から大きく伸長している。ESG/SDGs経営に関しても、TCFDの賛同とシナリオ分析およびKPI設定（2050年にSCOPE1+2のCO2排出量実質ゼロ）、ダイバーシティ&インクルージョンの取組強化とKPIの設定、サステナブルなバリューチェーンの構築などが進められている。財務戦略に関しても、強靱なバランスシートの強化とキャッシュ創出能力の高まりが感じられる。ただし、新事業の創出およびマテリアリティの抽出と設定、キャッシュ・アロケーションの設定が次期中計の課題であるとCGRAは考える。

図表 20：現中期経営計画の成果と施策

	2022年3月期の成果	最終年度のアクションプラン
電子機器関連	<ul style="list-style-type: none"> <li>・低圧損、省エネに貢献する新型継手「スリーブエルボ」上市</li> <li>・福知山第2工場の建設に着手</li> <li>・改善活動により歩留り/生産性UP</li> <li>・剛すべり支承の新大臣認定取得</li> <li>・5G向けのアンテナ基板の提案、試作</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・不良率低減活動によるコスト競争力と供給力の更なる向上</li> <li>・滁州ピラーでの半導体市場向け製品ライン稼働</li> <li>・半導体市場での事業領域拡大とシェアアップ</li> <li>・半導体製造装置向け生産設備の更なる増強</li> <li>・産官学連携による新製品の開発</li> </ul>
産業機器関連	<ul style="list-style-type: none"> <li>・精密機器装置用メカニカルシール拡販</li> <li>・水素市場機器メーカーへの製品納入並びに試作、提案推進</li> <li>・量産市場向け樹脂継手試作</li> <li>・販売子会社の統合による営業力およびサポート力の強化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・自動車市場向け量産品のグローバルシェアUP</li> <li>・中国市場の開拓などグローバル戦略の強化</li> <li>・精密機器装置用メカニカルシールシェアアップ</li> <li>・補修品事業強化に向けたシステム構築</li> <li>・クリーン市場向けシール製品の開発</li> </ul>

出所：同社決算説明会資料

## ・ニチアスとバルカーが新中計を発表

### 日本ピラー工業は 2023 年 5 月に新 3 ヶ年中計を発表予定

同社は 2023 年 5 月の本決算発表時に、次期 3 ヶ年新中計を発表する予定である。一方、国内競合企業であるニチアスとバルカーは 2022 年 5 月に新たな新中計を発表した。

#### ニチアス：利益成長とともに B/S 強化を進める方針

まず、ニチアスは、前中計（17/3~22/3 期。コロナを理由に 5 カ年計画を 1 年延期）が 22/3 期で終了、22/3 期売上高は 2,162 億円（目標売上高 2,200 億円）、営業利益は 263 億円、営業利益率 12.1%（目標営業利益率 10%以上）、ROE15.2%（目標 ROE10%以上）となり、各項目ともに 3 期ぶりに過去最高を更新した。

今回、ニチアスは、23/3-27/3 期（創立 130 周年）における新 5 ヶ年中期経営計画「しくみ 130」を発表、前半 3 ヶ年の第一ステージにおける 25/3 期目標売上高を 2,400 億円、営業利益率 13%（営業利益 312 億円）、ROE12.5%、後半 2 ヶ年の第二ステージにおける 27/3 期イメージ目標売上高を 2,500 億円、営業利益率 15%（営業利益 375 億円）、ROE を 13%と設定した。5 年総額 600 億円の設備投資を計画しつつ、有利子負債額を 100 億円程度（22/3 期末 257 億円）へ抑制し、自己資本比率を 70~75%水準（22/3 期末 62.5%）へ引き上げる計画である。

株主還元に関しては、連続増配（13 年連続）を維持しつつ、配当性向 25~50%を目標に、自己株取得（13/3~15/3 期に計 55 億円実施）も適宜検討する方針である。

また、環境目標として、CO2 排出量を 22/3 期実績の 24.4 万トンから 27/3 期に 21.7 万トン、産業廃棄物も同 21.6 千トンから同 17.1 千トンへ削減する計画である。なお、SCOPE1+2 の CO2 排出量を 2030 年に 2019 年比 30%削減し、SCOPE3 の数値に関しても 23/3 期 2Q 決算時に公開を予定している。

#### バルカー：M&A を含む更なる成長路線を歩む考え

一方、バルカーは、2020 年 11 月に前中計経営計画“N F 2022”を発表、23/3 期に売上高 550 億円、営業利益 55 億円、ROE10%以上を目指すと同時に、創業 100 周年となる 27/3 期に売上高 800 億円、ROE15%を長期経営目標として掲げている。22/3 期決算は、売上高が 532 億円、営業利益は 70 億円、ROE12.8%（過去最高は 18/3 期の 14.2%）確保、売上高と営業利益は過去最高を更新、中計目標値を 1 年前倒しで達成した。

今回、バルカーは、27/3 期に向けた長期目標は維持しつつ、23/3 期から 24/3 期までの 2 期間における新中計 NF2023（テーマ：既存事業の強化と新たな価値創造力の獲得）を発表、24/3 期目標売上高を 700 億円、営業利益を 75 億円、ROE12%を目指す方針である。今後 2 年で 150 億円（うち M&A 投資枠 80 億円）を実施することで、有利子負債は 22/3 期末の 51 億円から 24/3 期には 220 億円へ増加、自己資本比率は同 66.0%から 48.9%へ低下する見通しである。

また、キャッシュ・フローに関しても、中計期間中の累計営業 CF150 億円に対して、投資 CF は 190 億円を想定、FCF は 40 億円のマイナスに転じる見通し。23/3~24/3 期の 2 年間を整備・投資ステージとし、25/3~26/3 期を拡大・回収ステージと位置付け、創業 100 周年となる 27/3 期における長期経営目標の実現を目指す考えである。

ニチアスは新 5 ヶ年中期経営計画を発表した

バルカーは長期目標を維持しつつ、今後 2 ヶ年の新中計を発表した

図表 21 : ニチアスの新中計内容

	過去最高		25/3目標	創業130周年
	22/3	23/3予		27/3イメージ
売上高:億円	2,162	2,250	2,400	2,500
営業利益:億円	263	265	312	375
営業利益率:%	12.1	11.8	13.0	15.0
ROE:%	15.2	-	12.5	13.0
ROIC:%	12.9	-	11.0	12.0
手元流動性:ヶ月	3.0	-	3.0	3.0
有利子負債:億円	257	-	100	100
自己資本比率:%	62.5	-	70.0	75.0
設備投資:億円	114	100	5年で600億円	
1株配当:円	86.0	88.0	-	
配当性向:%	25.9	32.4	配当性向25~50%	
株主還元方針	自社株取得も検討			
環境目標				
CO2排出量:万吨	24.4	-	22.0	21.7
産業廃棄物排出量:千トン	21.6	-	18.3	17.1

図表 22 : バルカーの新中計内容

	過去最高	NF2023		創業100周年
	22/3	23/3予	24/3予	27/3期
売上高:億円	532	560	700	800
営業利益:億円	70	65	75	-
営業利益率:%	13.2	11.6	10.7	-
ROE:%	12.8	12.1	12.0	15.0以上
有利子負債:億円	51	-	220	-
自己資本比率:%	66.0	-	48.9	-
設備投資:億円	42	150(うちM&A80)		-
1株配当:円	125	120	-	-
配当性向:%	45.6	44.2	-	-
株主還元方針	総還元性向50%を目標			
市場別売上高:億円				
先端産業市場	223	236	310	-
機器市場	166	175	228	-
プラント市場	139	148	158	-
その他	4	1	4	-
海外売上高比率:%	35.0	35.4	33.0	-

出所: 各社の中計資料から CGRA 作成

## (5) 競合企業比較および成長性・収益性分析

### ・国内競合企業との四半期業績推移の比較

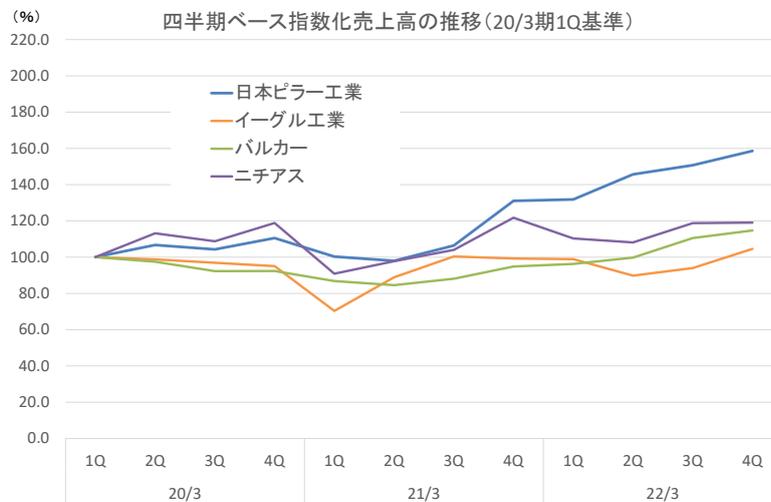
#### 日本ピラー工業は相対的に高い収益創出能力を有している

過去 3 ヶ年における四半期ベースの売上高、営業利益および営業利益率を国内競合企業であるイーグル工業、バルカー、ニチアスと比較してみた。

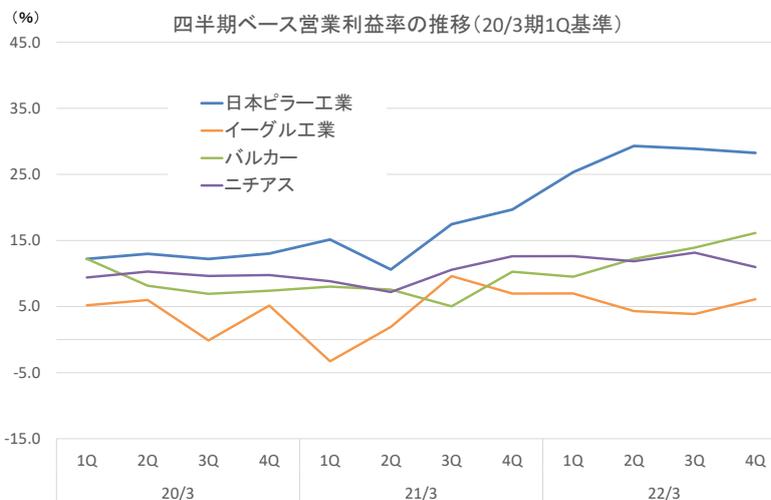
同社は半導体（高機能、先端分野）関連市場への売上依存度が 22/3 期時点で約 72%（単体ベース）、バルカーは約 42%、ニチアスは約 17%、イーグル工業は約 9%であり、他社に比べて相対的に高い。また、同分野における前年比増収率を見ると、バルカーは同 35%増、ニチアスは同 45%増、イーグル工業の同 34%増に対して、日本ピラー工業の増収率は同 51%増と他社を上回っている。この背景には、半導体製造装置メーカー向け需要増に加えて、デバイスメーカーの設備投資（工場の薬液搬送設備向け）拡大に加え、海外を中心とした新規顧客の獲得、新製品（スィープエルボなど）の拡販効果、更には同社内部の歩留まり改善などの生産性改善（アウトプット向上）効果などが背景にあると推測される。

同社固有の施策も奏功、相対的に高い収益創出能力を有する

図表 23：日本ピラー工業の収益構造がグロースへ変化しつつある



図表 24：同社営業利益率も他社を大きく上回る水準を確保



出所：会社資料から CGRA 作成

## ・電子機器関連事業の成長性および収益性分析

### 同社は高い収益性を確保しつつも、予想 PER は相対的に低位で推移

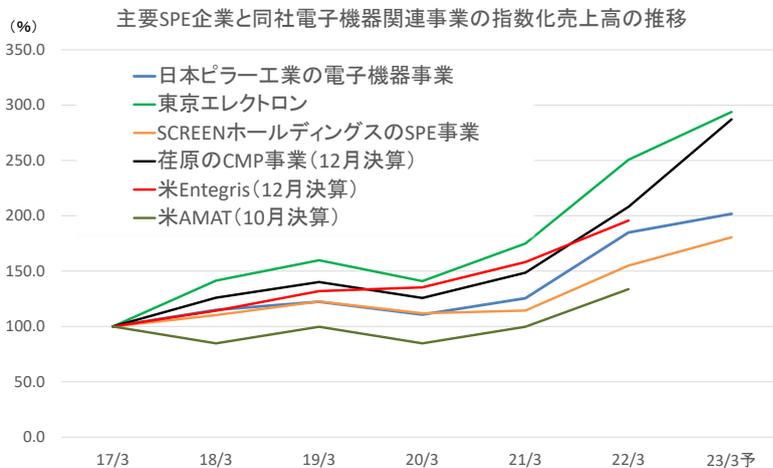
同社の電子機器関連事業および東京エレクトロン、SCREEN ホールディングスの SPE 事業、荏原の CMP 事業、更には米国競合である Entegris、米半導体製造装置メーカーである Applied Materials(AMAT)において、6 年前の 17/3 期売上高を 100 とした指数化売上高を見たものが図表 25 である。各社ともに概ね同じようなトレンドにあることが分かる。23/3 期売上高に関しては、各社ともに部材調達問題次第では上方・下方リスクを有しているといえよう。

同社電子機器関連事業の売上成長率は主要半導体製造装置メーカー並みを確保

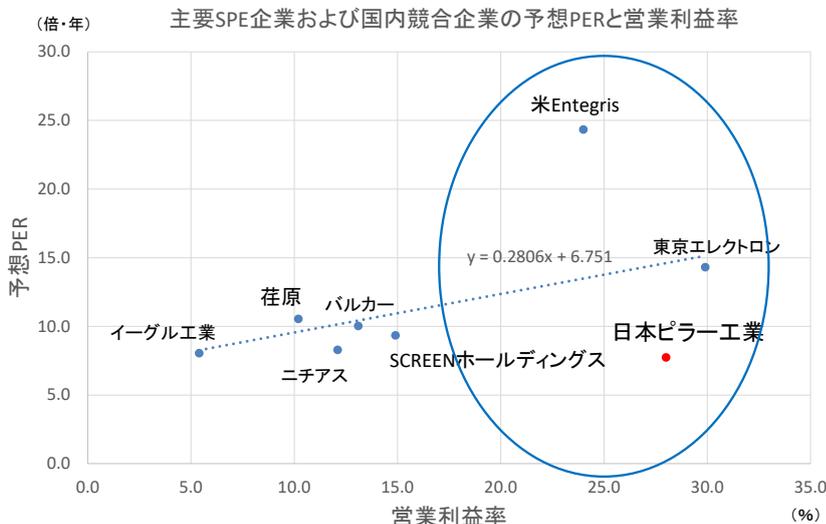
一方、図表 26 では、同社の米国競合である Entegris (21/12 期) および国内競合企業、更には東京エレクトロン、SCREENホールディングス、荏原 (21/12 期) における 22/3 期営業利益率と予想 PER をプロットしてみた。東京エレクトロンと Entegris は高い収益性と同時に、高い PER (東京エレクトロン 14.3 倍、Entegris24.3 倍) を実現している反面、日本ピラー工業は他社に遜色ない売上成長率と収益性を有しているものの、予想 PER が 7.7 倍と相対的に低位に留まっている。むしろ、同社予想 PER は、前出の国内競合企業 (イーグル工業 8.0 倍、バルカー10.0 倍、ニチアス 8.3 倍) と同水準で評価されている印象である。

同社 PER は高い収益性に反して相対的に低位に推移

図表 25 : 同社電子機器関連事業の成長率は概ね主要 SPE 企業並み



図表 26 : 日本ピラー工業の予想 PER は相対的に低位にとどまる



出所：会社資料などから CGRA 作成

## ・産業機器関連事業の成長ポテンシャル

### 脱炭素に向けた新たな需要創造が期待される

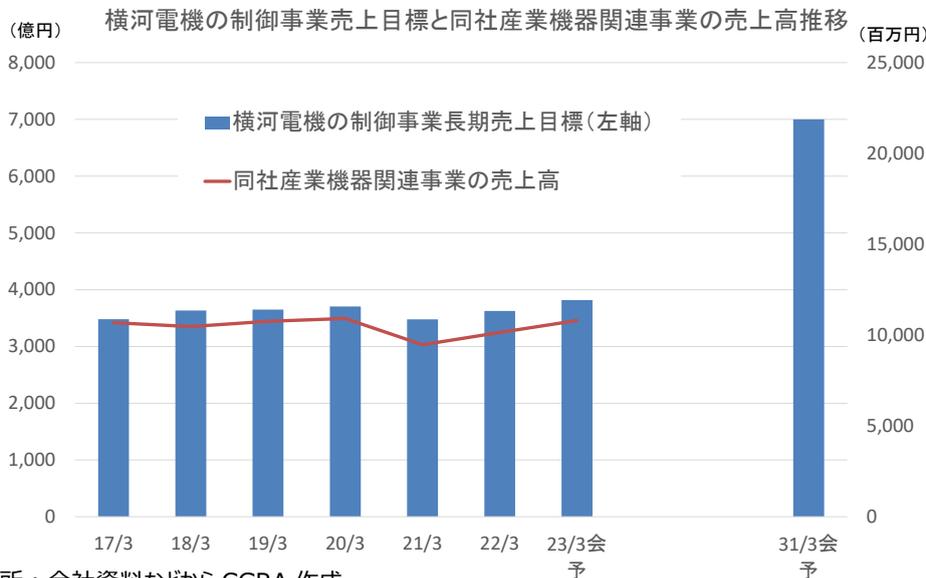
前回レポートでは、世界的なカーボンニュートラルに向けた脱炭素関連の設備投資拡大が同社産業機器関連事業にもポジティブな影響を与え、長期的な成長ポテンシャルの高まりを指摘した。22/3 期同社決算説明会資料の 30p に提示された市場別売上内訳をみると、電力・エネルギー向け市場において、「アンモニア混焼に向けた引き合い増」と記述されている。三菱重工業は水素を活用した脱炭素および CO<sub>2</sub> の吸収・再利用技術によるイノベーションで需要を喚起しようとしている。同様に、IHI はアンモニアを活用した脱炭素技術の事業化を積極化させている。経済産業省も 2030 年辺りには年間 17 兆円もの脱炭素関連の投資が必要との試算を行っており、関連銘柄である両社の株価は年初来高値を更新している。前回レポートでは、横河電機および日機装の長期業績見通しが同社産業機器関連事業の先行指標との見解を紹介した。その後、日機装は事業売却を行ったため、継続性の確認ができなくなったが、図表 28 では横河電機の制御機器事業における長期売上予想と同社産業機器関連事業の売上推移を掲載した。「脱炭素」が同社産業機器関連事業における中長期的な成長キーワードであると CGRA は考える。

「脱炭素」が産業機器関連事業の長期的な成長テーマ

図表 27：脱炭素関連銘柄と同社の株価チャート



図表 28：「脱炭素」が産業機器関連事業の成長キーワード



出所：会社資料などから CGRA 作成

## (6) ESG 経営の深耕

### ・TCFD 賛同とシナリオ分析が提示された

#### ホームページ上で非財務情報に関する開示を強化している

ESG/SDGsへの取組の進捗としては、①22年3月にTCFDへ賛同、2030年にはSCOPE1+2基準のCO2排出量を2013年対比で50%削減、2050年には実質ゼロとする目標が掲げられた。②脱炭素社会の実現に貢献する環境貢献型製品の売上高を2020年の約13億円から25年には約30億円、30年には約60億円へ引き上げる方針。③事業・設備投資における低炭素化の議論を活発化させるため、ICP（Internal Carbon pricing）制度を導入、CO2/トン=9,200円を前提に、CO2排出コスト=炭素価格×設備からのCO2排出量×耐用年数を加味した議論を始めた。④ダイバーシティ経営の推進として、女性管理職割合を22年実績3%に対して、25年には5%、30年には10%へ引き上げる計画。障害者雇用に関しては、22/3期実績雇用率が2.55%であり、法定雇用率2.3%を上回る雇用の推進と維持を図る方針である。

岩波社長を委員長にESG経営を積極化させる方針

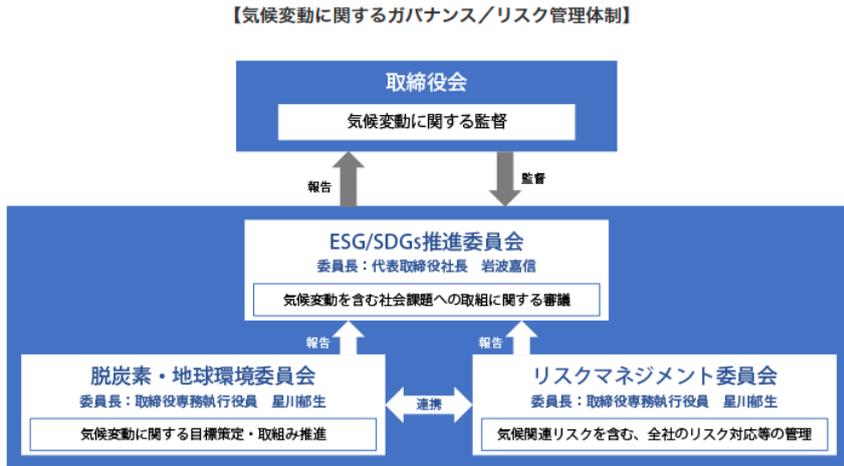
図表 29：気候変動に対する事業機会とリスク分析

	機会の内容	時間軸	機会獲得施策
市場	社会経済活動の効率化に向けたデジタルトランスフォーメーション（DX）等の進展に伴う半導体関連製品の需要増	短期	情報・通信・制御市場における技術革新や市場動向の注視と、タイムリーな新製品投入
	水素、アンモニア、バイオマス燃料など、クリーンエネルギー市場における流体制御機器の需要増	中期～長期	クリーンエネルギーの流体を扱う市場におけるニーズ把握と市場開拓の推進
	太陽光発電の増加、分散型電源の普及による半導体関連製品の需要増	短期	再エネ市場の拡大、分散型エネルギー社会への移行を踏まえた電力市場向けの半導体・液晶関連製品の安定的供給
	EV、自動運転車向け車載半導体・デバイスの増加に伴う半導体関連製品の需要増	短期	モビリティシフトに伴うニーズ把握と市場開拓の推進
技術	CO <sub>2</sub> の輸送・移送、漏洩防止に資する流体制御機器の需要増	中期	CCUSの商用段階に至るまでの研究開発の加速、実証試験等への参画
気象・気候、環境の変化	排水設備・ポンプ関連製品の需要増	短期	社会課題解決型の事業展開
	海水淡水化・浄水化関連製品の需要増	長期	

	リスクの内容	時間軸	リスク対策
政策・規制	自社のGHG排出量に応じたカーボンプライスの負担	中期	省エネ・創エネの取り組み推進によるGHG排出量の削減
市場	脱化石燃料による、電力・エネルギー市場における流体制御機器の需要減	中期～長期	エネルギーシフトやEVシフトの動向の注視と戦略的な対応
	内燃機関連搭載車向け流体制御機器の需要減	短期～中期	
技術	脱炭素社会に向けた技術・製品の開発競争の激化	中期	省エネ、省資源、省スペースなど、環境負荷低減を考慮した技術・製品の研究開発の加速
気象・気候、環境の変化	自社の主要拠点、及びその周辺における水害の発生	短期	高リスクの拠点における防災対策の推進、拠点間の連携体制の強化、及びBCPの見直し・強化

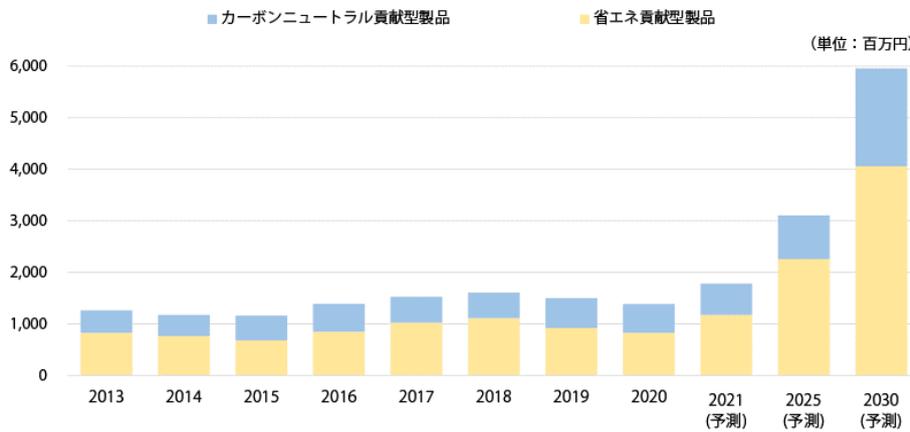
出所：同社 HP

図表 30 : 気候変動に対するガバナンス・リスク管理体制



機動性の高い管理体制を構築

図表 31 : 脱炭素に向けた環境貢献製品の売上計画



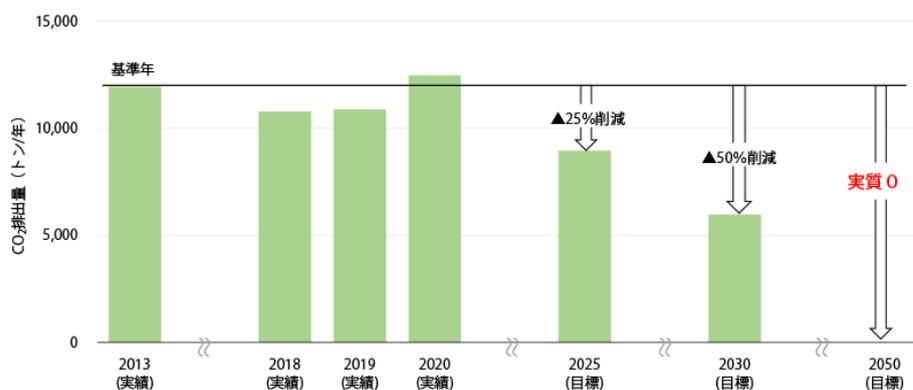
環境貢献製品の開発と拡販に注力する方針

図表 32 : CO<sub>2</sub> 排出量の削減目標

CO<sub>2</sub>排出量の削減目標 (連結/スコープ1+2)

- ・長期目標: 2050年度のCO<sub>2</sub>排出量「実質ゼロ」
- ・中期目標: 2030年度のCO<sub>2</sub>排出量を2013年度比「50%削減」
- ・短期目標: 2025年度のCO<sub>2</sub>排出量を2013年度比「25%削減」

上記目標の達成に向けて、更なる省エネ活動の推進やクリーンエネルギーの導入に取り組んでまいります。



SCOPE3 の開示が今後の課題の1つ

出所: 会社 HP

## (7) 株主還元と株価バリュエーション

### ・株主還元と TSR

#### 機動的な自社株取得も期待される

現中計（21/3～23/3）期間中の同社配当方針としては、①安定的かつ継続的な配当、②配当性向 30%以上を目標とする、③成長投資とのバランスを鑑み、機動的に自己株式取得の実施を検討する、が提示されている。

コロナ禍で始まった 21/3 期における 1 株配当金は 50 円（中間 20 円、期末 30 円）、配当性向は 34.6%であったが、自己株取得（総額 8 億円、532 千株）が実施されたため、総還元性向は 57.5%となった。22/3 期における 1 株配当金は 106 円（中間 45 円、期末 61 円）であり、配当性向は 30.3%となったが、利益成長に伴い、期初時点の 1 株予想配当金 60 円が 2 度上方修正（70 円→90 円）された後、106 円にまで引き上げられた。

23/3 期予想 1 株配当金は 108 円（配当性向 30.8%）が提示されている。23/3 期設備投資は 20 億円が予定されているが、24/3 期設備投資は福知山第 2 工場の建設と着工が遅れている三田の開発センターなどで約 130～140 億円が見込まれる。ただし、B/S 上の現預金が 200 億円を超える水準に達しており、今後の業績動向次第では自社株取得も期待できそうだ。

#### 極めて魅力的な TSR を実現してきた

2021 年の同社株価パフォーマンスは、日本電産による買収が発表された OKK などを除き、機械セクターでは実質ベストパフォーマー（2021 年初株価 1,603 円→年末株価 3,720 円：約 2.3 倍）であった。また、過去 10 年間の TSR（株主総利回り：キャピタルゲイン+累計配当/株価）を見ると、TOPIX および機械株を大きく上回る、高いリターンが創出された。例えば 5 年前に同社株を 1,501 円で購入した場合、5 年後の 22/3 期末の株価は 3,080 円となり、キャピタルゲインは+205%となるが、累計配当金 277 円を加えた TSR は+223.7%となる。同期間の配当込み TOPIX のパフォーマンスは+44.3%、配当込み機械株は同+40.8%であり、同社 TSR は両者を大きくアウトパフォームするリターンを実現している。今後に関しても、長期的な利益成長および株主還元の強化などを背景とした好パフォーマンスに期待したい。

2024 年の創業 100 周年に向けて、継続的な株主還元が期待可能

配当を考慮した株主総利回りは魅力的なリターンを実現してきた

図表 33：同社 TSR は TOPIX および機械株を大きくアウトパフォーム

投資時期	日本ピラー工業	TOPIX	機械株	日本ピラー工業		
	TSR: %	TSR: %	TSR: %	決算期	期末株価: 円	1株配当金: 円
-	-	-	-	12/3	718	16.0
10年前	483.4	183.3	183.7	13/3	778	16.0
9年前	444.1	128.8	132.6	14/3	801	16.0
8年前	429.3	92.9	90.1	15/3	1,001	20.0
7年前	341.6	47.6	49.3	16/3	979	28.0
6年前	346.4	65.5	82.5	17/3	1,501	34.0
5年前	223.7	44.3	40.8	18/3	1,582	36.0
4年前	209.9	24.6	19.1	19/3	1,277	45.0
3年前	256.5	31.2	36.7	20/3	1,258	40.0
2年前	257.2	45.0	53.9	21/3	1,864	50.0
1年前	170.9	2.0	-3.8	22/3	3,080	106.0

出所：CGRA 作成

## ・株価バリュエーション

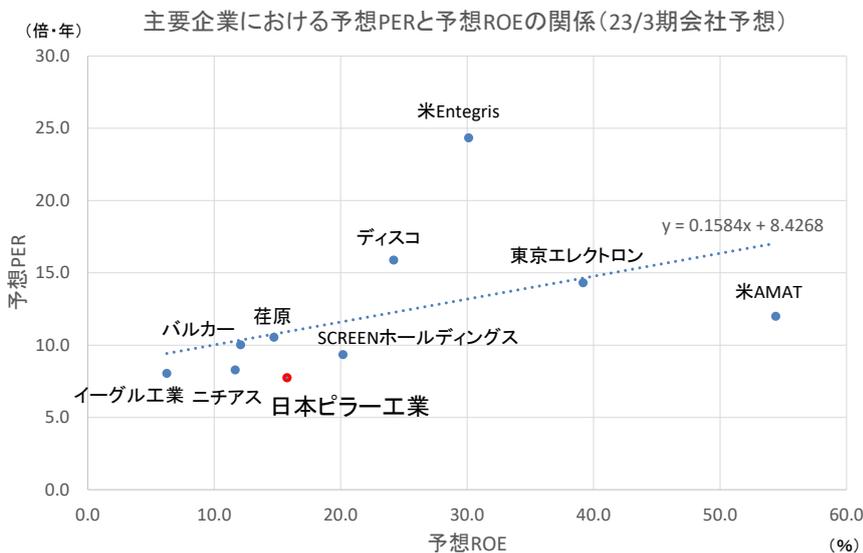
### 同社株価バリュエーションは同社が属するサプライチェーン内で最も低位

同社電子機器関連事業は、半導体関連市場への依存度が高く、東京エレクトロンなどに引けを取らない高い成長性と収益率を有している。また、産業機器関連事業は、「脱炭素」をキーワードに三菱重工業や IHI などと似通った成長期待を有している。しかしながら、同社株価バリュエーションは、それら企業から大きく下方に乖離し、むしろ国内競合企業であるイーグル工業やバルカー、ニチアスに近いマルチプルが付与されている。考えられる要因としては、22/3 期に記録した過去最高決算後の反動減を懸念したリスクプレミアムの上昇、同社時価総額が機関投資家のユニバース基準を満たせていない、などが考えられる。いずれにせよ、同社株価バリュエーションは、同社が属するサプライチェーン内で最も低位に留まっていると CGRA は考える。

相対的に高い予想 ROE に対して、同社予想 PER は低位にとどまる

PBR=ROE×PER の算式を用いて、22/3 期末（株価 3,080 円）の同社株価バリュエーションを再確認すると、PBR 1.38=15.7%（単年度 ROE）×PER 8.8 と試算される。つまり、相対的に高い資本効率（ROE）を確保しているにもかかわらず、株式市場は利益成長の継続性（PER は 8.8 倍・年）を疑っていると推測される。図表 34 では、主要企業における会社予想（コンセンサス）PER と予想 ROE の関係を散布図に示してみた。同社は高い予想 ROE に反して、予想 PER が相対的に低位に留まっていることが分かる。

図表 34：主要企業における予想 PER と予想 ROE の関係



図表 35：主要企業におけるバリュエーションと時価総額

	予想PER: 倍	実績PBR: 倍	予想ROE: %	時価総額: 億円
日本ピラー工業	7.7	1.2	15.8	680
東京エレクトロン	14.3	5.6	39.2	75,524
SCREENホールディングス	9.3	1.9	20.2	5,095
米Entegris	24.3	7.3	30.1	16,758
米AMAT	12.0	6.5	54.4	103,659
荏原	10.5	1.6	14.7	4,851
ディスコ	15.9	3.8	24.2	11,244
イーグル工業	8.0	0.5	6.3	481
バルカー	10.0	1.2	12.1	509
ニチアス	8.3	1.0	11.7	1,524

出所：各社資料などから CGRA 作成

## (8) 各種財務データ

図表 36 : 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	22/3
<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>	<b>38,050</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	21,165
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	13,009
有価証券	0	94	0	0	0	112	0	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	2,626
その他流動資産	474	401	521	431	495	1,282	271	374	322	351	1,250
<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>	<b>26,941</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	20,272
無形固定資産	56	78	75	75	94	107	105	173	251	246	222
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	6,446
<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>64,991</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>	<b>10,113</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	3,728
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	250
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	6,135
<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>	<b>2,219</b>
長期借入金	1,119	543	656	339	187	1,410	882	443	4	0	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	2,219
<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>	<b>12,333</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	49,739
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	2,919
純資産	27,135	28,629	30,585	33,099	33,905	36,740	39,834	42,169	43,010	45,776	52,658
<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>	<b>64,991</b>

(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
<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>	<b>11,950</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	11,822
減価償却費	1,170	967	924	954	940	1,022	1,397	1,718	1,822	2,056	1,991
売上債権の増減額	11	1,970	-877	-94	-564	-1,989	-635	1,072	455	-1,155	-117
棚卸資産の増減額	-74	69	375	-337	-22	-71	-374	-346	101	-81	-538
仕入債務の増減額	84	-602	354	275	-48	759	-844	-496	-98	147	344
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	-1,775
その他	130	-292	154	400	141	249	933	-446	-364	591	223
<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>	<b>-1,551</b>
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	-5	-115	0	-14	-596	-74	-132	-134	-168	-376
投資有価証券の売却	0	0	0	35	353	56	0	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	-1,365
有形固定資産の売却	0	0	0	-125	0	0	0	614	18	0	0
その他	-207	-7	28	10	-20	0	37	-277	-74	-374	190
<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>10,399</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>	<b>-1,711</b>
長期債務の調達・返済	-655	-668	-88	-375	-316	1,609	-537	-527	-439	-439	96
短期債務の調達・返済	0	0	0	0	0	0	0	0	50	0	0
配当金の支払	-493	-396	-395	-444	-495	-781	-904	-952	-1,093	-958	-1,771
新株発行・自社株取得	0	0	0	0	-319	0	0	0	-337	-800	0
その他	-20	-24	-22	-20	-15	-15	-14	-14	-43	-41	-36
<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>	<b>19,809</b>

**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	23/3
<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>40,670</b>	<b>44,000</b>
増収率	-0.8	-14.7	10.0	4.6	5.9	18.6	8.2	5.1	-5.7	3.4	34.7	8.2
売上原価	14,388	12,692	13,955	14,457	15,287	17,125	18,788	20,214	19,921	19,641	23,156	-
原価率	65.1	67.4	67.4	66.7	66.6	62.9	63.8	65.3	68.2	65.0	56.9	-
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	6,121	-
販管費率	17.6	19.9	18.6	18.4	18.3	18.1	18.7	18.2	19.2	18.9	15.1	-
<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>11,392</b>	<b>11,800</b>
増益率	-3.3	-37.1	21.5	10.9	7.5	48.9	-0.1	-0.7	-28.2	31.6	135.0	3.6
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	28.0	26.8
営業外収支	14	129	122	221	25	90	-5	102	41	247	428	-
営業外収益	98	169	152	237	116	111	111	126	120	287	442	-
営業外費用	84	40	30	16	91	21	116	24	79	40	14	-
<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>11,821</b>	<b>11,800</b>
増益率	-1.3	-34.0	20.2	13.7	1.3	50.4	-1.9	1.4	-28.7	36.8	132.1	-0.2
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	29.1	26.8
特別損益	13	0	0	-323	102	-646	-142	229	-72	-257	1	-
特別利益	13	0	0	14	207	30	0	602	27	58	3	-
特別損失	0	0	0	337	105	676	142	373	99	315	2	-
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	11,822	-
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	3,536	-
税率	41.7	37.0	38.8	36.4	33.3	30.5	31.8	31.8	27.8	28.8	29.9	-
<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>8,285</b>	<b>8,300</b>
増益率	-23.2	-28.8	16.7	7.1	20.7	33.7	6.8	8.7	-29.1	30.7	140.5	0.2
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	20.4	18.9
連結EPS	90.22	64.23	54.58	80.29	97.23	131.06	139.98	152.13	108.57	144.66	350.47	351.09
<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	10,146	10,800
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	30,410	33,200
その他	81	58	53	74	83	91	83	82	77	84	114	0
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	40,670	44,000
<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	1,589	1,800
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	9,737	10,000
その他	33	15	14	14	12	13	29	15	27	26	66	0
調整額	-23	2	3	5	10	9	-23	-16	0	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	11,392	11,800
<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	15.7	16.7
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	32.0	30.1
その他	40.7	25.9	26.4	18.9	14.5	14.3	34.9	18.3	35.1	31.0	57.9	na
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	28.0	26.8
<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	28,254	-
アジア	2,216	1,458	2,095	2,862	2,565	3,172	4,528	4,345	5,316	5,721	7,411	-
その他	782	664	1,059	1,165	1,238	1,637	1,809	2,713	2,470	2,504	5,005	-
合計	22,086	18,831	20,720	21,675	22,960	27,225	29,461	30,963	29,213	30,200	40,670	-
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	12,416	-
<b>前年比</b>												
日本	1.0	-12.5	5.1	0.5	8.6	17.0	3.2	3.4	-10.4	2.6	28.6	-
アジア	-12.4	-34.2	43.7	36.6	-10.4	23.7	42.7	-4.0	22.3	7.6	29.5	-
その他	-7.7	-15.1	59.5	10.0	6.3	32.2	10.5	50.0	-9.0	1.4	99.9	-
合計	-0.8	-14.7	10.0	4.6	5.9	18.6	8.2	5.1	-5.7	3.4	34.7	-
海外売上高	-11.2	-29.2	48.6	27.7	-5.6	26.5	31.8	11.4	10.3	5.6	51.0	-
国内売上高比率	86.4	88.7	84.8	81.4	83.4	82.3	78.5	77.2	73.3	72.8	69.5	-
海外売上高比率	13.6	11.3	15.2	18.6	16.6	17.7	21.5	22.8	26.7	27.2	30.5	-

## <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（実績7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。