



サンデン

6444 東証スタンダード / 機械

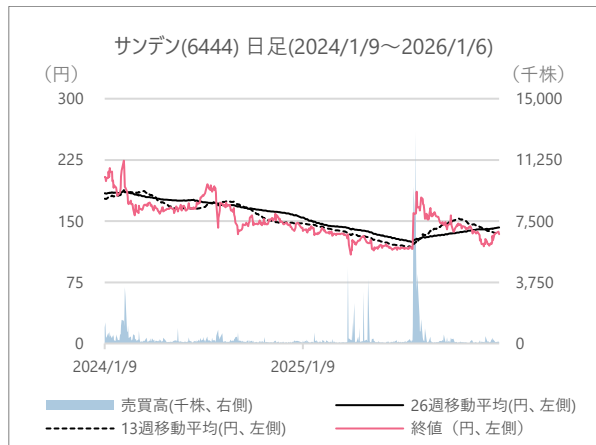
25/12 期 3Q 累計は増収、営業損失は縮小

会社概要

カーエアコン向けコンプレッサーに強み

自動車空調システムおよび自動車空調用コンプレッサーの開発・製造・販売を手掛ける自動車部品メーカー。欧州、中国、アジア、米州などに展開し、24/12 期の海外売上比率は9割超。20年に事業再生 ADR 手続を申請、中国電機大手のハイセンスグループ傘下で事業再生に取り組み、事業再生計画を完了。現在、中期経営計画「SHIFT2028」を推進中。

株価チャート



業績の動向

25/12 期の純損失 3 億円の計画は変わらず

21年5月に事業再生 ADR 手続が成立した後、純損失は22/12 期 16 億円、23/12 期 34 億円、24/12 期は 8 億円。25/12 期 3Q 累計は増収、営業損失は縮小したが、構造改革費用もあり純損失は 32 億円(前年同期は 1 億円の利益)。25/12 期通期計画の純損失は 3 億円と従来と変わらず。

株価・指標

(表示単位未満四捨五入)

株価(26/1/6 終値)	134.0 円
昨年来高値(25/8/8)	198.0 円
昨年来安値(25/4/7)	106.0 円
連結 PER(25/12 期会社予想)	- 倍
連結 PBR(最新実績)	0.77 倍
基準 BPS	173.94 円
予想配当利回り(25/12 期会社予想)	0.00 %
1 株当たり年間予想配当金	無配
普通株発行済株式数	111,693 千株
普通株時価総額	150 億円

株価・関連指標の動向

実績 PBR は 1 倍未満続く

株価は 25 年 8 月に 198 円まで上昇したが、その後はやや低調に推移。25/12 期 3Q 末の実績 BPS は 173.95 円。実績 PBR は 1 倍未満で推移。財務基盤安定化の優先などもあり、17/3 期以降、無配が続いている。25/12 期も無配を計画。

Not Rated

本資料は正確性、客観性を重視したスポンサードリサーチレポートであり、レーティングは付与していません。本資料の配布は日本国居住者のみを対象としております/This material is only intended to be distributed to residents in Japan.

業績データ 会計基準：日本基準

(%は前期比増減率)

決算期	売上高(百万円)		営業利益(百万円)		経常利益(百万円)		純利益(百万円)		EPS(円)
連 23/12 期(実績)	179,279	2.0%	-11,018	-	-8,382	-	-3,359	-	-30.15
連 24/12 期(実績)	183,848	2.5%	-6,446	-	-176	-	-777	-	-6.98
連 25/12 期(予想)	184,700	0.5%	-4,000	-	-1,500	-	-300	-	-2.69

注：予想は会社予想。ただし、予想 EPS は会社予想純利益をベースに当研究所で算出している



Contents

1. 会社概要・沿革

カーエアコン向けコンプレッサーに強み、EV 関連で成長目指す

- (1) 世界 22 カ国・46 拠点に展開
- (2) 自動車機器事業が主力で、欧州に強み。中国向けビジネスも強化
- (3) 沿革
- (4) 企業理念
- (5) 上場維持基準 **★UPDATED**

2. 事業内容

世界中の自動車メーカーや建機・農機メーカーに採用

- (1) カーエアコンの基本構造
- (2) 自動車空調システム
- (3) オフハイウェイ車用空調システム
- (4) インタークーラー
- (5) 統合熱マネジメントシステム(ITMS)

3. 業界環境・事業戦略

自動車を取り巻く環境に変化、同社は経営基盤の強化を急ぐ

- (1) 業界環境
- (2) 競合状況
- (3) 事業戦略
- (4) 中期経営計画「SHIFT2028」の概要
- (5) 中期経営計画の進捗 **★UPDATED**
- (6) SWOT 分析

4. 業績・財務分析

事業再生 ADR 手続成立後、経営基盤の強化を急ぐ

- (1) 業績と財務指標
- (2) ROIC の分析
- (3) ROE の分析



5. 株価と株価関連指標の関係

実績 PBR は 1 倍割れ続く

- (1) 業績と株価・関連指標の動向
- (2) 株主総利回り (TSR) の算出
- (3) 株主資本コストの算出 ★UPDATED

6. 当面の業績動向

25/12 期の純損失計画は 3 億円で変わらず

- (1) 24/12 期通期の業績実績
- (2) 25/12 期 3Q 累計の業績実績 ★UPDATED
- (3) 25/12 期の業績計画 ★UPDATED
- (4) 株主還元

7. 主な非財務情報

革新的な技術で車に地球に快適性を提供

- (1) 東証の要請「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について
- (2) ガバナンス
- (3) リスク管理
- (4) 気候変動
- (5) 人的資本
- (6) 国連グローバル・コンパクトへ加盟
- (7) 環境省が法制化した自然共生サイトに初年度認定 ★UPDATED

8. 大株主の状況、リスク等

実質筆頭株主は中国ハイセンスグループ 3 社

- (1) 大株主の状況
- (2) トップマネジメント ★UPDATED
- (3) リスク等

9. 財務関連データおよび指標

- (1) 通期
- (2) 四半期 ★UPDATED



Appendix 1 ～株主総利回り分析の補足解説（ファイナンス理論）

- （１） 株主総利回り（TSR）の分析について（ファイナンス理論）
- （２） 実際のマーケットにおける株主還元（配当、自己株取得）の考え方

Appendix 2 ～株主資本コストの見方

- （１） 株主資本コストとは
- （２） QUICK 株主資本コストの算出法
- （３） 具体的な活用方法

Appendix 3 ～為替・金利・経済・産業・株式市場の動向 ★UPDATED



1. 会社概要・沿革

カーエアコン向けコンプレッサーに強み、EV 関連で成長目指す

サンデンは自動車空調システムおよび自動車空調用コンプレッサーの開発・製造・販売を手掛ける。主力製品は、カーエアコン用コンプレッサー、空調室内ユニット、エンジン用熱交換器、空調用熱交換器などである。世界 22 カ国・46 拠点に進出する。

(1) 世界 22 カ国・46 拠点到展開

サンデン(以降、同社)および同社の関係会社は、同社、親会社 3 社、子会社 29 社、関係会社 8 社およびその他の関係会社 2 社で構成される(24/12 期有価証券報告書に基づく)。なお、以降、同社グループと表記した場合は、同社、子会社 29 社および関係会社 8 社を指すものとする。

主な事業内容は、自動車空調システムおよび自動車空調用コンプレッサーの開発・製造・販売。主力製品は、カーエアコン用コンプレッサー、空調室内ユニット、エンジン用熱交換器、空調用熱交換器などである。24/12 期の自動車機器事業に占める海外売上比率は 9 割を超えるグローバル企業である。

(2) 自動車機器事業が主力で、欧州に強み。中国向けビジネスも強化

同社グループの主力事業は自動車空調システムおよび自動車空調用コンプレッサーの開発・製造・販売である自動車機器事業。その他に、住宅用給湯・環境機器(主な製品はエコキュート)があるが、2018 年に撤退を表明。生産はすでに終了している。

自動車機器事業を地域別にみると、欧州が主力。その他には、EV 車の普及が目覚ましい中国のほか、アジア、米州にも展開。地域別にみると、日本が最も小さく、グローバル展開が顕著で、24/12 期の海外売上比率は 9 割超となっている。

図表1-(2)-1.地域別売上高 (億円)

	23/12期	24/12期
連結計	1,793	1,838
自動車機器事業	1,779	1,823

自動車機器事業の内訳(地域別)	うち為替影響額		
欧州	647	649	49
中国	473	424	21
アジア	311	357	23
米州	213	256	19
日本	136	137	

(出所)会社資料(24/12期決算説明資料)で
当研究所作成



(3) 沿革

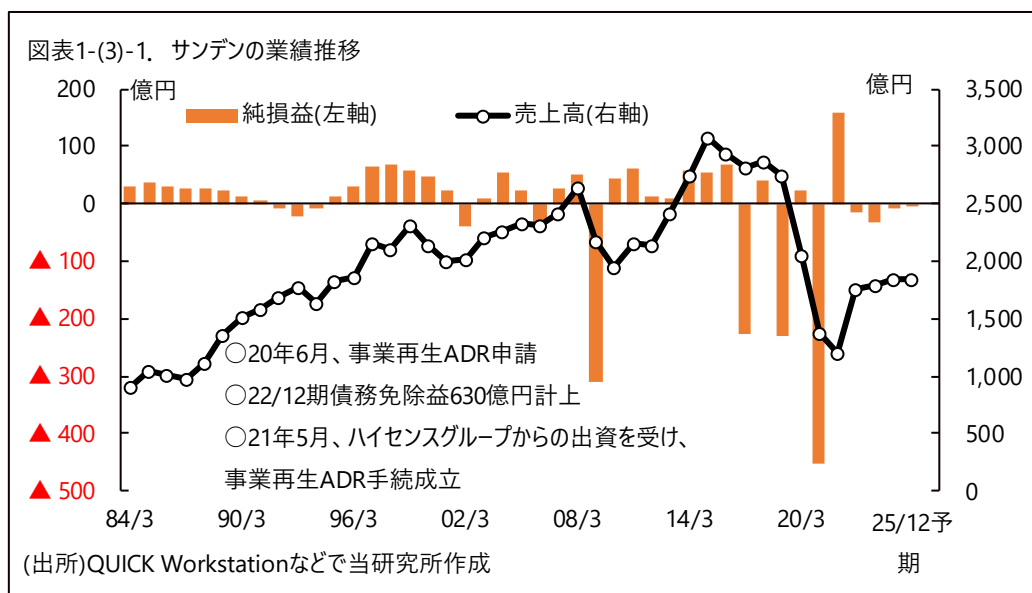
1943年に、三共電器として設立。その後、1970年にアメリカのミッチェル社とカーエアコン用コンプレッサーの技術提携を結び、本格的なグローバル展開の歩みをスタートした。会社では、その歩みを10年ごとに区切り、1970年代にアメリカ市場開拓、80年代にアジア市場開拓、90年代に欧州市場開拓、2000年代に中国市場開拓、10年代に電動化市場に参入としている。

その後、20年6月に私的整理の一種である産業競争力強化法に基づく特定認証紛争解決手続（以下、「事業再生ADR(注を参照)手続」）を申請。その後、21年5月に海信家電集団股份有限公司（Hisense Home Appliances Group Co.,Ltd.）が設立した特別目的会社である海信日本オートモティブエアコンシステムズ合同会社から第三者割当増資に係る払込みを受け、取引金融機関からの債務免除の効力も発生。同社の財政状態は改善。この第三者割当増資に係る払込みの完了により、同社は、ハイセンス・ホーム・アプライアンス・グループが属する、海信集団控股股份有限公司（Hisense Group Holdings Co.,Ltd.）を親会社とするハイセンスグループの傘下となった。同社では、20年代以降を新生サンデンのスタートと位置付けている。

事業再生ADR手続に至った経緯については次の通り。同社は08/3期から18/3期までの間で売上高を1.3倍に拡大したものの、不採算事業への対応の遅れ、米国の経済制裁における中東ビジネスからの撤退、多額の特別損失を計上。16/3期に約755億円であった純資産額が、19/3期に約235億円にまで減少した。

このような状況を打開するため、19年4月に20/3期を初年度とする5カ年の中期経営計画(SCOPE2023)を策定、19年8月には、基幹事業の一つであった流通システム事業の売却を決定し、自動車機器事業への経営資源集中を加速させるなど、同社グループの持続的成長を達成するための施策を積極的に講じてきた。

しかし、19年後半以降、欧州排ガス規制の影響でガソリン車向け販売が減少、中国市場も低迷した。さらに、20年に入り、新型コロナウイルス感染症の世界的な拡大の影響により、中国・欧州・アジアを中心に同社グループ主要工場の休業等が発生。業績の悪化が見込まれるため、事業再生のため抜本的な改善策を講じる必要があるとして事業再生ADR手続を申請することになった。





(注)事業再生 ADR とは、Alternative Dispute Resolution の略。過剰債務に悩む企業の問題を解決するため生まれた制度で、企業の早期事業再生を支援するため、中立な専門家が、金融機関等の債権者と債務者との間の調整を実施。その際、双方の税負担を軽減し、債務者に対するつなぎ融資の円滑化等を図っている。

裁判外紛争解決手続の利用の促進に関する法律(07 年施行)に基づく認証 ADR 制度(訴訟手続によらず民事上の紛争を解決しようとする当事者のため、公正な第三者が関与し、その解決を図る制度)に立脚し、「産業競争力強化法」(13 年に前身の産活法を改正)において規定された。





図表1-(3)-2, サンデンの沿革表①

年月	出来事
1943年7月	三共電器として、ベークライト成型による無線通信機用部品及びマイコンデンサー、ペーパーコンデンサー製造のため資本金198千円をもって群馬県伊勢崎市寿町20番地に創立
1948年3月	自転車用発電ランプの生産を開始
1958年6月	アイスクリームストッカー、冷凍・冷蔵ショーケースの生産開始
1961年10月	噴水式ジュース自動販売機の生産を開始
1962年8月	株式を東京証券取引所市場第2部に上場
1963年7月	ポット式石油ストーブの生産開始
1964年12月	三共電器営業部門を分離独立し、三共販売を設立(1973年10月、サンデン販売に商号変更)
1970年6月	ミッチェル社(米国)とカーエアコン用コンプレッサーの技術提携
1971年3月	カーエアコン用コンプレッサーの生産開始
1973年4月	伊勢崎市の八斗島工業団地内に八斗島工場(現 八斗島事業所)を新設し、カーエアコン用コンプレッサーの生産を開始
1973年8月	株式が東京証券取引所市場第一部に指定。同時に「三共」の商標を「サンデン」に改称
1974年1月	ミッチェル社からカーエアコン用コンプレッサーの世界販売権を取得
1974年11月	海外法人SANKYO INTERNATIONAL(U.S.A.),INC.(現 SANDEN INTERNATIONAL(U.S.A.),INC.)を米国に設立
1974年11月	三共インターナショナル(1982年10月1日、サンデンインターナショナルに商号変更)を設立
1977年12月	海外法人SANKYO INTERNATIONAL(SINGAPORE)PTE.LTD.(現SANDEN INTERNATIONAL(SINGAPORE)PTE.LTD.)をシンガポールに設立
1980年3月	ミッチェル社が所有するカーエアコン等に利用するコンプレッサーの特許権を取得
1980年4月	海外法人SANKYO INTERNATIONAL(U.K.)LTD.(現 SANDEN INTERNATIONAL(EUROPE)GmbH)をイギリスに設立
1980年10月	SANKYO INTERNATIONAL(U.S.A.),INC.(現 SANDEN INTERNATIONAL(U.S.A.),INC.)が、カーエアコン用コンプレッサー生産工場を設立
1982年10月	SANKYO INTERNATIONAL(SINGAPORE)PTE.LTD.(現 SANDEN INTERNATIONAL(SINGAPORE)PTE.LTD.)が、カーエアコン用コンプレッサー生産工場を設立
1982年10月	商号を「サンデン」に変更
1987年8月	電算部門を独立させ、サンデンシステムエンジニアリングを設立
1989年8月	SANDEN INTERNATIONAL(U.S.A.),INC.が、米国テキサス州ワイリー市においてカーエアコン用コンプレッサーを生産する第2工場を稼働
1990年7月	埼玉県本庄市に研修施設として「サンデンコミュニケーションプラザ」を開設
1994年5月	フォード社(米国)とカーエアコン用コンプレッサーの製造に係る技術援助契約を締結
1995年4月	海外法人SANDEN MANUFACTURING EUROPE S.A.Sをフランススタンテニアックに設立
1996年10月	米国環境保護庁より「オゾン層保護貢献賞(E P A 賞)」を受賞
1997年4月	子会社「サンデン販売」及び「サンデンインターナショナル」を吸収合併
1998年10月	全社品の品質管理を評価する「デミング賞実施賞」を受賞
1999年7月	国内の全営業拠点でISO14001を取得
2000年9月	自動車空調システムを生産する天津三電汽車空調有限公司を設立
2002年4月	群馬県勢多郡(現 前橋市)にサンデンフォレスト・赤城事業所完成
2002年10月	「日本品質管理賞」受賞
2004年2月	上海三電貝洱汽車空調有限公司(現 華域三電汽車空調有限公司)を中国に設立し、カーエアコン用コンプレッサーを生産
2004年4月	SANDEN MANUFACTURING POLAND SPZ O.O.をポーランドポルコヴィッツに設立
2005年6月	第3回世界投資会議で「欧州最優秀投資賞」を受賞
2006年10月	SANDEN INTERNATIONAL(U.S.A.),INC.とSANDEN INTERNATIONAL(SINGAPORE)PTE.LTD.が「デミング賞実施賞」受賞
2006年11月	「第3回日仏投資賞」受賞
2008年9月	群馬県伊勢崎本社内に「SGCT(サンデングローバルセンター)」を開設
2008年9月	連結子会社 蘇州三電精密零件有限公司を設立し、カーエアコン用コンプレッサーのダイキャスト工場を建設
2008年9月	サンデンフォレストでの継続的な環境教育が評価され「第5回朝日企業市民賞」受賞
2009年4月	八斗島事業所にて電動コンプレッサーの生産を開始

(出所)会社資料(有価証券報告書)で当研究所作成





図表1-(3)-3. サンデンの沿革表②

年月	出来事
2010年3月	連結子会社重慶三電汽車空調有限公司(現三電(中国)汽車空調有限公司)を中国に設立し、自動車空調システムを生産
2011年10月	SANDEN VIKAS(INDIA) PRIVATE LIMITEDが「デミング賞」受賞
2011年10月	SANDEN MANUFACTURING EUROPE S.A.Sにて電動コンプレッサの生産を開始
2012年8月	連結子会社SANDEN VIKAS PRECISION PARTS PRIVATE LIMITEDをインドニューデリーに設立
2012年10月	サンデンフォレスト・赤城事業所が「グッドデザイン賞」受賞
2012年11月	日本政策投資銀行の「DBJ環境格付」で2度目の最高ランクを取得
2013年2月	連結子会社 SANDEN MANUFACTURING MEXICO S.A. DE C.V.をメキシコに設立
2013年4月	サンデンフォレスト・赤城事業所が「2013年 緑化推進功労者 内閣総理大臣表彰」受賞
2014年5月	会社分割による持株会社体制移行のための分割準備会社7社を設立
2015年1月	重慶華恩実業有限公司を重慶三電汽車空調有限公司(現 三電(中国)汽車空調有限公司)に吸収合併
2015年4月	持株会社体制へ移行し、商号を「サンデンホールディングス」に変更
2015年10月	SANDEN MANUFACTURING POLAND SPZ O.O.にエアコンHVACラインを新設
2016年2月	SANDEN MANUFACTURING POLAND SPZ O.O.にコンプレッサの生産ラインを増設
2017年1月	自動車機器事業の国内子会社5社を三和(2022年1月、サンデンに吸収合併)、流通システム事業の国内子会社3社をサンワファブテック(2019年10月、SDRSホールディングスへ株式譲渡)へ吸収合併
2017年8月	全天候を再現できる環境試験棟を中国天津に建設、稼働開始
2018年4月	中国上海に「華域サンデン合慶新工場」を竣工、8月から電動コンプレッサの生産開始
2019年4月	自動車機器事業および流通システム事業を営む子会社の株式等およびそれらの管理事業に関して有する権利義務の一部を、サンデン・オートモーティブコンポーネント(2022年1月、サンデンに吸収合併)、サンデン・オートモーティブクライメイトシステム(2022年1月、サンデンに吸収合併)およびサンデン・リテールシステム(2019年10月、SDRSホールディングスへ株式譲渡)に簡易吸収分割
2019年10月	サンデン・リテールシステムの発行済株式の全てをインテグラルが運営する関連事業体の出資により組成されたSDRSホールディングスに譲渡
2020年6月	事業再生実務家協会に対し、事業再生ADR手続の正式申請
2021年5月	事業再生ADR手続が成立
2021年5月	海信日本オートモーティブエアコンシステムズ合同会社を引受先とする第三者割当増資を実施
2022年1月	事業会社体制へ移行し、商号を「サンデン」に変更
2022年1月	国内子会社7社を消滅会社とする吸収合併を実施
2022年1月	国内子会社1社を分割会社とし、グループ会社向け事業を簡易吸収分割により承継
2022年4月	東京証券取引所の市場区分の見直しにより市場第1部からプライム市場へ移行
2022年9月	連結子会社であるサンデンシステムエンジニアリングの全株式をエクシオ・デジタルソリューションへ譲渡
2023年1月	重慶三電汽車空調有限公司を三電(中国)汽車空調有限公司へ社名変更
2023年10月	東京証券取引所プライム市場からスタンダード市場に市場変更
2023年12月	SanDen International(USA),INC.が電動コンプレッサの生産を開始し、日本、中国、欧州、北米の4極生産体制を確立
2024年1月	新コーポレートスローガン「INNOVATING COMFORT」を発表
2024年2月	コンプレッサのグローバル累計生産台数4億台を達成

(出所)会社資料(有価証券報告書)で当研究所作成

(4) 企業理念

同社グループは、「創業の精神」をはじめとする理念体系のもと、経済的価値と社会的価値を追求し、持続可能な社会の実現に貢献していくとしている。細目は以下の通りで、同社 HP から引用する。

(A)創業の精神

知を以て開き、和を以て豊に(Let us Develop with Wisdom and Prosper in Harmony)

知力により開発・開拓し、みんなの力を合わせ繁栄しようという意味です。当社グループおよび社員は、「創業の精神」をグローバルで実践し、取り組んでまいりました。これからも、この「創業の精神」を今まで以上に大切に、持続可能な成長に向けて行動してまいります。



(B)社是

- 一、顧客のためになるよい製品を作ります Satisfy our customers needs with high quality products.
 - 一、仕事を通じて社会福祉と文化の向上に貢献します Contribute to the social and cultural improvement of the community through business activity.
 - 一、自己啓発につとめ誇り高き会社の建設に努力します Build a company of which all are proud, through the effort of self-motivated employees.
- 会社創業以来の社員の行動基軸です。

(C)企業理念・憲章

サンデングループは国の内外を問わず、法令、国際ルールを遵守し、次の 10 原則に従い行動します。

- ①良き企業市民、社会との調和→国際社会の一員として、社会と調和し、社会から信頼される良き企業市民として成長していきます。
- ②人権尊重→あらゆる人の尊厳と基本的人権尊重の精神に基づく企業文化を築きます。
- ③環境→かけがえのない美しい地球を次の世代の人々に引き継ぐために、企業活動のあらゆる面で環境の保全に配慮して行動します。
- ④企業倫理→高い倫理観のもと、誠実でフェアな企業活動を行います。
- ⑤安全衛生→社員のゆとりと豊かさを実現し、安全衛生と健康に配慮した働きやすい環境を確保します。
- ⑥お客様→技術開発とモノづくりを基本として、品質を第一に考え、常に世界中のお客様に満足される魅力のある製品、システム、サービスを提供します。
- ⑦社員→挑戦と改革の企業文化を基本として、人間性尊重の精神に溢れた自由闊達な組織文化を築き、社員とともに成長していきます。
- ⑧株主・投資家→会社を成長させ企業価値を高めるとともに、経営の透明性向上により、株主・投資家の信頼と期待に応えます。
- ⑨地域社会→世界各地の慣習や文化を尊重するとともに、地域社会の発展や文化の向上に貢献します。
- ⑩取引先→取引先とは公平かつ透明な取引関係に基づき、お客様に対し最高の製品、システム、サービスを提供できるビジネスパートナーとして、ともに成長します。

(D)ビジョン

自動車用コンプレッサーと統合熱マネジメントシステムのグローバルリーダーになる

Become the world's leading supplier of automotive thermal systems and vehicle compressors.



(E)ミッション

2025 年に自動車用コンプレッサ-事業で TOP3、統合熱マネジメントシステムで TOP5 を目指す

Compressor ranks among the TOP3、Thermal management ranks among the TOP5 by 2025.

(5) 上場維持基準 ★UPDATED

(A)東証スタンダード市場への移行

23 年 10 月、同社は東証プライム市場から東証スタンダード市場に移行した(図表 1-(3)-3 を参照)。

理由としては、プライム市場の上場維持を選択した場合、上場維持基準を満たしていない流通株式比率および流通株式時価総額の充足が必要となるためだ。また、両指標を安定的・継続的に充足する状態が保てなかった場合、上場維持基準に抵触するリスクがあることを踏まえ、スタンダード市場に移行することを選択した。

図表1-(5)-1. プライム市場の上場維持基準への適合状況について

		株主数	流通株式数	流通株式時価総額	流通株式比率	1日平均売買代金	純資産額
		人	単位	億円	%	億円	
同社の適合状況およびその推移	21年6月時点	9,291	219,138	81	78	1.30	純資産額が正
	22年12月時点	10,556	255,190	54	22.8	0.64	純資産額が正
プライム上場維持基準		800	20,000	100	35	0.20	純資産額が正

(注)各々の基準日時点で把握している同社の株券等の分布状況等をもとに算出。

21年6月末時点の数値には、2021年5月31日の増資による影響は、反映していない

(出所)同社資料(プライム市場の上場維持基準への適合に向けた計画に基づく進捗状況(変更)並びに

スタンダード市場への選択申請及びスタンダード市場の上場維持基準への適合に向けた

計画書(流通株式比率)及び進捗状況について(23年9月26日付け)で当研究所作成

(B)進捗状況

25 年 3 月 28 日、同社のスタンダード市場の上場維持基準への適合状況を開示した。24 年 12 月末時点で流通株式比率について上場維持基準を満たしていない。ただ、同社では次の通りにみている。

「これまでの継続的な上場維持基準への適合に向けた取組により流通株式比率は改善傾向にあります。2025 年度は引き続き中期経営計画に基づき、企業価値向上と IR 活動等の施策を充実させることで株式流動性の向上を図ってまいります。また流通株式比率の上場維持基準への適合につきましては、2024 年 8 月より海信日本オートモーティブエアコンシステムズ合同会社との間で、具体的な取組内容及び実施の時期に関して対話を開始しております。今後、資本政策等を総合的に勘案し、当該基準の充足に向けた施策の実行を進めてまいります。」

ハイセンスグループによる株式の流動化などにより 25 年 12 月までに上場維持基準への適合を達成見込みだ





と表明している。なお、25年11月28日付けで、同社の筆頭株主である海信日本オートモーティブエアコンシステムズが、サンデン株式200万株(サンデンの発行株数の1.79%)を市場外で売却したとの報告書の提出があった。

図表1-(5)-2. スタンダード市場の上場維持基準への適合状況について

		株主数	流通株式数	流通株式時価総額	流通株式比率	純資産額
		人	単位	億円	%	
同社の適合状況およびその推移	23年12月時点	9,975	259,393	44	23.22	純資産額が正
	24年12月時点	9,920	263,851	39	23.62	純資産額が正
上場維持基準		400	2,000	10	25	純資産額が正
適合状況		適合	適合	適合	不適合	適合
計画期間		800	20,000	100	25年12月まで	純資産額が正

(注)同社の適合状況は、東京証券取引所が基準日時点で把握している同社の株券等の分布状況等をもとに算出したもの

(出所)上場維持基準の適合に向けた計画に基づく進捗状況について(25年3月28日付け)で当研究所作成



2. 事業内容

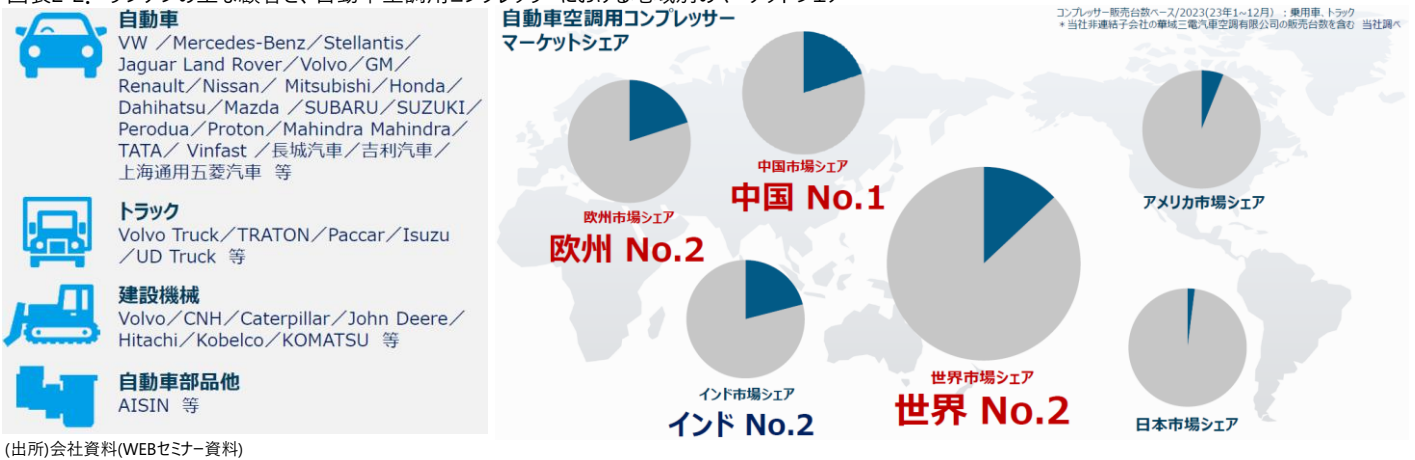
世界中の自動車メーカーや建機・農機メーカーに採用

同社の事業は、自動車機器事業の単一セグメントだが、製品はコンプレッサーをコアに、「冷やす・あたためる」技術を応用。主な製品区分としては、自動車空調システム、オフハイウェイ車用空調システム、インタークーラーがあり(図表 2-1 ではその区分に属する主な製品を紹介)、さらに自動車電動化に対応した「統合熱マネジメントシステム(ITMS)」の市場投入を進めている。主な顧客や、主力商品である自動車空調用コンプレッサーのマーケットは図表 2-2 をご覧いただきたい。

図表2-1. サンデンの主な製品



図表2-2. サンデンの主な顧客と、自動車空調用コンプレッサーにおける地域別のマーケットシェア



(1) カーエアコンの基本構造

まず、同社の基本技術を生かしたカーエアコンについて解説する。

カーエアコンは、車内を快適な温度に保つための重要な機能。その仕組みは、冷媒と呼ばれるガスを「気化→液化→再び気化」させるサイクルを繰り返すことにより実現。この過程で、気化するときに冷媒が周囲から熱を奪い、液化するときに圧縮されることで効率的に車内の温度を下げる。ガスを圧縮して高圧にすることで液化がしやすくなり、エアコンの冷却機能が可能となる。



コンプレッサーを利用して「冷やす」仕組みは次の通り。

①コンプレッサーでエアコンガスを圧縮する→冷媒を圧縮し、高温・高圧の状態にする。これにより冷媒は効率的に冷却されやすくなる。

②コンデンサーでエアコンガスを冷却する→圧縮された高温・高圧の冷媒ガスを冷却し、気体から液体に変換。この時、冷媒の温度が下がる。

③レシーバーに液状で冷媒を蓄える→液状になった冷媒を一時的に蓄え、不純物や水分を取り除く役割を果たす。

④エキスパンションバルブにて噴霧→冷媒を噴霧し、圧力を急激に下げることで冷媒が気化しやすい状態にする。ここで冷媒が冷たくなり、冷却効果を持つようになる。

⑤エバポレーターでプロアファンの空気を冷やす→気化した冷媒が再び熱を奪い、エバポレーターの周囲を通過するプロアファンからの空気を冷やす。この冷えた空気が車内に送られ、快適な車内温度が維持される。

なお、暖房機能に関しては、図表 2-(1)-1 の「暖める」の部分をご覧ください。

図表2-(1)-1. カーエアコンの基本的な仕組み



(出所)会社ホームページ

(2) 自動車空調システム

カーエアコンを構成する様々な部品を世界規模で製造・販売している。大手自動車メーカー、建設機械・農業機械メーカーへの供給が主体となっている。



(A) ヒートポンプシステム

外気の熱を利用し、冷媒の圧縮、液化、蒸発を繰り返すことで、省エネルギーで暖房・冷房する空調システム。ヒートポンプの消費電力のみで外気の熱を室内に移動させることができ、使用電力以上の効果を得られるのが特徴。

(B) コンプレッサー

冷媒を圧縮して高温にし、膨張させることで冷気を生み出す。電動コンプレッサーは、モーターを内蔵しているため、エンジンの動力は必要ない。HEV(Hybrid Electric Vehicle、二つ以上の動力源を合わせ、走行状況に応じて動力源を同時または個々に作動させ走行する自動車)やEVなどの車両の冷房や暖房システムにおいては燃費向上、静粛性、環境負荷の低減などに貢献する。製品としては、電動コンプレッサー、可変容量コンプレッサー、固定容量コンプレッサーなど。

(C) HVAC ユニット

HVAC は heating, ventilating and air-conditioning(暖房、換気および空調)の略。当該ユニットは自動車空調システムの中核部品で、内気・外気の切り替え、熱交換器で冷却・加熱された空気を、最適な温度や湿度、風量に調整する。自社開発の小型・高性能熱交換器や、高効率送風機を採用し、高い能力と静音性の両立を果たす、小型 HVAC ユニットを開発している。

(D) 熱交換器

コンプレッサーで圧縮された冷媒を、蒸発(気化)、凝縮(液化)させ、空気を冷やし、あたためる。製品としては、ヒートポンプ用、コンデンサー、エバポレーター、ヒーターコアなど。

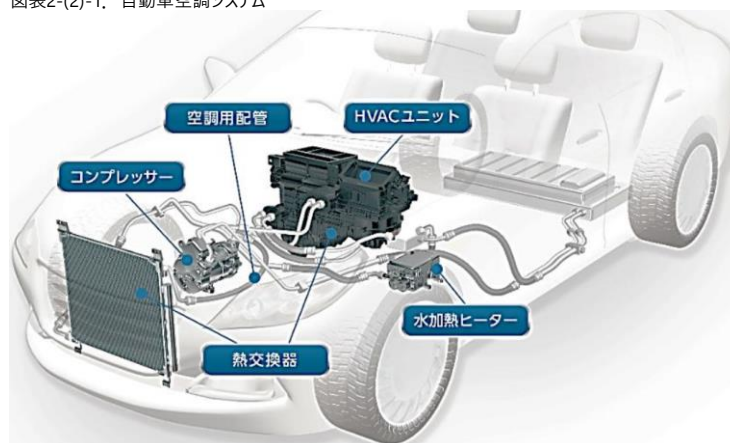
(E) 水加熱ヒーター

電気自動車の暖房熱源に電気ポットのように、水を電気で加熱する水加熱電気ヒーター(ECH)を開発している。

(F) 空調用配管

主にアジア、インド地域を中心に開発、生産体制を構築し、グローバルに供給。

図表2-(2)-1. 自動車空調システム



(出所)会社ホームページ





(3) オフハイウェイ車用空調システム

建設機械メーカー、農業機械メーカーなどに向け、オフハイウェイ車両用 HVAC システムを提供している。オフハイウェイ車両はショベル、クレーン、ブルドーザーなど多岐にわたり、HVAC システムにおいても各車両にカスタマイズされた多種、多様な品揃えを持っている。また、耐久性、耐埃性、メンテナンス性など産業機械ならではのニーズも取り込み、顧客満足度の向上とともにシェア拡大を図る意向。

(4) インタークーラー

ターボエンジン(排気ガスのエネルギーを利用してターボの羽根であるタービンを回転させ、同時にコンプレッサーを動かして吸気を圧縮して、エンジン内部に強制的により多くの空気を送り込むエンジン。船舶、発電機、建設機械、鉄道車両、自動車などで広く採用)の潜在能力を引き出すのが空冷式インタークーラー。同社独自の熱交換技術を活かし、内部伝熱面積の拡大による高性能化と、樹脂タンク採用による軽量化を実現し、複雑な形状にも対応している。

(5) 統合熱マネジメントシステム(ITMS)

同社は事業戦略の柱と位置付けている。「冷やす・あたためる」をキーテクノロジーに自動車の快適環境の実現を目指し、カーエアコン用コンプレッサーやカーエアコンシステムを開発・製造してきた。そして、長年培ってきたコンプレッサー技術、システム技術とヒートポンプ技術の強みを活かし、効率的な「統合熱マネジメントシステム(ITMS)」の実現を目指して開発を進めている。省燃費、省エネルギー技術によって地球環境負荷の低減に貢献していく考えだ。

EV はエンジンが無いため、その廃熱が利用できず、暖房時に駆動用バッテリーの消費量が増加し、航続距離の低下につながるものが課題となっている。同社は EV の熱エネルギーを統合的に有効活用することにより、航続距離の延長と乗員の快適性に貢献する、ITMS の開発を進めている。

(A)EV の廃熱を回収して有効活用

ITMS は、特に EV の効率と性能向上を目指して開発された技術。モーター、インバーターなどパワートレインからの廃熱を回収し、ヒートポンプ技術と組み合わせることでEV の熱エネルギーを有効活用する。ITMS は、主要な車両コンポーネント（バッテリーやモーター、インバーター、車内空調）といった温度を一元的に管理し、より快適で効率的な運行をサポートする。

(B)バッテリーの負担軽減、航続距離の低下軽減

ITMS により、猛暑・寒冷などの過酷な環境においてもバッテリーの温度を適切に保つことで、バッテリーの負担を軽減することができる。また、快適な室内空間を効率よく提供できるため、電力の大量消費を抑えることによ





てバッテリーへの負担低減にも貢献する。その結果、航続距離の低下を軽減することが可能となる。

(C)今後の戦略

ITMS の展開は、①高効率性、②快適性、③モジュール化、④インテリジェンスの四つの方向性で進めている。現状、直接(ダイレクト)・間接(インダイレクト)方式の考え方を基にITMS2.0、ITMS3.0を展開。自動車のサイズや仕様により目的や用途に応じて、適切なソリューションを提供していく方針だ。

ITMS2.0 はダイレクト方式と呼ばれる。冷媒を直接エアコンユニットに入れている。応答性が良く、早く冷やしたりあたためたりすることが可能となっている。

ITMS3.0 はインダイレクト方式で、水回路を介してエアコンユニットに入れている。環境規制の PFAS(有機フッ素化合物のうち、ペルフルオロアルキル化合物およびポリフルオロアルキル化合物の総称)対応となるプロパンガスを冷媒とするシステムの場合、冷媒量を極力少なくすることができる。「インダイレクトシステム」を採用することで、冷媒がキャビン内に直接入らないよう工夫されており、乗員の安全性も確保される。また、コンパクトリフリーズユニット(CRU)を採用し、冷媒使用量を大幅に削減。これにより、従来よりもシステムの小型化と軽量化が進み、電力消費を抑えつつも、高い熱管理性能を発揮する。

図表2-(5)-1. ITMSの概念



(出所)会社ホームページ





図表2-(5)-2. ITMS戦略の概要

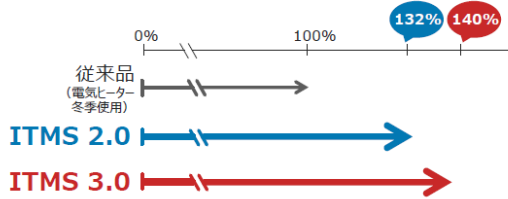
ITMSハードウェア×ソフトウェア

EC（コア部品）とソフトウェア両面のITMSコンポーネントを保有



技術優位性

競合対比優位な高い電費効率性を実現（航続距離の延長）



(出所)会社資料(中期経営計画「SHIFT2028」)

PFAS規制への柔軟な対応

ダイレクト方式/インダイレクト方式の2方式により、プロパンガスを冷媒とするシステムも安全に実現可能

ITMS2.0

ITMS2.0は**ダイレクト方式**であり、冷媒を直接エアコンユニットに入れ、応答性の優位さを実現

ITMS3.0

ITMS3.0は**インダイレクト方式**であり、**環境規制のPFAS対応**となるプロパンガス冷媒システムにおける冷媒量の大幅削減を実現



3. 業界環境・事業戦略

自動車を取り巻く環境に変化、同社は経営基盤の強化を急ぐ

CASE(本文にて解説)や MaaS(同様)などの概念が登場。自動車業界は 100 年に 1 度と呼ばれるパラダイムシフト(物の見方や捉え方の変化)を迎えたとされる。同社はカーエアコン向けコンプレッサーに強みを持つ自動車部品メーカーとして、EV 向けの生産・研究開発が急務となっている。今後、ITMS の技術強化に向けた設備投資や研究開発費などの負担が大きくなりそうだ。同社では、事業再生 ADR の手続完了以降、経営基盤の強化を急ぐことで、対応していく考えだ。

(1) 業界環境

1 台の自動車は一般的に 3 万点の部品から構成される。完成車メーカーを頂点に、中小企業を含め関係企業の裾野が広く、ピラミッド構造だとされるのはこのためだ。EV の登場により、エンジン関連をはじめ、部品点数が減るとされているが、その中で同社グループは ITMS をはじめ、熱を制御・利用することで活路を見出していく考えだ。

まず、CASE とは Connected(コネクテッド)、Autonomous(自動運転)、Shared & Service(シェアリングサービス)、Electrification(電動化)という自動車を取り巻く変革を表す 4 つの領域の頭文字をつなげた造語だ。次に MaaS とは、Mobility as a Service の略で、鉄道、バス、タクシー、飛行機などあらゆる交通手段を 1 つのサービス上に統合し、より便利な移動を実現する仕組みのことを指す。環境規制の強化や所有から利用へという消費者行動の変化に加え、EV の蓄電池としての機能への注目の高まりなども自動車業界のパラダイムシフトを後押しする格好となっている。

なお、世界の自動車販売台数は、23 年は自動車メーカーの品ぞろえ充実や、半導体不足による生産制約が解消し、順調に拡大したが、24 年は、中国での販売不振などもあり、やや伸び悩んだ模様だ。

こうした環境下、自動車部品メーカーは電池やモーターに対応した部品開発を余儀なくされている。単品を作るだけでなく、自動車に搭載した部品をソフトウェアで制御するシステムの構築、インターネットに対応した通信環境の整備、部品間の精度を維持するための各種センサーなどの開発も必要だ。こうしたことを実現するためには、他社との提携、M&A など選択肢となる。また、二酸化炭素削減などをはじめとした環境対策関連の負担も大きくなっている。

また、調達面での問題もある。世界的な物価高騰や円安で、海外からの部材調達費も上昇している。加えて、人材不足を背景にした人件費上昇も負担だ。現時点では値上げなどで対応しているが、各社間の競争も激化しており、自動車部品メーカーは、中長期的にはコスト低減により価格競争力をつけていく必要がある。

(2) 競合状況

自動車メーカーのパラダイムシフトに伴い、自動車部品メーカーも変革を迫られている。主力の電動コンプレッサーの競争力を高めることで、対応していく意向だ。





同社が主力とする電動コンプレッサーのシェア動向をみると、トップが豊田自動織機で、以下、Hanon Systems(韓国)、サンデングループ、BYD(中国)、MAHLE(ドイツ)が続くとされている。豊田自動織機はトヨタ系列のため、数量が多いことが要因だ。同社グループは、自動車メーカーの系列色は無く、独立系として、多くのメーカーと取引できる立場にある。

地域別にみると、欧州市場での存在感が大きい。また、中国に生産拠点があり中国での販売実績・プレゼンスを持つことに加え、中国資本傘下にあることもあり、EV 市場で先行する中国系メーカー(大手だけではなく、新興メーカーに対しても)に強みを発揮できるのが特長だ。

なお、以下の図表で、NEV は新エネルギー車、ICE は Internal Combustion Engine の略で内燃機関を指す用語として使っている。

図表3-(2)-1. サンデンの優位性

		製品優位性	既存市場シェア	市場規模 (2023年)	市場成長性 (2028年)	高成長顧客
NEV	EC	<ul style="list-style-type: none"> • 電動車の航続距離を140%に延長 • 多様な冷媒に対応した商品ラインナップ • グローバル生産体制 	グローバル：3位	約4,000億円 内：中国 46% 内：欧州 20%	約8,000億円 内：中国 50% 内：欧州 28%	NEV市場の成長を享受する中国系・欧州系顧客への販売加速（既存拡大、新規獲得）
	ITMS		CY25からの成長市場	約2,000億円 内：中国 58% 内：欧州 20%	約1.0兆円 内：中国 47% 内：欧州 21%	
	HVAC	<ul style="list-style-type: none"> • 4億台の生産実績による技術と信頼 • ハイセンスとの調達シナジーによるコスト競争力 • グローバル生産体制 	アジアシア：9%	約1.7兆円 内：中国 32% 内：欧州 20%	約1.8兆円 内：中国 34% 内：欧州 19%	競合が消極的な中で、既存の生産・物流アセットと顧客リレーションを活かし、優良顧客を選別・集中
ICE	MC	グローバル：2位	約7,000億円 内：中国 27% 内：欧州 20%	約4,000億円 内：中国 22% 内：欧州 17%		

(出所)会社資料(中期経営計画「SHIFT2028」)

(3) 事業戦略

同社はコンポーネントサプライヤーから「フルソリューション・システム・サプライヤー」への転換を図る意向だ。これまでの単品売りから、システムでの販売を軸に据えることで、顧客に深く入るとのことだ。

核になるのは、次世代技術の根幹となりうる熱制御。「熱を制す者が次世代技術を制す」と言われており、モビリティから放出される熱の抑制・利用が重要視されているためだ。同社グループは統合熱マネジメントシステムのリーディングカンパニーとして成長することを目指している。これを達成するために、現在、中期経営計画「SHIFT2028」に取り組んでいる。

(4) 中期経営計画「SHIFT2028」の概要

24年2月に、中期経営計画「SHIFT2028」を発表した。計画期間は24/12期から28/12期までとしている。

※本資料のご利用に際して重要な事項を最終の2ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。



連結業績の目標としては、最終年度の 28/12 期には売上高で 3000 億円(24/12 期 1838 億円)、経常損益 90 億円(同 64 億円の損失)を目指すというものだ。

20 年の事業再生 ADR 申請後、財務基盤の悪化から、顧客が減少。連結業績が悪化したが、同社では、23/12 期までに事業再生が終了したと判断。今回の計画では、商権(顧客との取引権利)を獲得するため、様々な施策をとっている。まずは、生産コスト低減に注力し、利益面での回復を先行。

次は売上高の回復を本格化。商権獲得から、売上計上までには 3 年から 5 年かかるとされ、これまでに取り組んだ商権獲得が売上につながる 28/12 期に売上高を大きく成長させるという計画だ。

初年度の 24/12 期は円安もあり、当初計画を上回る業績を上げ、上々のスタートとなった。ただ、ITMS 実現に向けた費用負担が重く、当面は生産コスト低減に取り組む意向だ。同社が取り組むコスト体質改善が継続的に進むかがポイントになる。一方、25/12 期は中国 EV 向け需要の減速などが響き、同社は経常損益の赤字を計画、中計で掲げた黒字転換は達成が厳しくなっている。ただ、中計の基本的な概念・方向性は変えていない。

(A)新中期経営計画策定の背景

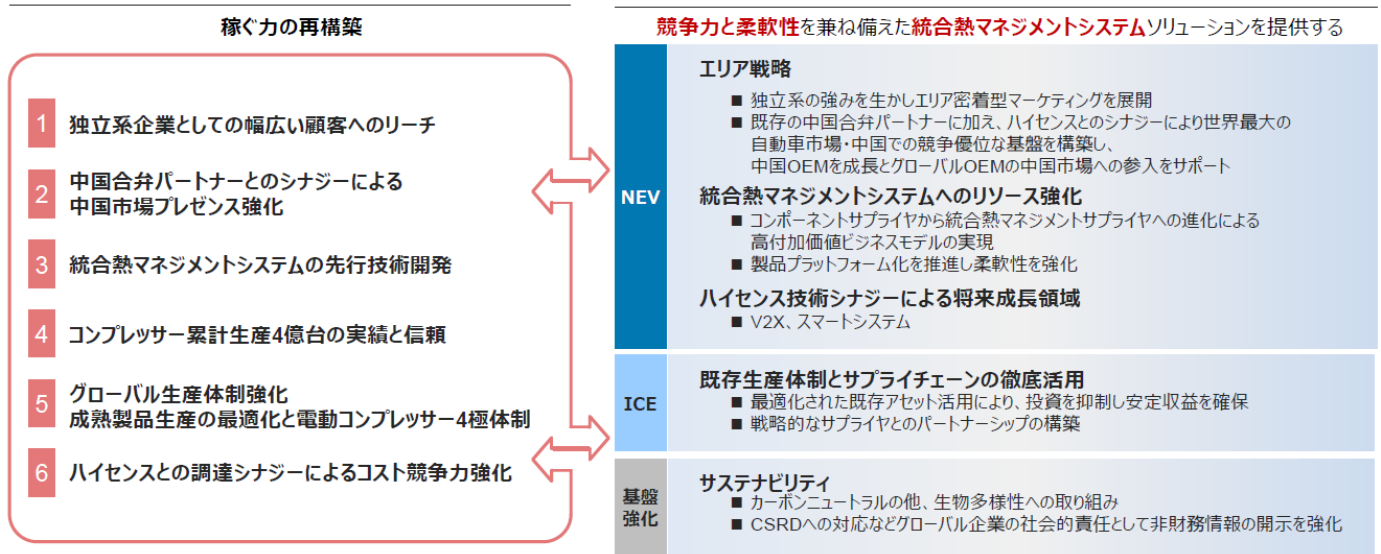
同社グループは、事業再生 ADR 手続(21 年 5 月)後の事業再生計画を元に、①生産体制の抜本的見直し、②基盤収益力の向上、③積極的な『協創』による成長、④資本増強、資産改革によるキャッシュフロー創出、⑤実行のための仕組み改革の 5 つの改革プランに取り組んできた。自動車市場の電動化に伴い、NEV(新エネルギー車)向けの技術および製品分野への積極的な投資により、電動コンプレッサーを中心とする統合熱マネジメントシステム領域を強化した。これにより、欧州のグローバル OEM 納入先に加え、ハイセンスグループとしてのシナジーを最大限活用し自動車市場最大の中国においても新製品により新たな商権を獲得するなど、グローバルにおける 23 年の新商権獲得は拡大した。

同社グループが持続的な成長を遂げていくためには、獲得した商権を確実に売上に転換する継続的な成長投資と、徹底したエリア戦略の展開とともに、更なる収益力の改善、それを支える人材開発および組織運営の効率化を図ることが重要な経営課題であると認識し、事業成長を加速するため改めて中期経営計画を見直し、課題解決に向けた企業方針を明確にすることで新たな成長を確実に遂げることを目的に策定した。





図表3-(4)-1. 中期経営計画「SHIFT2028」と、前計画の振り返り
再生期間（2020-2023）

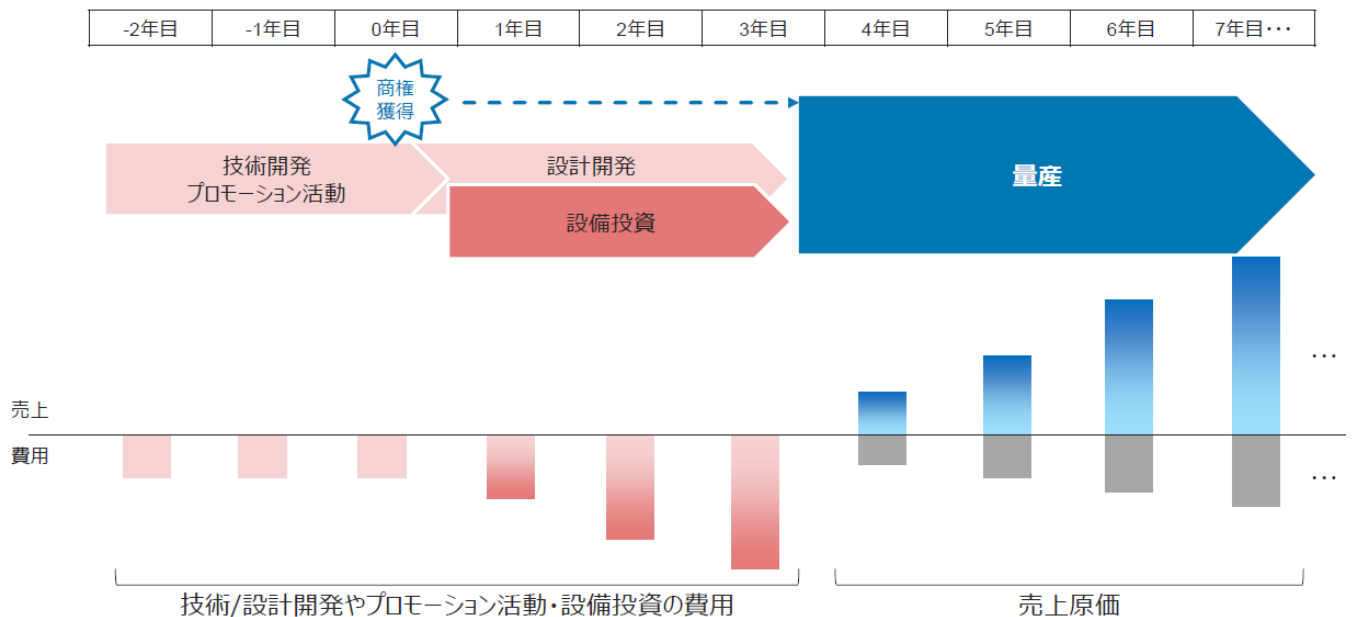


(出所)会社資料(中期経営計画「SHIFT2028」)

(B)目指す姿

事業再生 ADR 手続の期間の間に減少した商権獲得の影響により、24 年度までの売上高が停滞したが、新規の商権獲得は進展した。新商権獲得が売上につながるまで(3 年から 5 年)には、継続的な技術開発および生産投資が必要となるが、これらを推進することで事業成長に向けた基盤を確立。コンポーネントサプライヤからフルソリューション・システム・サプライヤへの変化を遂げ、統合熱マネジメントシステムのリーディングカンパニーとして持続的成長を実現するとしている。

図表3-(4)-2. 商権獲得から売上計上・量産化までのイメージ



(出所)会社資料(中期経営計画「SHIFT2028」)

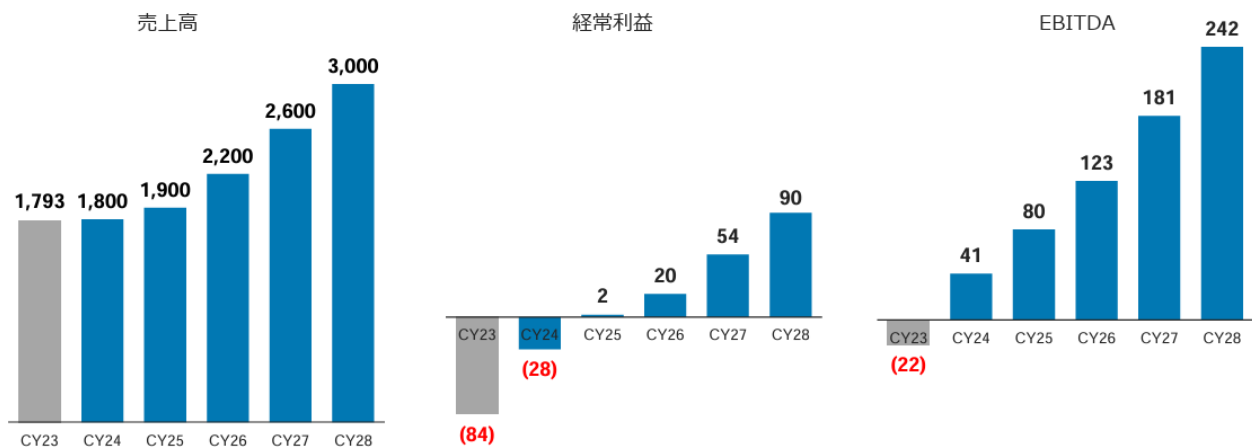


(C)業績目標

28/12 期連結業績で、売上高 3000 億円、経常利益 90 億円を目指としている。詳細については以下の通り。EBITDA(経常利益 + 支払利息 + 減価償却費)での黒字拡大、営業損益は 27/12 期に黒字転換を見込むとしている。

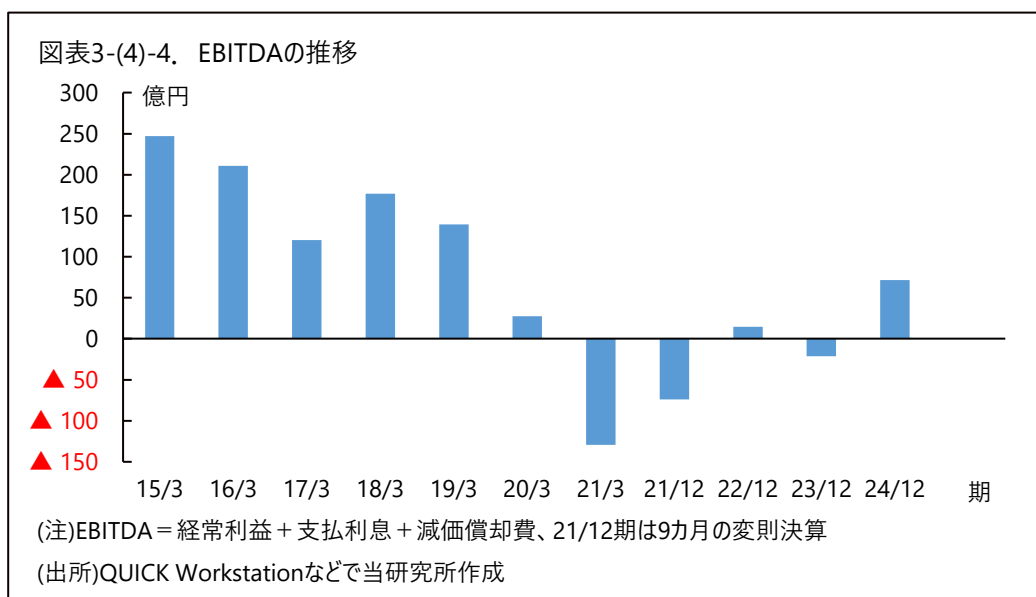
図表3-(4)-3. 中期経営計画「SHIFT2028」の業績目標(単位は億円)

項目	CY23	CY24	CY25	CY26	CY27	CY28
売上高	1,793	1,800	1,900	2,200	2,600	3,000
営業利益	-110	-68	-38	-23	8	42
経常利益	-84	-28	2	20	54	90
EBITDA	-22	41	80	123	181	242



(出所)会社資料(中期経営計画「SHIFT2028」)

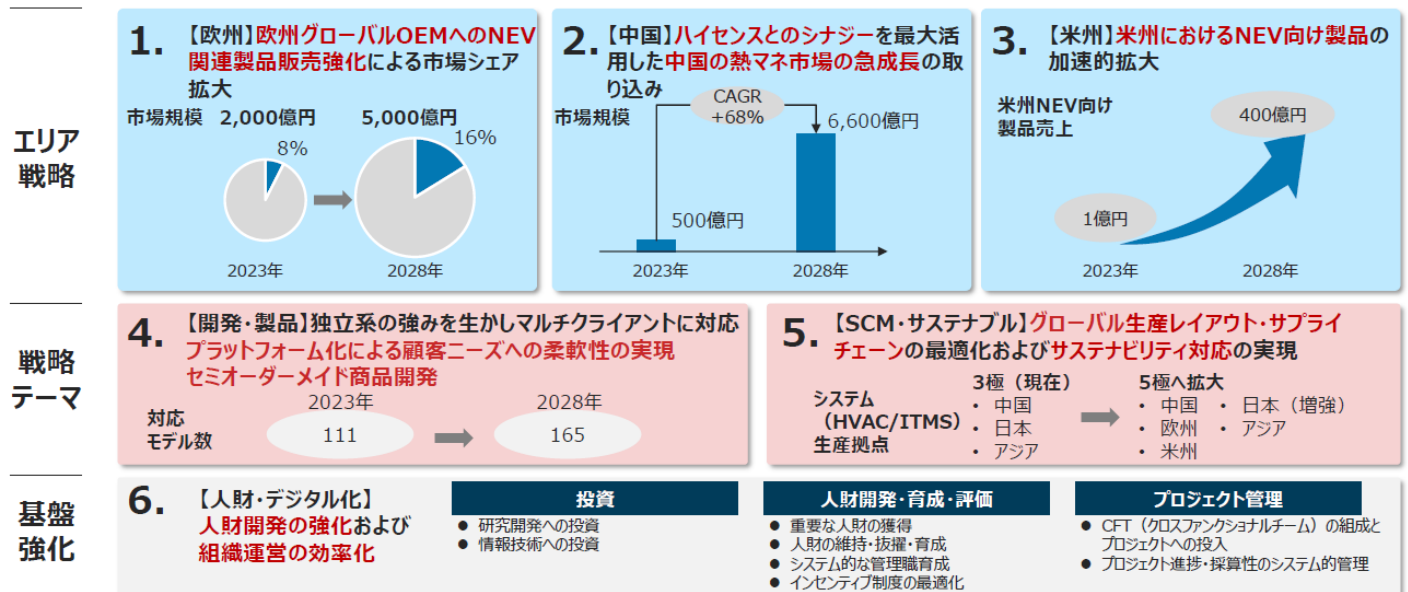
なお、同社が重要な KPI の一つに挙げている EBITDA の推移は以下の通り。24/12 期は上記図表では 41 億円を計画していたが、実績は 71 億円と、計画を上回って着地した。



(D)重点戦略

次の6つの重点施策に取り組むとしている。①欧州のグローバル OEM 納入先への熱マネジメントシステムの販売強化による市場シェア拡大、②グループシナジーを最大活用した中国の熱マネジメントシステム市場の成長取り込み、③北米市場への投資強化による NEV 向け製品の北米事業の拡大、④製品プラットフォーム化の推進と独立系の強みを生かした幅広い顧客ニーズへの柔軟な対応、⑤グローバル生産レイアウト・サプライチェーンの最適化およびサステナビリティ実現、⑥人材開発の強化および標準化とデジタル化の推進による組織運営の効率化。具体的なイメージは次の通り。

図表3-(4)-5. 中期経営計画「SHIFT2028」の重点戦略



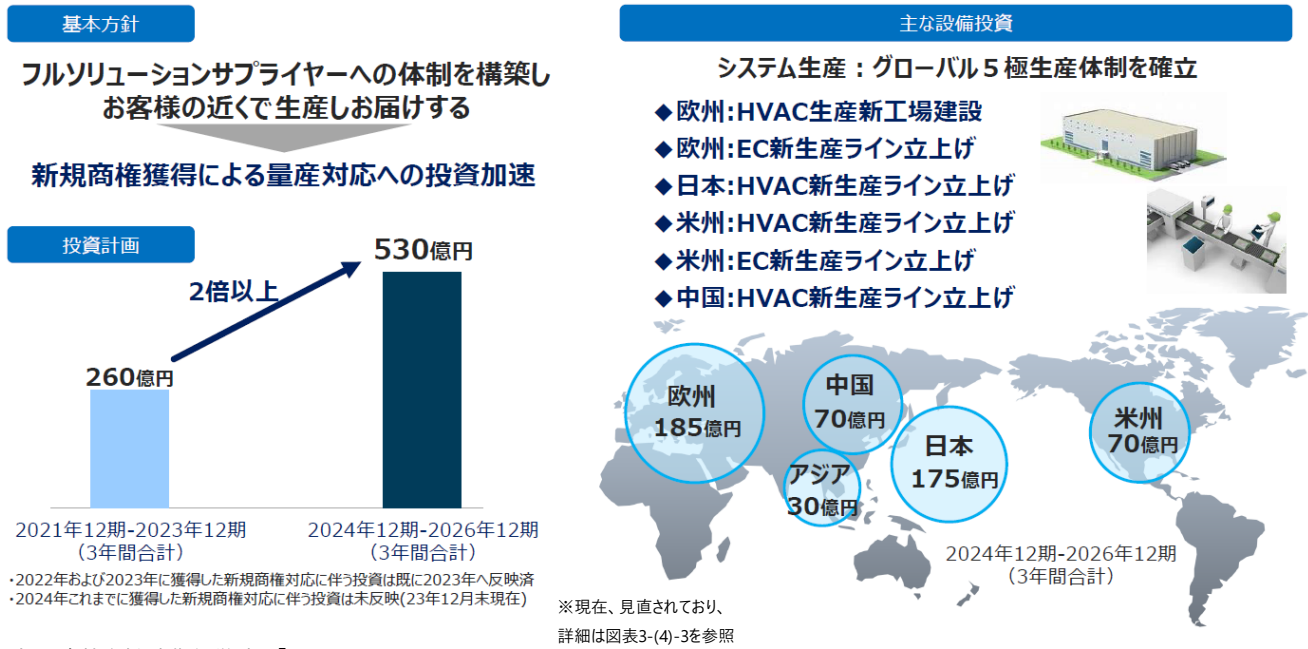
(出所)会社資料(中期経営計画「SHIFT2028」)

(E)設備投資計画

新製品投入や、欧州・米州・中国・アジア・日本で生産強化をにらみ、設備投資を積極化する。日本の売上規模は小さいが、マザー工場としての位置づけを強化するため、主力の欧州地域に次ぐ設備投資額の投入を計画している。また、資金調達は、ハイセンスグループの資金力・信用力を基に行っていく意向。

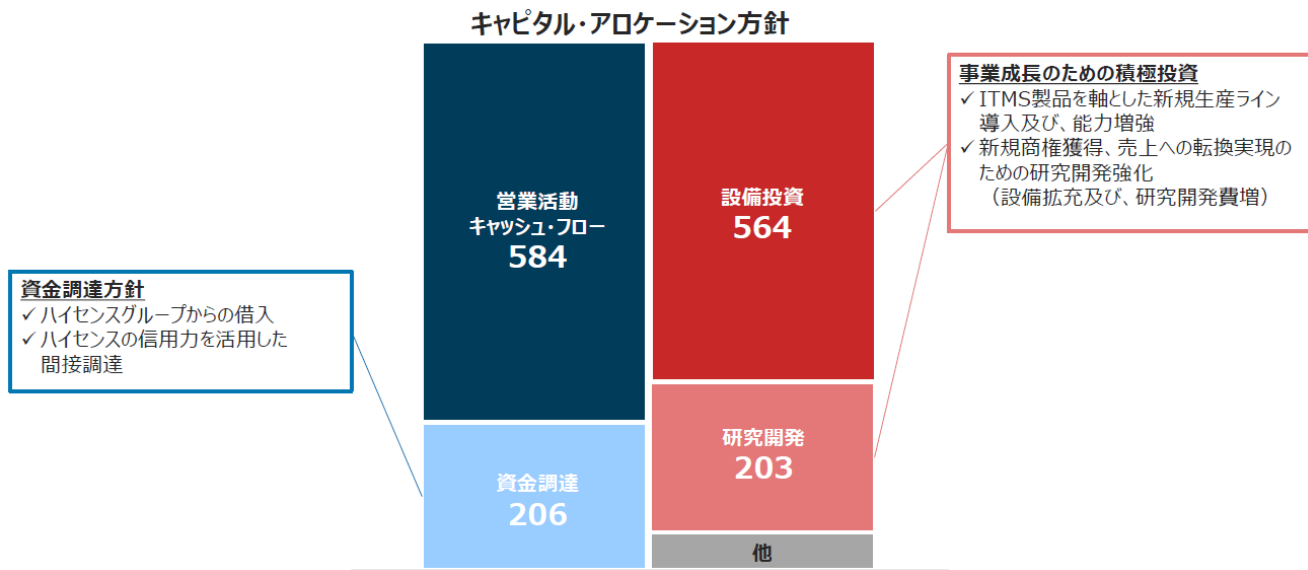


図表3-(4)-6. 設備投資計画の概要



(出所)会社資料(中期経営計画「SHIFT2028」)

図表3-(4)-7. キャピタルアロケーション

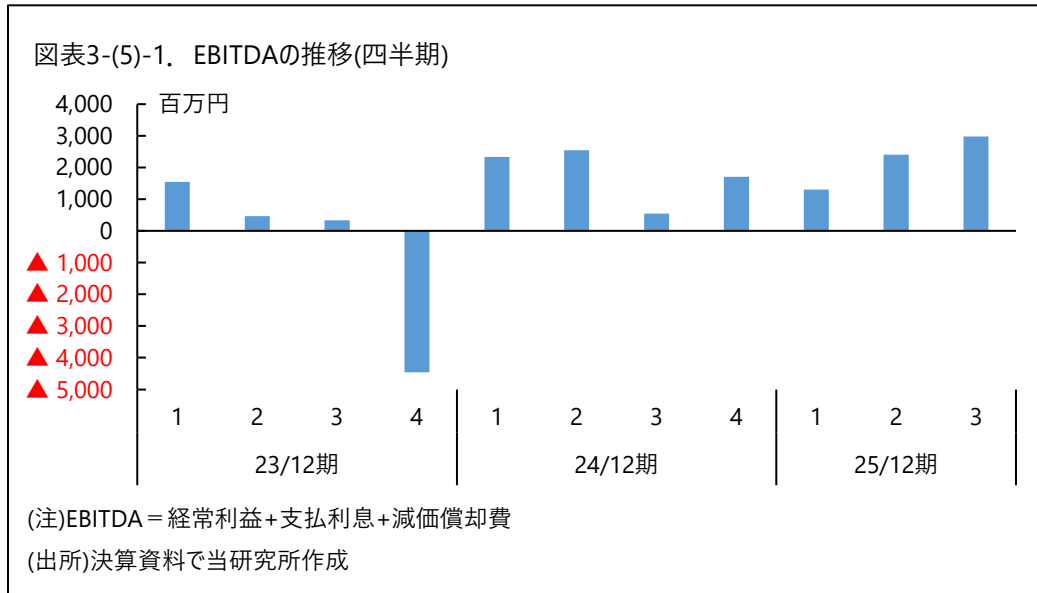


(出所)会社資料(中期経営計画「SHIFT2028」)

(5) 中期経営計画の進捗 ★UPDATED

直近の25/12期3Q累計連結業績は、売上高が前年同期比0.5%増、営業損失は前年同期の43億円から23億円に縮小。売上高はアジア、米州、中国の販売増で円高影響(19億円のマイナス)を吸収した。営業損益は赤字とはいえ、損失幅が縮小した。なお、KPIの1つに掲げるEBITDAの推移は図表3-(5)-1の通り。また、新規商権獲得ではフロントローディング活動が奏功し、電動コンプレッサーを中心に24/12期3Q累計1826億円→25/12期3Q累計1978億円と、成果が上がった。





会社側では環境認識と、主要指標の進捗状況については次のように示している。データは25/12期上期時点だが、基本認識は変わらないとしている。

図表3-(5)-2. 環境認識



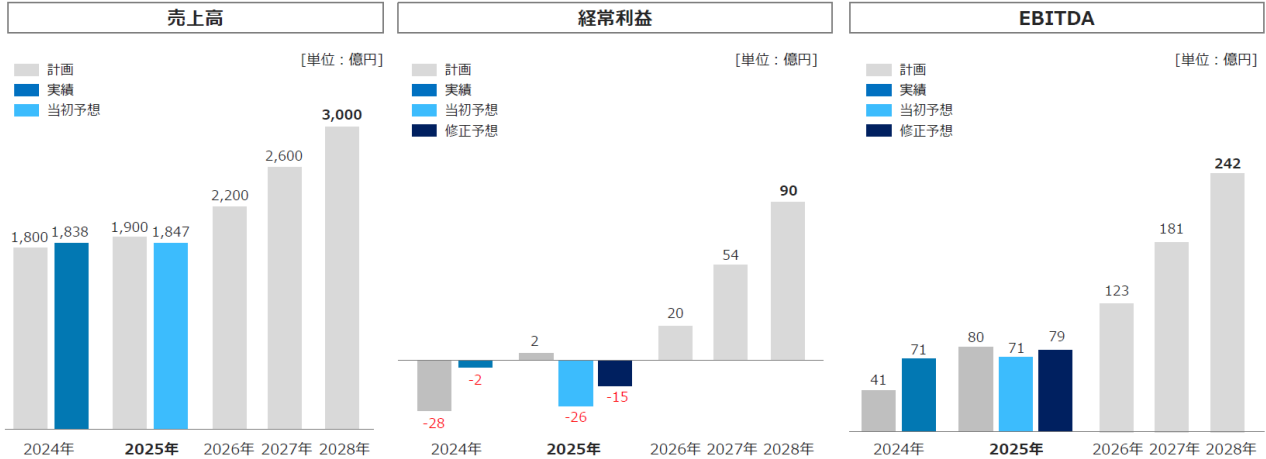
(出所)会社資料(25/12期2Q決算および中期経営計画進捗説明会)

日本貿易振興機構(ジェトロ) 2024年実績





図表3-(5)-3. 主要指標の進捗状況(売上高・経常利益・EBITDA)



(出所)会社資料(25/12期2Q決算および中期経営計画進捗説明会)

また、今後の対応策については次のようにみているとしている。

図表3-(5)-4. 今後の対応策

1. 収益力の強化

構造改革による体質改善を実行。あらゆる業務効率を向上

- ✓ 構造改革による抜本的な体質強化策の実行
- ✓ 現有資産の最大活用による利益率向上
- ✓ システムソリューションサプライヤーへの転換による付加価値の向上
- ✓ サプライチェーン強化による調達力および生産性の向上
- ✓ デジタルトランスフォーメーションの推進による業務の効率化

2. 売上規模の拡大

システムサプライヤーへの加速とNEV製品の拡大とICE製品の維持

- ✓ 欧州 主要OEMへの連携によりEC、MCともに受注拡大しともに成長
- ✓ 中国 中国での市場プレゼンスを活かし合弁パートナーとの連携により継続的に成長
- ✓ アジア インド市場拡大と中国OEMの進出を機会とし市場を拡大
- ✓ 米州 新規OEMのEC、MCの獲得を継続しシェアを継続拡大
- ✓ 日本 OEMとの関係性強化、新商材の販売拡大により将来成長の基盤を作る

3. リスク管理の徹底

変化する事業環境を的確に捉えリスクを未然に防止

- ✓ 市場変化をとらえ適切なタイミングでの投資実行と在庫の適正化
- ✓ 関税対策への柔軟で多角的なサプライチェーン強化
- ✓ 為替変動リスクのヘッジ強化

(出所)会社資料(25/12期2Q決算および中期経営計画進捗説明会)

(6) SWOT 分析

SWOT 分析とはフレームワークの手法の 1 つ。考え方の枠組みや骨子を分かりやすく表し、課題の洗い出しや分析、思考の整理などに使われる。一般的に自社の外部環境と内部環境を Strength (強み)、Weakness(弱み)、Opportunity(機会)、Threat(脅威)の 4 つの要素で要因分析することで、既存事業の問題、新規事業のリスクなどを見つけることができるとされる。



この手法を使ってまとめると、図表 3-(6)-1 となる。なお、強みと弱み、機会と脅威は、同じことでもどちらの側から捉えるかによって変わるので留意されたい。

図表3-(6)-1. SWOT各項目の洗い出し

	強み (Strengths)	弱み (Weaknesses)
内部要因	<ul style="list-style-type: none"> ○自動車メーカーの系列にない独自の製品開発力や営業力 ○コンプレッサーで培ってきた技術力を基にITMSなど総合的な熱制御システムに展開 ○グローバルに事業を展開 	<ul style="list-style-type: none"> ○自動車産業への依存度の高さ ○財務基盤の弱さ
外部要因	機会 (Opportunities)	脅威 (Threats)
	<ul style="list-style-type: none"> ○環境保全技術への需要の高まり ○EV市場の成長 	<ul style="list-style-type: none"> ○CASEやMaaSなど自動車産業のパラダイムシフト ○原材料価格の高騰 ○為替変動の影響

(出所)会社資料、ヒアリングなどで当研究所作成

強み(Strengths)：生かすべき強み

- ・自動車メーカーの系列にない独自の製品開発力や営業力

電動コンプレッサーで首位の豊田自動織機は世界最大手であるトヨタ自動車の傘下にあり、トヨタ自動車系列からの受注が多い。対して、同社は自動車メーカー系列ではなく、多くの自動車メーカーと取引している。例を挙げると、現在注力中のEV向けで、中国・欧州・米州のそれぞれの上位メーカー10社のうち、8社と取引関係を獲得済みとしている。これは、同社の製品開発力や営業力が強いことが背景にある。また、多くのメーカーとの取引により、多様な要求に応える力が向上。これが技術力・営業力を高めるという好循環をもたらしている。

- ・コンプレッサーで培ってきた技術力を基に ITMS など総合的な熱制御システムに展開

沿革でも示したように、同社はコンプレッサー技術を基にグローバル市場を開拓。また、近年、CASE や MaaS などの概念が浸透し、消費者がモビリティに快適性を強く求めるようになってきている。このため、カーエアコンで冷暖房を行うだけでなく、モビリティ全体の熱制御への需要が大きくなっている。長年、熱制御への研究開発を行ってきた同社にはチャンスといえる。

- ・グローバルに事業を展開

現在、5 極体制(欧州、中国、米州、アジア、日本)でグローバルに展開。それぞれの地域特性に合わせ、事業展開しており、リスク分散がされている。例えば、EV 向けには欧州や中国向けを主戦場に投入。EV 市場にやや足踏みの状態になると、ガソリン車の需要が依然強いアジアでの販売を強化するなど、状況に応じて、最適な生産・販売を行う体制を整備している。

弱み(Weaknesses)：克服すべき課題

- ・自動車産業への依存度の高さ





自動車部品メーカーであるため、当然だが、自動車メーカーの動向に業績が大きく左右される。加えて、競争強化のための研究開発や設備投資の負担も懸念される。ただ、これは、新たな需要が創成される機会でもあり、チャンスとしても捉えられる。

・財務基盤の弱さ

直近 25/12 期上期末の自己資本比率は 9.9% (24/12 期末 12.9%) と低水準にとどまるほか、同末のネットデット(有利子負債－現預金)は 758 億円(同 698 億円)となっている。財務基盤を改善するため、中期経営計画「SHIFT2028」に取り組んでいる。

機会(Opportunities)：捉えるべき機会

・環境保全技術への需要の高まり

地球温暖化対策をはじめ、環境保全への意識の高まりにより、環境に配慮した製品へのニーズが拡大しており、ITMS をはじめ熱制御にノウハウを持つ同社にとってはビジネス拡大の機会といえる。

・EV 市場の成長

EV はガソリンエンジンのように大量の廃熱がでないため、暖房時に駆動用バッテリーの消費量が増加し、航続距離の低下につながる。同社は EV の熱エネルギーを統合的に有効活用することにより、航続距離の延長と乗員の快適性に貢献する ITMS の開発を進めている。ITMS は猛暑・寒冷などの過酷な環境においてもバッテリーの温度を適切に保つことで、バッテリーの負担を軽減することができる。また、快適な室内空間を効率よく提供できるため、電力の大量消費を抑えることによってバッテリーへの負担低減にも貢献する。

脅威(Threats)：回避・対処すべき脅威

・CASE や MaaS など自動車産業のパラダイムシフト

CASE や MaaS と呼ばれる自動車産業のパラダイムシフトが進む中、技術革新への対応が求められる。設備投資や研究開発などに向けた投資負担のほか、需要変化に対応できる体制整備が必要となる。

・原材料価格の高騰

近年にみられる原材料価格の急速な高騰や、紛争や経済状況の変化をはじめとした世界情勢に左右される物流の混乱などへの影響は短期的には免れない。これに対応するため、中期経営計画「SHIFT2028」で生産コストの中長期的な低減に取り組んでいる。

・為替変動の影響

海外事業の規模が大きいため、損益計算書と貸借対照表(純資産)の両方への為替変動の影響が大きい。



4. 業績・財務分析

事業再生 ADR 手続成立後、経営基盤の強化を急ぐ

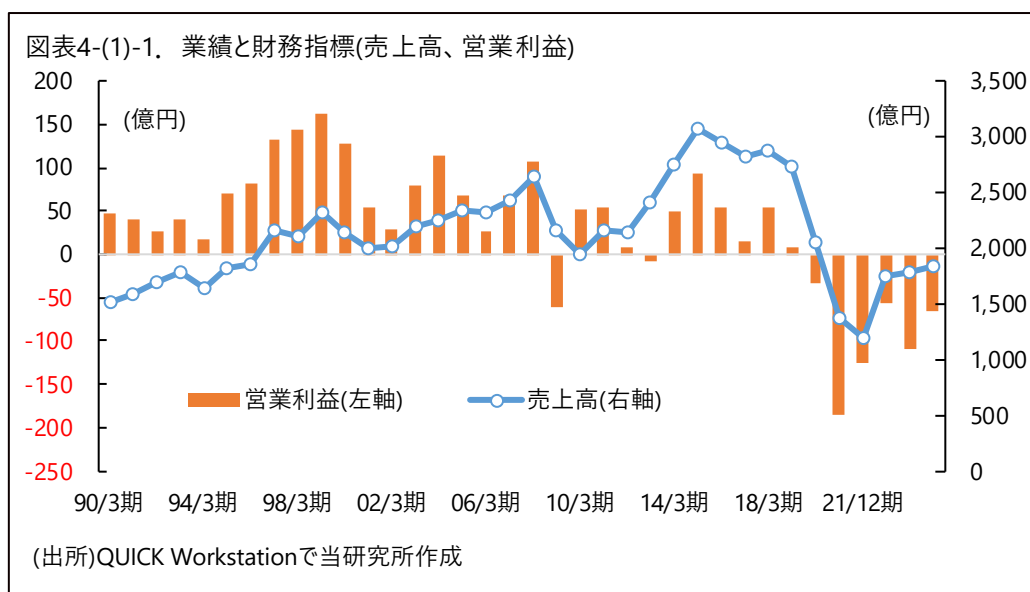
同社の長期業績を ROIC と ROE で分析する。第 1 に、ROIC（投下資本利益率、投下資本は運用ベースを使用）と成長性の組み合わせは、事業の成果を見る上で重要な指標である。ROIC（運用ベース）が資本コストを上回ることがまず大事で、その上で投下資本が増えて利益が成長することで、企業価値が創造される。

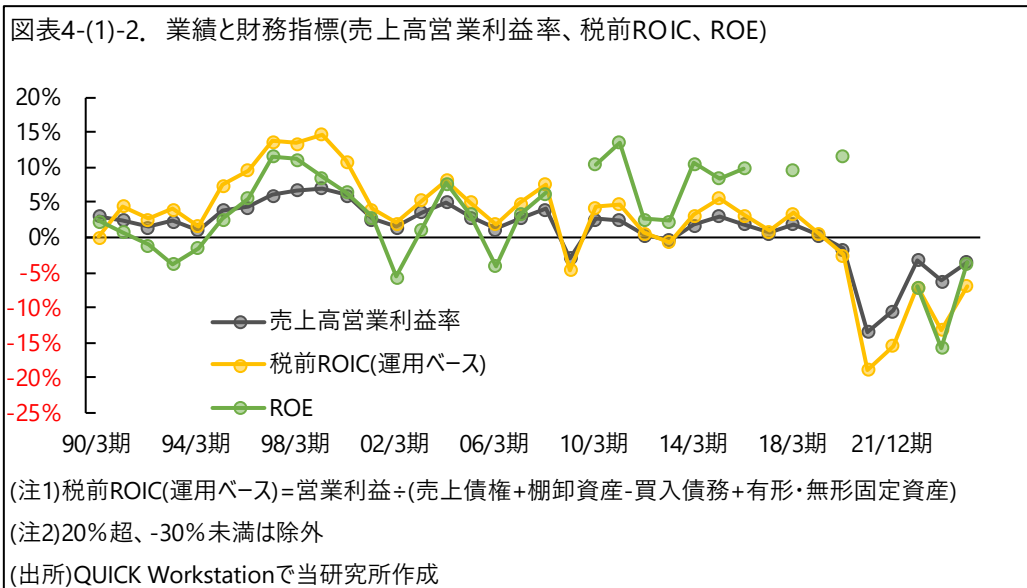
なお、ROIC の分母となる投下資本は、運用ベース（運転資本 + 有形・無形固定資産。運転資本 = 売上債権 + 棚卸資産 - 仕入債務）、調達ベース（自己資本 + 有利子負債）、ネット調達ベース（自己資本 + 有利子負債 - 金融資産）がある。調達した資本を事業に投資し、そこから得られた収益を計測する。事業の収益性を見る目的では、運用ベースが有益である。一方、経営者として株式、負債の投資家から預かった資金の運用パフォーマンスは調達ベースが示す。

第 2 に、ROE は、自己資本が生む利益であり、ROIC に加えて資本構成（有利子負債、自己資本）、金融資産の多寡の影響を受ける。

（1）業績と財務指標

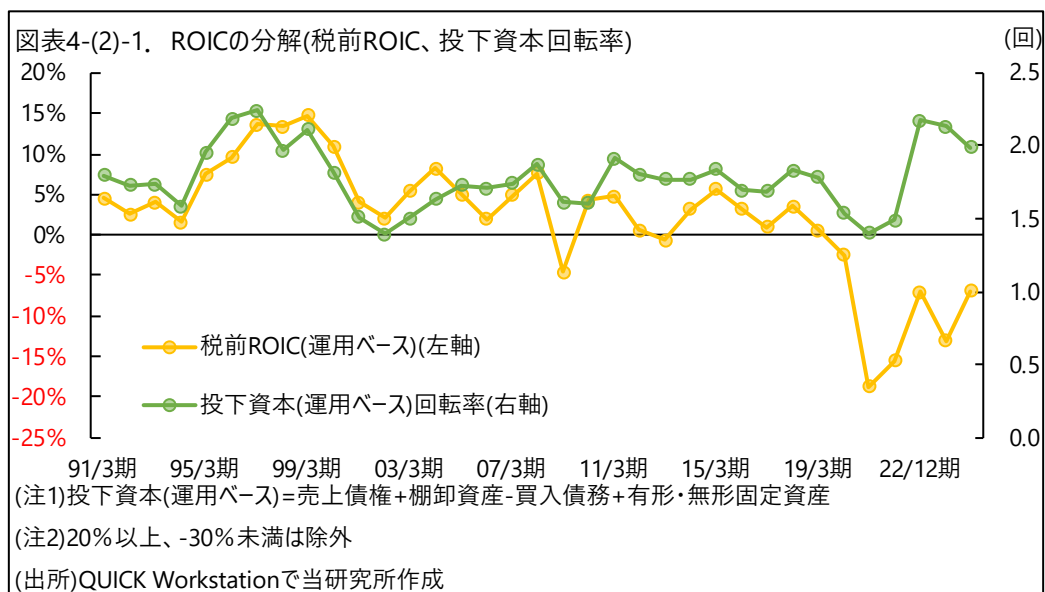
1990 年代に欧州市場開拓、2000 年代に中国市場開拓による売上拡大はあったが、費用負担増もあり、純損益は 93/3 期、02/3 期、06/3 期にマイナスとなった。以降、電動化市場およびグローバルビジネスに本格参入するが、ポートフォリオの見直しによる不採算事業の撤退、米国の経済制裁における中東ビジネスからの撤退、収益向上に向けた構造改革の実施等の多額の特別損失を計上することとなり、業績は悪化。20 年 6 月に事業再生 ADR を申請。21 年 5 月に事業再生 ADR 手続が成立。以降、中期経営計画「SHIFT2028」に基づき、経営基盤の強化に努めている。直近 24/12 期は売上高営業利益率および ROE はマイナスながら前期より改善。





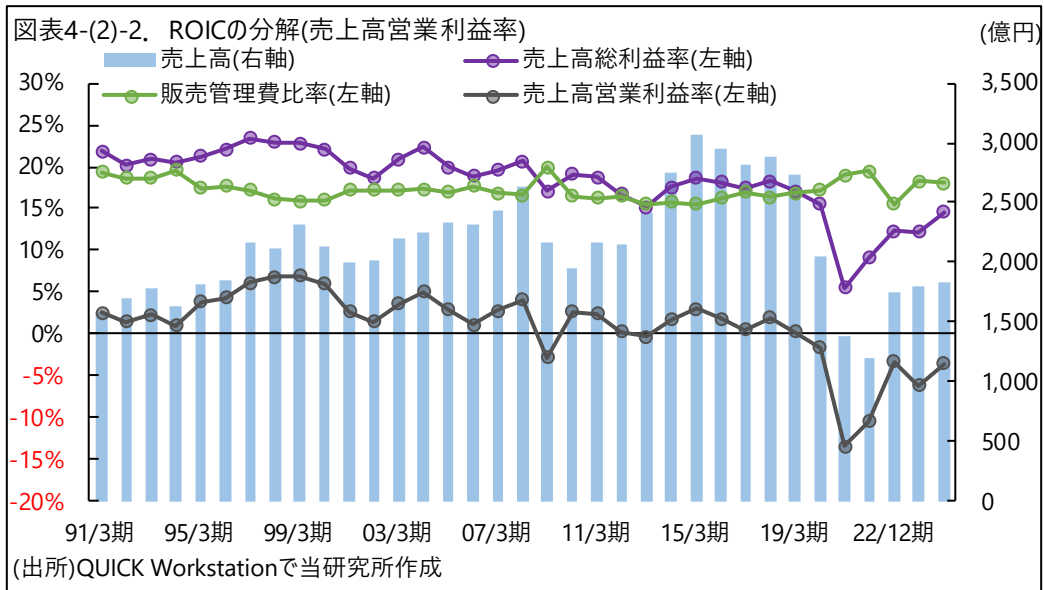
(2) ROIC の分析

事業拡大もあり、投下資本回転率は1990年代後半をピークに低下傾向にあったが、2000年代半ば以降、1.5倍から2倍の間で推移。業績悪化で20/3期まで低下したが、財務健全性に向けたスリム化の効果もあり、直近は2倍程度で推移している。

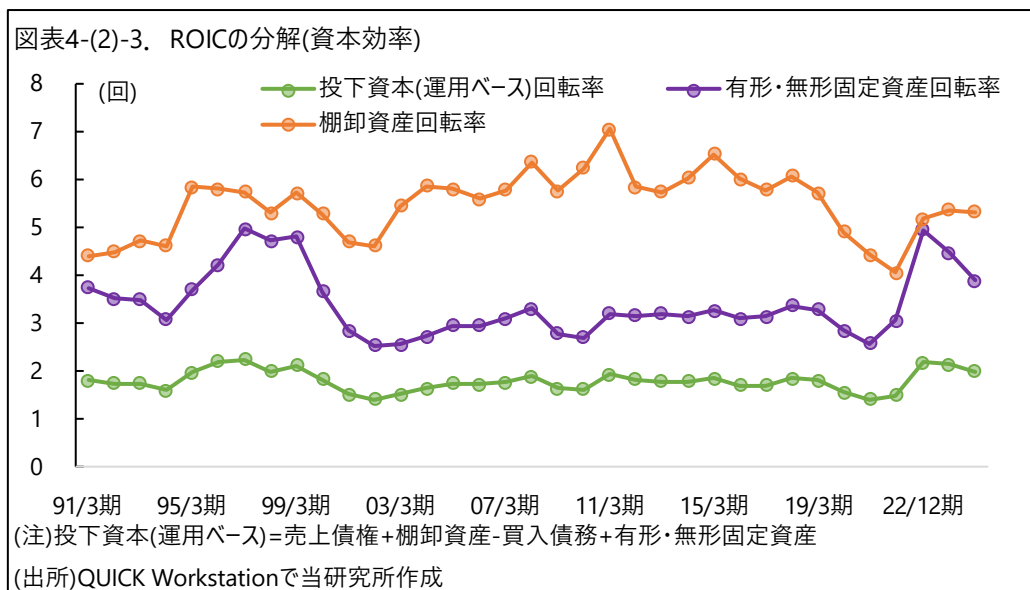


販売管理費比率は15%前後を維持。売上高が落ち込んだ20/3期以降はやや上昇。21/12期に19%まで上昇したが、直近24/12期は18%と低位にとどまっている。売上高総利益率は競争激化もあり97/3期23%をピークに低下傾向だった。業績悪化で、21/3期に6%まで落ち込んだが、その後はコスト改善努力もあり24/12期は15%まで回復した。





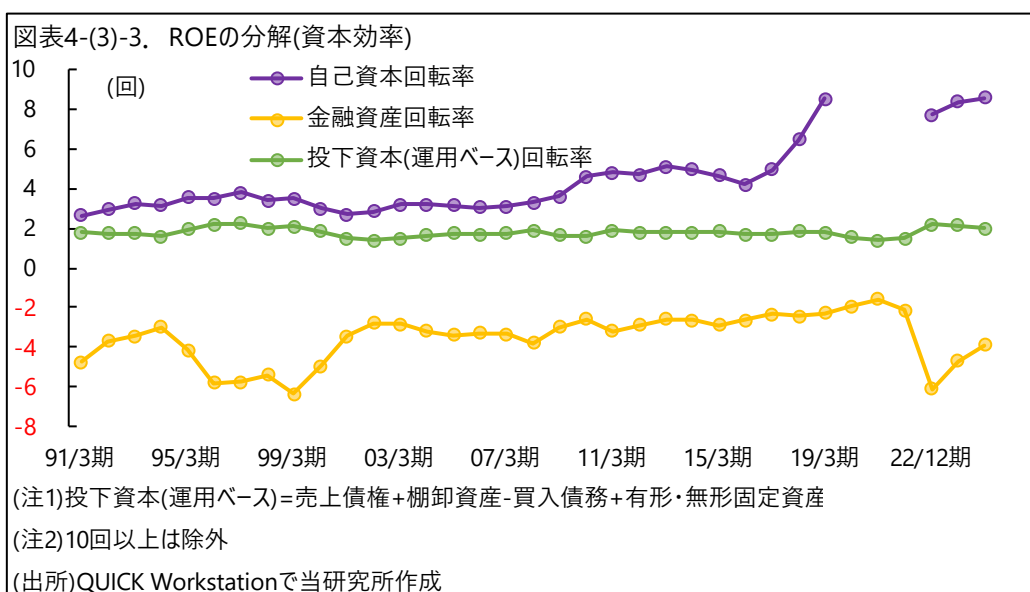
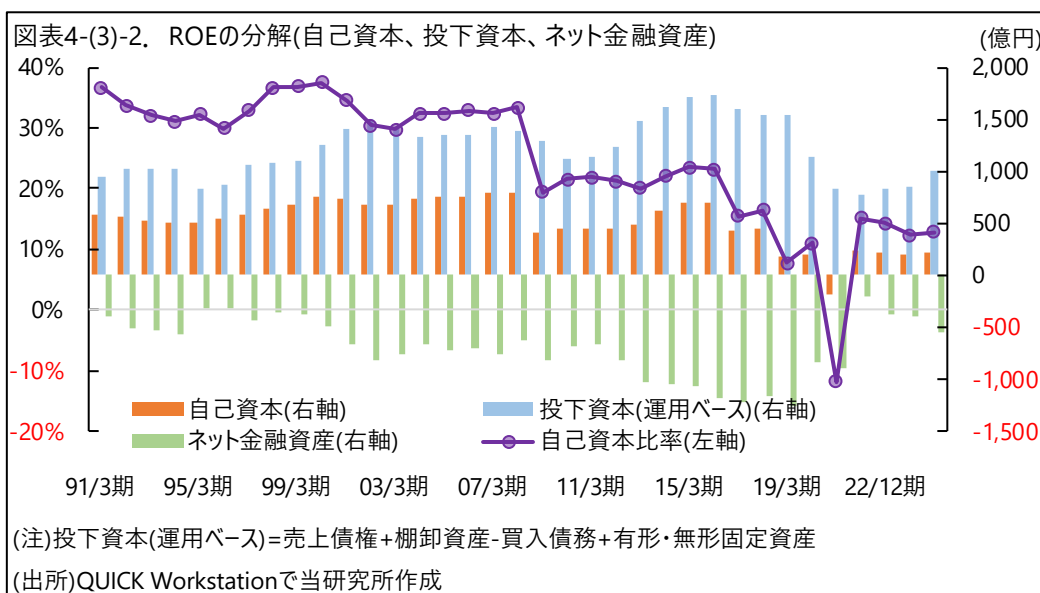
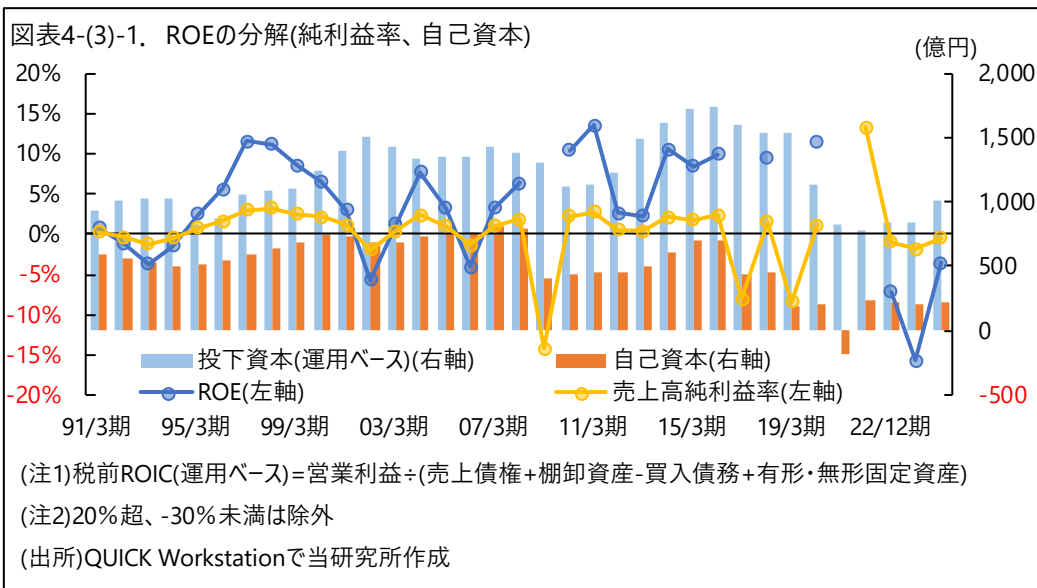
資本効率をみると、1990年代をピークに事業拡大の影響もあり、有形・無形固定資産回転率が低下。一方、棚卸資産回転率は、グローバル化が進んだが、在庫管理の徹底から11/3期に7.1回まで上昇。以降、再び低下傾向となり、21/12期は4.1回まで悪化した。以降は、在庫管理の徹底を進めており、24/12期は5.3回まで改善した。今後も地域別の状況を見極め、在庫管理を徹底し、棚卸資産回転率の改善を図っていく意向だ。



(3) ROEの分析

事業拡大を優先し、収益性の向上につながらなかった期もあり、91/3期以降20/3期までのROEをみると、11/3期が14%で高水準となる期もあったが、純損失を計上した期もあり、乱高下した感が否めない。会社側では、財務基盤の安定化と合わせ、生産コストの低下や資産軽量化に取り組み、こうした収益性の不安定さからの脱却を図る意向だ。



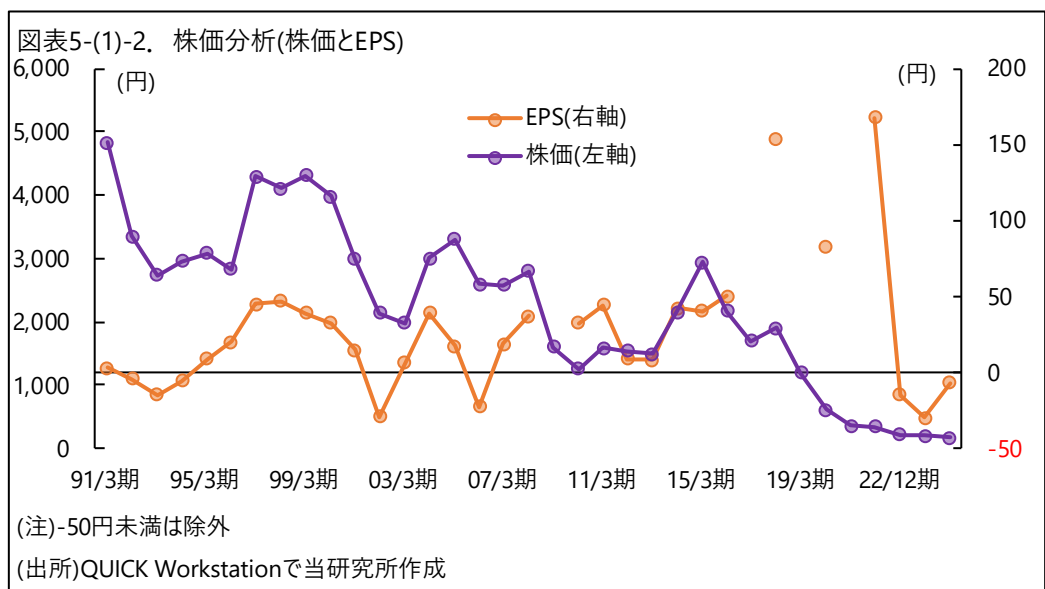
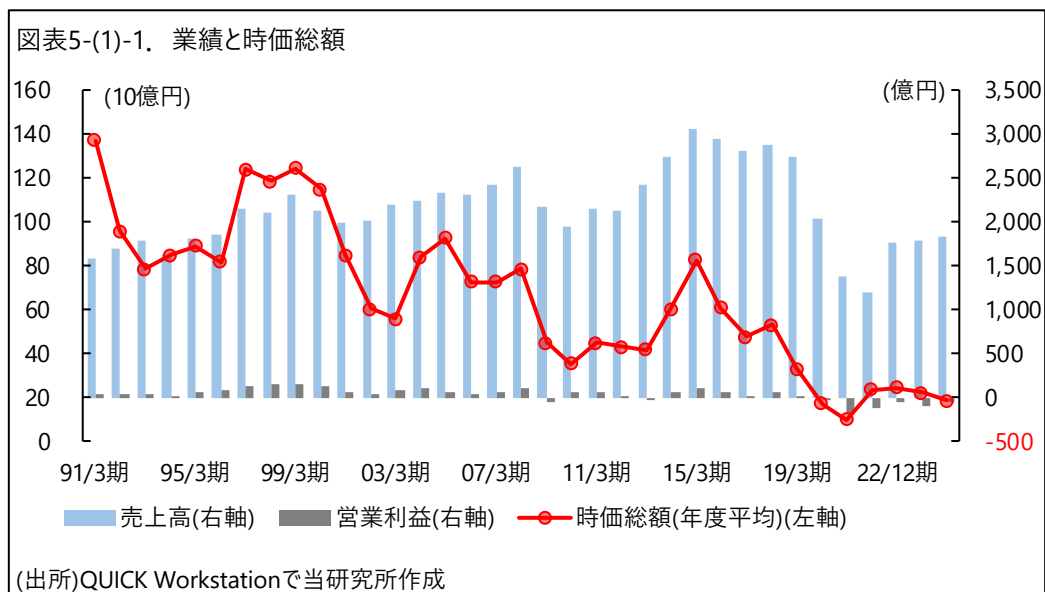


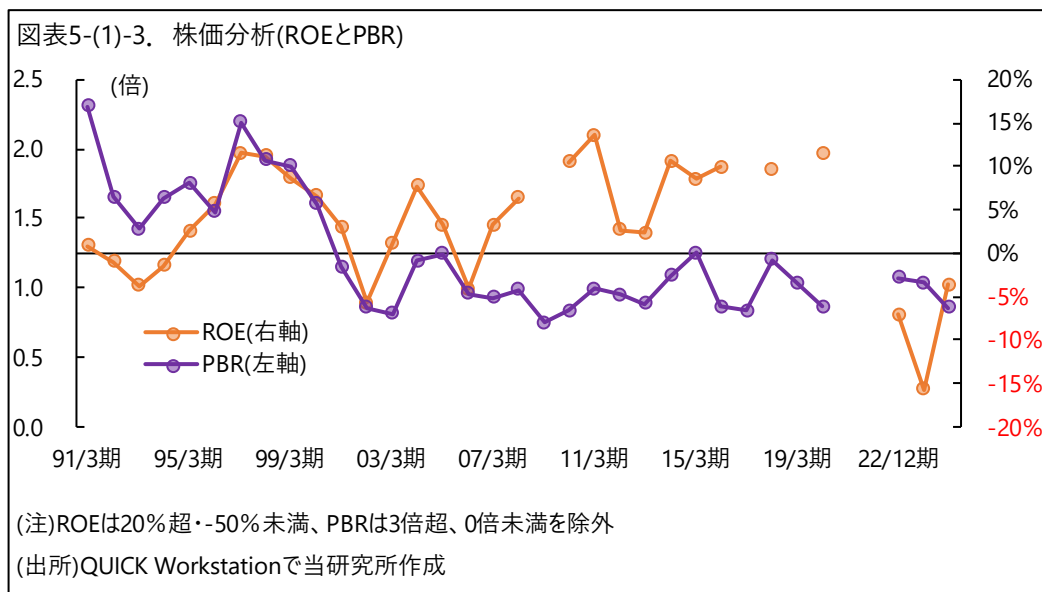
5. 株価と株価関連指標の関係

実績 PBR は 1 倍割れ続く

(1) 業績と株価・関連指標の動向

事業拡大路線で売上高は拡大傾向にあったが、時価総額は 91/3 期 1370 億円をピークに縮小傾向。20 年以降、経営再建途上ということもあり、時価総額は 200 億円を割り込んだ水準が続き、実績 PBR も 1 倍割れとなっている。





(2) 株主総利回り (TSR) の算出

投資家から注目される指標として、株主総利回り (TSR: トータルシェアホルダーリターン) がある。TSR は、投資家に対する総合的なリターン (株式の値上がり益 + 配当金) を測定する指標。業績だけでなく株価を含めた経営の成果を示すものとして、有価証券報告書にも記載されている。企業が業績連動の役員報酬を決める際に営業利益などの利益、ROE などと並んで TSR を採用するケースも増えている。

有報記載の TSR は、直近期末の 5 期前を基準期とし、基準期末の株価からの累積リターン (1 株当たり配当金の合計 + 株価変動率) を示す。直近期の TSR は、(直近期末の株価 + 直近期まで 5 期分の 1 株当たり配当金の合計) ÷ 基準期末の株価で計算される。基準期を 100 とし、100 を上回れば投資家にプラスの成果をもたらしたとなる。TSR は、基準期の翌期～直近期まで 5 期分が記載されている。有報の TSR に対し当研究所は、期末の株価ではなく各期の月末終値平均を採用している。これには期末時点の株価の高低による TSR への影響を小さくする狙いがある。また、有報は各期ともに累積リターンを記載しているが、当研究所は各期のリターンを記載している。

配当を支払うと理論的には配当に見合うだけ株価が下がる (正確には権利落ち日に下がる) が、配当利回りに着目する投資家がいるため、配当利回りは株価を支える効果があると考えられる。なお、図表 5-(2)-1 で、配当利回りが 0.0% となっているのは、同社が無配のためだ。





図表5-(2)-1. 株主総利回り(TSR)

基準期=20/3期

	21/3期	21/12期	22/12期	23/12期	24/12期	5期平均	5期累積
サンデン	-41.9%	-5.3%	-35.3%	-8.6%	-17.1%	-23.1%	-73.0%
配当利回り	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
株価変化	-41.9%	-5.3%	-35.3%	-8.6%	-17.1%	-23.1%	-73.0%
33業種別:機械	14.9%	17.2%	-3.6%	21.6%	29.5%	15.4%	104.4%
配当利回り	2.3%	1.2%	1.8%	2.8%	2.6%	2.2%	-
株価指数変化	12.6%	16.0%	-5.4%	18.8%	26.9%	13.2%	-
サンデン-33業種別:機械	-56.9	-22.5	-31.6	-30.2	-46.5	-38.4	-177.4
TOPIX	8.2%	17.3%	1.3%	18.2%	26.4%	14.0%	92.3%
配当利回り	2.7%	1.8%	2.4%	3.1%	2.9%	2.6%	-
株価指数変化	5.6%	15.5%	-1.1%	15.1%	23.5%	11.4%	-
サンデン-TOPIX	-50.2	-22.6	-36.6	-26.9	-43.5	-37.0	-165.3

(注1)会社名、33業種別(東証33業種別株価指数)、TOPIXの欄は株主総利回り(TSR)

(注2)会社のTSRは配当利回り+株価変化。33業種別とTOPIXのTSRは各々の配当込み株価指数の変化率

(注3)会社の5期平均は各期のTSRの幾何平均、5期累積は(5期分の配当+5期目の株価)÷基準期株価

(注4)株価指数変化は33業種別とTOPIXの各々の株価指数(配当なし)の変化率

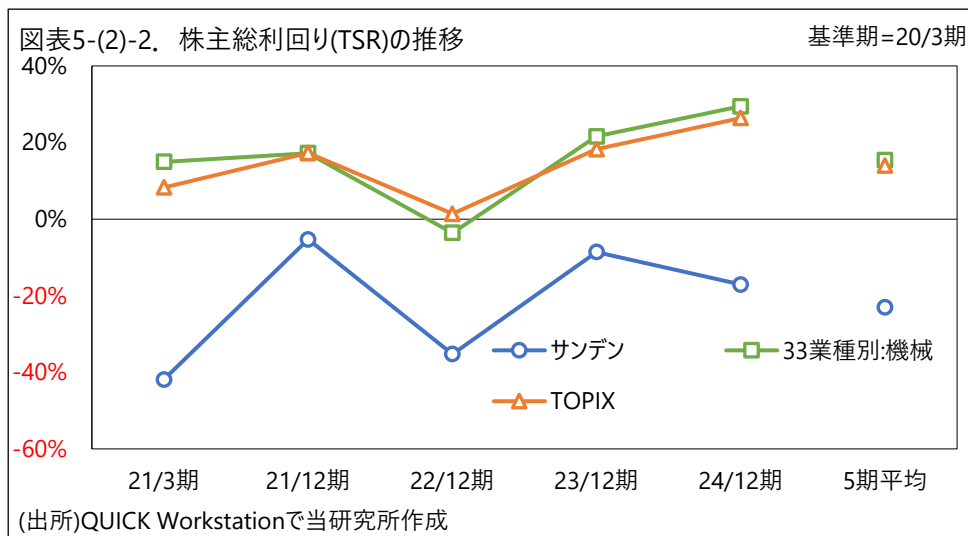
(注5)株価指数の配当利回りは参考値。配当込み株価指数と株価指数(配当なし)の各々の変化率の差で計算

(注6)株価および株価指数は各期の月末終値の平均

(注7)5期累積は基準期からの累積または基準期との比較

(注8)会社名-33業種別、会社名-TOPIXは各々のTSRの差

(出所)有価証券報告書、QUICK Workstationで当研究所作成



同社の TSR をさらに詳しく分析する (算出方法、理論の詳細は Appendix1 参照)。

株価は、(1) BPS×PBR、(2) EPS×PER で表せることを利用した。株価は株式市場からの評価に依存し、企業側からはコントロールしにくいものに映るが、BPS や EPS は企業業績を反映する。つまり、企業側の努力次第でコントロールできる要素といえる。なお、同社は純損益が赤字の期間があり、EPS×PER の分析はそぐわないため、BPS×PBR の分析のみ記載した。





図表5-(2)-3. 株主総利回り(TSR)の分解

	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	21/12	22/12	23/12	24/12	平均	
	(期)											10期
株主総利回り(TSR)	-24%	-22%	12%	-37%	-49%	-42%	-5%	-35%	-9%	-17%	-25%	-23%
配当利回り	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
株価の変化	-26%	-22%	12%	-37%	-49%	-42%	-5%	-35%	-9%	-17%	-25%	-23%
株価変化の分解 - BPSとPBR												
BPSの変化	-1%	-38%	4%	-58%	9%	-	-	-2%	-10%	12%	-14%	-0%
ファンダメンタルの影響	-6%	-32%	10%	-51%	12%	-	-	-7%	-15%	-4%	-14%	-9%
親会社株主利益	10%	-32%	10%	-51%	12%	-	-	-7%	-15%	-4%	-13%	-9%
配当	-15%	0%	0%	0%	0%	-	-	0%	0%	0%	-2%	0%
自己株取得/増資	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	0%	0%	0%	0%	0%
それ以外の効果	6%	-9%	-6%	-14%	-3%	-	-	6%	6%	17%	-0%	9%
PBRの変化	-26%	25%	8%	49%	-53%	-	-	-34%	2%	-26%	-12%	-21%
配当の影響(理論値)	14%	0%	0%	0%	0%	-	-	0%	0%	0%	2%	0%
自己株取得/増資の影響(理論値)	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	0%	0%	0%	0%	0%
株式市場での評価の変化(注2)	-35%	25%	8%	49%	-53%	-	-	-34%	2%	-26%	-14%	-21%
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+BPS変化)	2%	-38%	4%	-58%	9%	-	-	-2%	-10%	12%	-14%	-0%
参考資料												
ROE	10%	-40%	10%	-72%	12%	-	-	-7%	-16%	-4%	-20%	-9%
配当性向	30%	0%	0%	0%	0%	-	-	0%	0%	0%	3%	0%
総還元性向	37%	-0%	0%	-1%	0%	-	-	0%	0%	0%	4%	0%
DOE(配当÷自己資本)	3%	0%	0%	0%	0%	-	-	0%	0%	0%	0%	0%

(注1) 株価は年度の各月末値平均。BPSは期末ベース、PBR=株価÷BPS。PER=株価÷実績EPS

(注2) 株式市場での評価の変化には、配当と自己株取得の影響以外を含む

(注3) 詳細な算出法については巻末の解説を参照

(注4) 分析で参考にした文献：山口勝業、「わが国産業の株式期待リターンのサプライサイド推計」、証券アナリストジャーナル(2005.9)

(注5) 平均は幾何平均。なお、「株価変化の分解 - BPSとPBR」と「参考資料」の平均は21/3期・21/12期を除き計算

(出所) QUICK Workstationで当研究所作成

なお、同社は20年6月に事業再生ADR手続を申請。21年3月に第三者割当を実施(効力発生は同年5月)。21年5月に事業再生ADR手続が成立。この間、資本の変動が大きかった。次の図表にその推移と、その後の資本状況を記したので参考にされたい。



図表5-(2)-4. サンデンの資本変動要因(21/12期以降)

(百万円)

		資本金	資本剰余金	利益剰余金	自己株式	株主資本合計	その他包括利益		非支配株主持分	純資産合計
							累計額	うち為替換算調整勘定		
21/12期	新株発行	10,704	10,704			21,408				21,408
	純損益			15,888		15,888				15,888
	自己株式の処分				109	109				109
	親会社の持分変動			-95		-95				-95
	株主資本以外の項目の変動額						4,037	3,957	-555	3,481
	変動額合計	10,704	10,704	15,792	108	37,310	4,037	3,957	-555	40,791
	残高	21,741	14,081	-15,151	-565	20,106	2,795	3,084	934	13,835
22/12期	純損益			-1,613		-1,613				-1,613
	自己株式の処分				34	34				34
	株主資本以外の項目の変動額						1,164	476	-53	1,111
	変動額合計			-1,613	33	-1,580	1,164	476	-53	-469
	残高	21,741	14,081	-16,765	-531	18,525	3,959	3,561	881	23,366
23/12期	純損益			-3,359		-3,359				-3,359
	株主資本以外の項目の変動額						1,067	576	-238	829
	変動額合計			-3,359		-3,359	1,067	576	-238	-2,530
	残高	21,741	14,081	-20,125	-531	15,165	5,027	4,138	643	20,836
24/12期	純損益			-777		-777				-777
	非支配株主との取引に係る親会社の持分変動		-42			-42				-42
	株主資本以外の項目の変動額						3,255	2,346	310	3,566
	変動額合計		-42	-777		-820	3,255	2,346	310	2,746
	残高	21,741	14,039	-20,903	-532	14,345	8,282	6,484	954	23,582

(注)QUICK Workstationや決算資料で当研究所作成

図表5-(2)-5. サンデンの株式数、純資産などの推移

	株式数		純資産の内訳						その他			
	発行済株式数 (株)	第三者割当による株数増加 (株)	純資産 (百万円)	株主資本 (百万円)	自己資本 (百万円)	資本金 (百万円)	資本剰余金 (百万円)	利益剰余金 (百万円)	有利子負債 (百万円)	負債純資産合計 (百万円)	自己資本比率 (%)	D/Eレシオ (倍)
20/3期	28,066,000		22,699	26,482	20,750	11,037	3,377	12,772	110,488	187,559	11.1	5.3
21/3期	28,066,000		-16,956	-17,204	-18,446	11,037	3,377	-30,944	110,149	155,081	-11.9	-6.0
21/12期	111,693,000	83,627,000	23,835	20,105	22,901	21,741	14,081	-15,151	48,595	151,189	15.1	2.1
22/12期	111,693,000		23,366	18,525	22,485	21,741	14,081	-16,765	55,333	157,428	14.3	2.5
23/12期	111,693,000		20,836	15,165	20,193	21,741	14,081	-20,125	62,125	162,539	12.4	3.1
24/12期	111,693,000		23,582	14,345	22,628	21,741	14,039	-20,903	73,370	175,459	12.9	3.2

(注)自己資本比率 = 自己資本 ÷ 負債純資産合計、D/Eレシオ = 有利子負債 ÷ 自己資本

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表5-(2)-6. サンデンの純損益、特別利益、特別損失の推移

(百万円)

	税引前損益	特別利益:A	特別損失:B	特別損益:A-B	純損益	特別利益の主な内訳				特別損失の主な内訳			
						債務免除益	有価証券売却益	固定資産売却益	その他	事業・組織再編関連損	減損損失	固定資産処分損	その他
20/3期	2,326	26,808	14,746	12,062	2,287		25,412	1,364	32	2,284	11,110	733	619
21/3期	-44,571	259	21,592	-21,333	-45,251			178	81		19,272	148	2,172
21/12期	20,177	63,324	31,419	31,905	15,888	63,000		86	238	16,105	12,275	401	2,638
22/12期	-610	7,477	3,947	3,530	-1,613		1,050	73	6,354		2,906	131	910
23/12期	-4,093	7,100	2,811	4,289	-3,359			112	6,988		2,442	102	267
24/12期	494	1,428	756	672	-777			31	1,397		398	130	228

(注)QUICK Workstationで当研究所作成

(3) 株主資本コストの算出 ★UPDATED

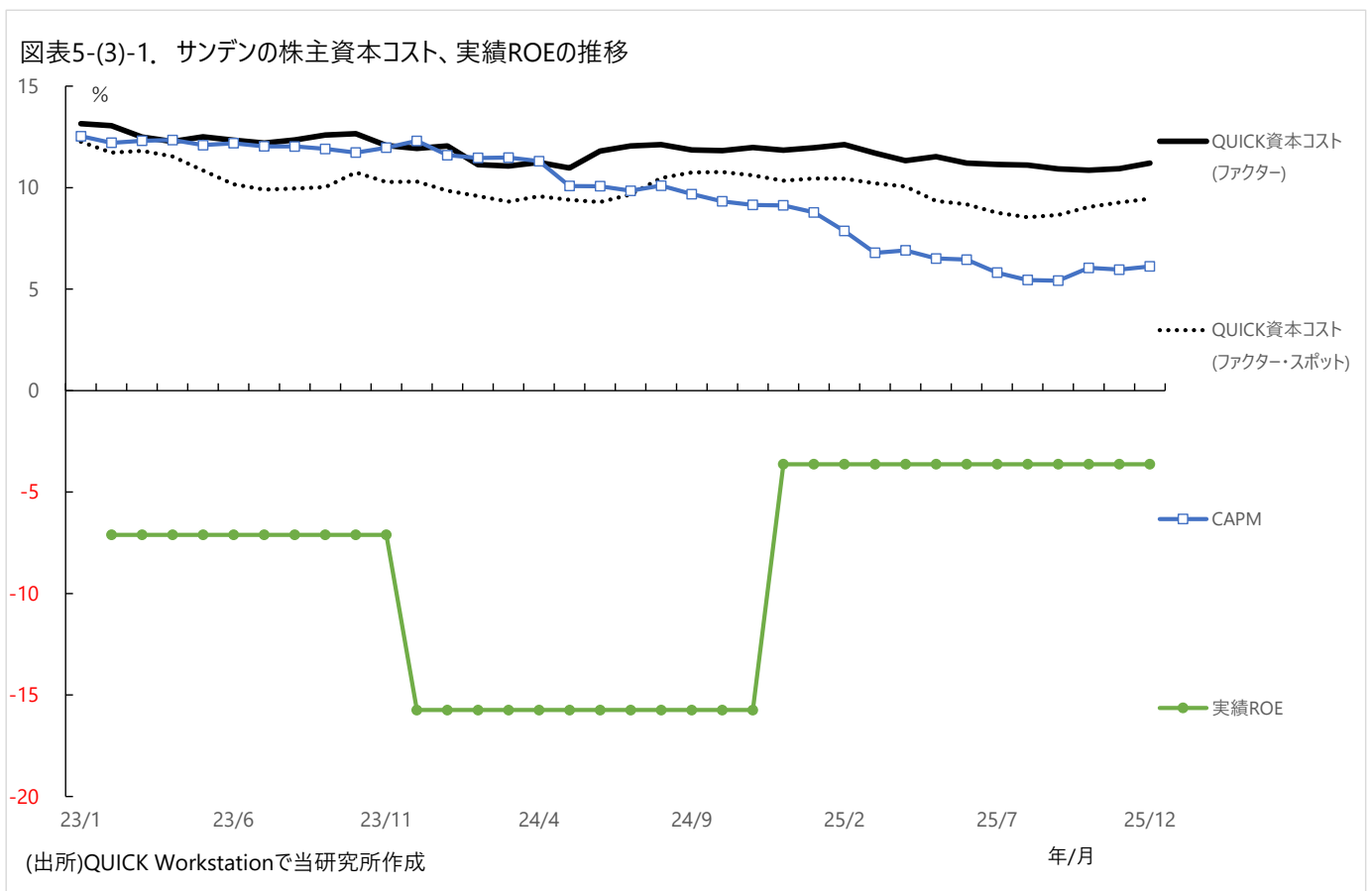
ROIC や ROE は投資家が想定する資本コストを上回って初めて価値が創造され、投資家に報いたことになる。ROE に対応する資本コストは株主資本コストであり、ROIC に対応する資本コストは WACC である。株主資本コストの算出方法には様々あるが、実務でよく使われるのが CAPM である。ここでは、CAPM に加え、QUICK が独自に算出している QUICK 株主資本コストも掲載した。

CAPM は、QUICK 算出のマーケット期待収益率（配当込み TOPIX の年率換算リターン-リスクフリーレート）、リスクフリーレート（新発 10 年物日本国債）、対配当込み TOPIXβ 値（60 カ月）から算出している。

QUICK 株主資本コストについての算出方法、見方については、巻末の「Appendix2～株主資本コストの見方」をご覧ください。

CAPM や QUICK 株主資本コストを示したが、これらの資本コストは推計値に過ぎない。

資本コストの推計値は目安として、投資家が想定する資本コストの水準を、対話などを通じて確認することが大切だろう。



6. 当面の業績動向

25/12 期の純損失計画は 3 億円で変わらず

24/12 期連結業績は中国向けが苦戦したが、円安に加え、米州が伸びたほか、アジア向けも伸長し、売上高は前期比 2.5% 増の 1838 億円。純損失は 23/12 期の 34 億円から 8 億円に縮小した。25/12 期連結業績計画は従来と変わらず、米州・アジアの牽引で、売上高が同 0.5% 増の 1847 億円。コスト低減の徹底で、純損失は 3 億円と小幅ながら損失幅は縮小するとしている。

(1) 24/12 期通期の業績実績

24/12 期の連結業績は、売上高が前期比 2.5% 増の 1838 億円。このうち、111 億円が為替効果だったので、これを差し引くと、前期に比べ減収だった。

地域ごとの売上状況をみると、主力の欧州が景気低迷によるトラック向けの需要減少があったが、為替の影響により増収を確保。中国は顧客の車両生産減少に伴い減収。アジアはローカル OEM 納入先向けの伸長もあり増収を達成。米州は新規ビジネスの車両立ち上げに伴い増収となった。日本は乗用車向けは減少したが、特殊車両向けの増加が貢献した。

営業損益は、コスト低減などによる販売管理費の削減、原価低減、為替による効果などが寄与。経常損益は営業外における外貨建て貸付金の為替評価益や損害賠償引当金の戻入益が貢献した。

なお、環境変化への対応施策として、円安による燃料・原材料コストの上昇に対しては、代替品確保、売価転嫁交渉実施による原価率低減を行った。また、紅海問題による輸送でリードタイムが長期化した。別ルートの早期確保により、空輸費用と海上輸送コストを抑制したとしている。

なお、持分法投資利益の大半を占めるのが華域三電汽車空調有限公司。サンデングループと、中国自動車市場トップクラスである上海汽車グループの華域汽車系統股份有限公司との合併企業。同社グループの製品の製造・販売なども手掛けており、同社グループの中国戦略の中で重要な位置づけとなっている。





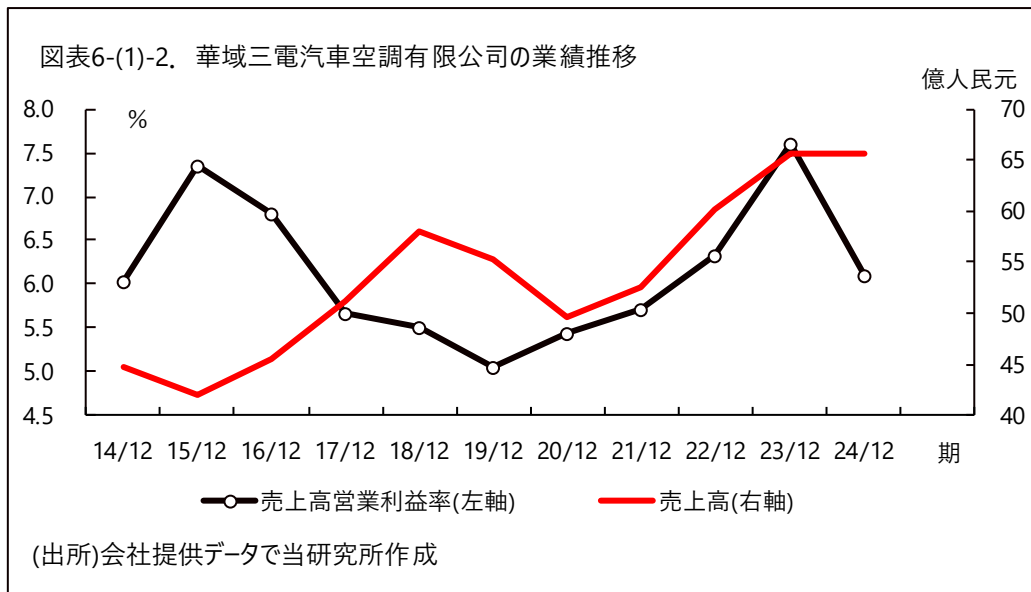
図表6-(1)-1. 連結業績概況(23/12期→24/12期)

[単位：億円]	2023年12月期	2024年12月期	対前年	
			差異	増減率
売上高	1,793	1,838	46	2.5%
自動車機器	1,780	1,823	43	2.4%
その他	12	15	3	25.0%
営業利益	▲110	▲64	46	-
持分法投資利益	43	47	4	9.2%
為替	▲4	17	21	-
経常利益	▲84	▲2	82	-
親会社株式に帰属する 当期純利益	▲34	▲8	26	-
EBITDA	▲21	71	93	-
為替	US\$	141円	152円	11円
	EUR	152円	164円	12円

※持分法投資利益：主に当社の持分法適用関連会社である華域三電汽車空調有限公司に係るもの。
(当社の製品の一部は、中国などの市場で合弁会社を通じて販売しており、この収益は、会計上、営業外収益として計上されております)

*実績値は千万円単位を四捨五入 *為替レート：市場平均レート

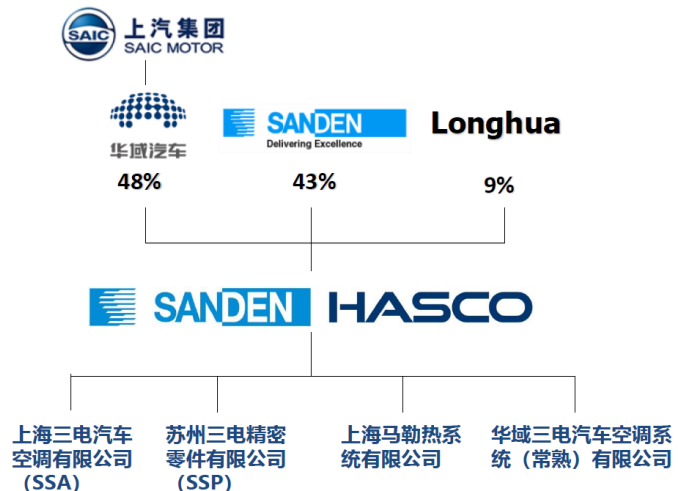
(出所)会社資料(24/12期決算説明資料)





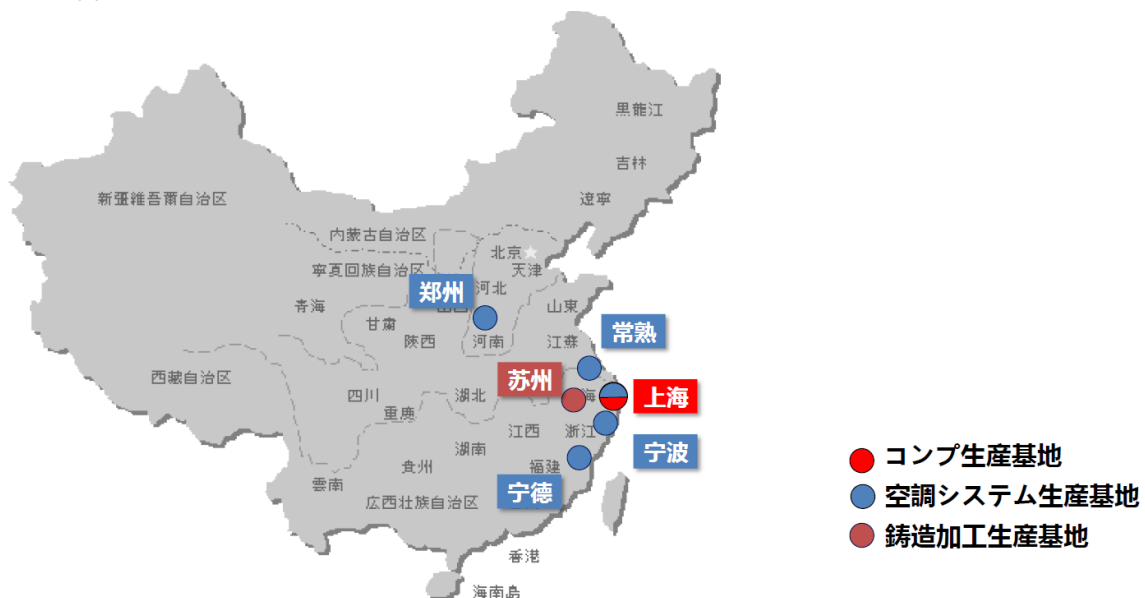
図表6-(1)-3. 華域三電汽車空調有限公司の概要

会社名	華域三電汽車空調有限公司
資本金	16,836万 ドル
従業員数	約1,500名
売上	60億 人民元
製品	自動車用コンプレッサー/自動車用空調モジュール/ 新エネルギー用熱マネ管理システム



(出所)会社資料(会社提供資料)

図表6-(1)-4. 華域三電汽車空調有限公司の生産拠点



(出所)会社資料(会社提供資料)

(2) 25/12 期 3Q 累計の業績実績 ★UPDATED

25/12 期 3Q 累計の連結業績は、米州やアジアが貢献し、円高影響(19 億円のマイナス)や、欧州の減速を吸収し、売上高が前年同期比 0.5% 増の 1385 億円。生産性の向上、販管費をはじめとした費用削減、ハイセンスグループとの共同コンテナ輸送契約などによる物流費改善などが寄与し、営業損失が 22 億 99 百万円(前年同期 43 億 41 百万円の損失)と改善した。経常利益は営業外で為替差損益(24/12 期 3Q 累計 4 億 2 百万円の利益→25/12 期 3Q 累計 8 億 32 百万円の損失)が悪化したが、75 百万円 (同 48 百万円)と改善した。純損益は固定資産売却益を計上(4 億 39 百万円)したものの、構造改革費用の計上(28 億 54 百万円)が響き、32 億 6 百万円の損失(前年同期は 1 億 28 百万円の利益)だった。

なお、BPS は円高による為替換算調整勘定の減少が響き、24/12 期末 203.03 円から 25/12 期 3Q 末は



173.95 円になった。

図表6-(2)-1. セグメント別売上高(地域別)

売上高 1,377億円 前年同期比+11億円 (+0.7%)

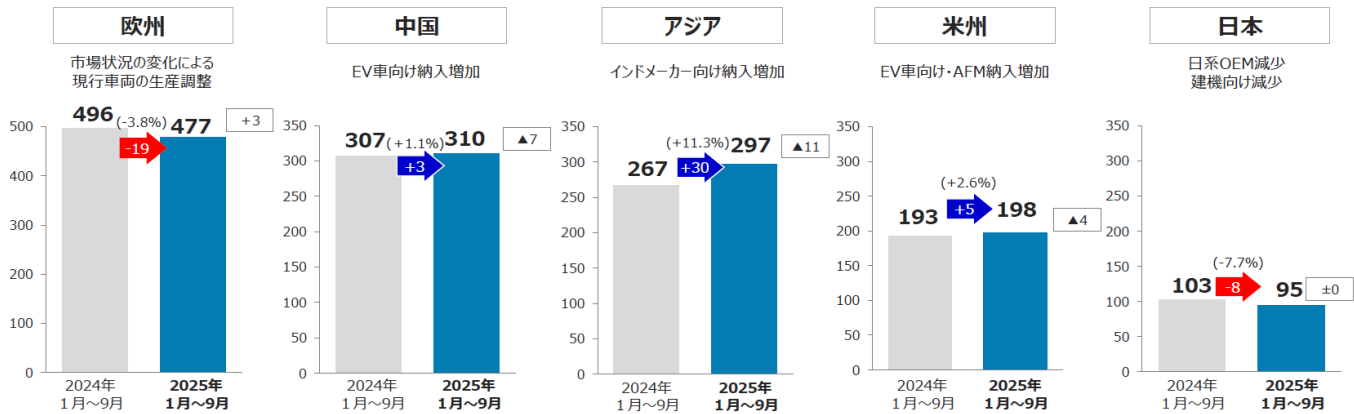
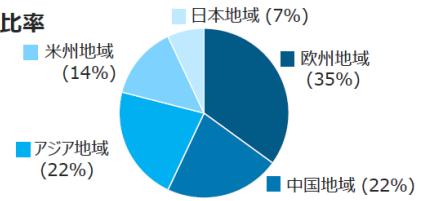
(内、為替影響 ▲19億円)

※自動車機器セグメントのみ。その他事業除く

地域別売上高：前年同期比

[単位：億円] () 前年同期比 増減率 □ 前年同期比 為替影響額
 ⇨ 前年同期比 増減金額

地域別の構成比率



(出所)会社資料(25/12期3Q決算説明資料)

(3) 25/12 期の業績計画 ★UPDATED

25/12 期連結業績計画は従来計画と変わらない。米州やアジアの牽引で、売上高は前期比 0.5% 増の 1847 億円、営業損益はコスト低減の徹底や、希望退職制度実施などが奏功し、40 億円の損失、純損益は外貨建て債権債務などの為替評価損失や希望退職制度に伴う一時的な損失の発生などがあるものの、固定資産の売却を促進することにより、3 億円の損失としている。

なお、希望退職制度(期間は 25 年 5 月 26 日から同 6 月 11 日まで、退職日は同 6 月 20 日から同 11 月 30 日まで)の結果は、応募者数 330 名だった。25/12 期 3Q 累計は特別退職金などを中心に構造改革費用 28 億 54 百万円を計上した。なお、25/12 期の構造改革費用は 3Q 累計でほぼ確定した模様。

25/12 期 3Q 累計の為替実績は 1 ドル = 148 円、1 ユーロ = 166 円。25/12 期通期の為替前提は 1 ドル = 147 円、1 ユーロ = 164 円で、従来と変わらず。1 円当たりの変動が営業利益に与える影響(年間、円安がプラス、円高がマイナスで影響)はドルが 0.5 億円、ユーロが 1.6 億円。

なお、品質面での顧客信頼獲得が進んだ。日産自動車から最優良サプライヤー評価を 2 年連続で獲得(最高レベルを 24 カ月継続し 2 年連続で品質賞を獲得)したほか、キャタピラー社からも 3 年連続で品質最高評価を受賞(品質、安定供給、継続的改善活動などの厳しい要求項目を総合的に評価され受賞)。さらに、Honda APC から最優秀サプライヤー賞を初受賞し、品質・コスト・納期で卓越性を実証した。





(4) 株主還元

同社は、株主に対する利益還元を重要な経営方針の一つとして位置付けており、連結業績に応じた利益配分を基本とし、安定的かつ継続的な配当を実施することを基本方針としている。

しかしながら、純損失を計上しており、24/12 期の期末配当金は無配とした。25/12 期の配当についても、財務基盤と車両の電動化シフトの加速に対応するべく将来成長投資を継続するため、無配にするとしている。

今後、中期経営計画に基づく事業成長、収益力および財政状態を改善し、早期の復配を実現出来るよう最大限努力していくとしている。



7. 主な非財務情報

革新的な技術で車に地球に快適性を提供

(1) 東証の要請「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応はしていないが、25年3月28日付けのコーポレートガバナンス報告書において、中期経営計画「SHIFT2028」を通じた経営基盤の強化、IRを通じた投資家との対話、ステークホルダーの尊重などについて状況を報告している。

(2) ガバナンス

同社グループがグローバル社会で直面する重要な社会課題の一つとして考える、気候変動に関わる取り組み・検討を行うグローバル環境委員会は、グローバル安全衛生環境委員会の一環として四半期に一度開催。方針展開、進捗確認を行っており、全社方針の展開、実績評価、施策進捗の確認を行う事で、気候変動を含む環境課題の担当範囲を明確化し解決に取り組んでいる。

(3) リスク管理

同社グループは、サステナビリティ全般におけるリスク管理に関する事項について、経営に重大な影響を及ぼす重要リスクについては経営会議にて随時審議し、取締役会へ報告し迅速に対応している。

なお、事業等のリスクとして、同社グループが掲げるのは次の通り。

①自然災害、②気候(変動)関連リスク、③経済状況、④為替相場の変動、⑤原材料・部品の市況変化、⑥価格競争、⑦販売先の業績依存、⑧国際的活動および海外進出に潜在するリスク、⑨新製品開発、⑩知的財産保護の限界、⑪品質に係るリスク、⑫法的規制等、⑬訴訟等、⑭従業員のコンプライアンス、⑮人財確保に関するリスク、⑯情報セキュリティに関する事項

(4) 気候変動

(A)戦略

同社は23年に「気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)」に賛同表明し、気温上昇を1.5°C以下に抑制するために貢献することは重要であると考え、シナリオ分析を実施した。また、世界的にサステナビリティ意識が高まり、GHG排出量や環境規制強化による発電の再エネシフトを前提として、主要な地域での新車市場における電動化がほぼ完了することを見込み、同社主力製品の電動コンプレッサの製造を進めるとともに、ITMSなどの技術革新にも積極的に取り組む。

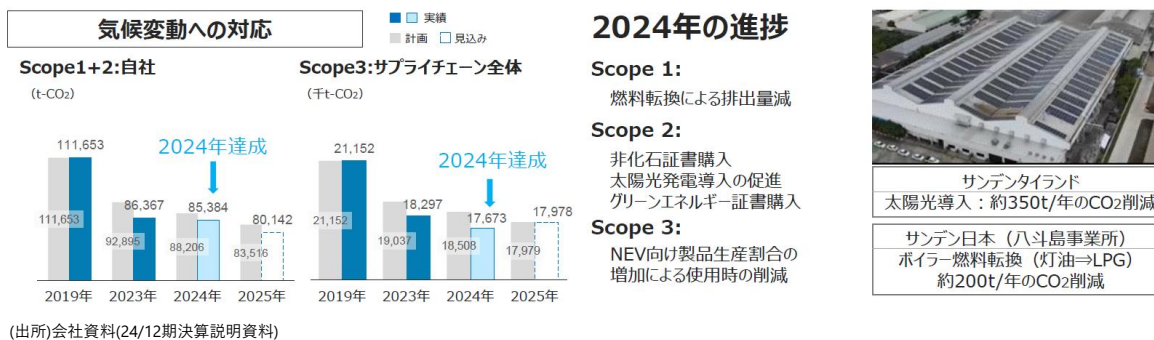


(B) 指標および目標

脱炭素社会への移行を進める中で、気候変動に伴う燃費・排ガス規制や電動化への社会的要求を踏まえた環境負荷低減目標を掲げ、取り組みを進めている。同社の環境負荷低減目標は「2030年までにCO₂排出量をScope1+2を80%以上、Scope3を27.5%削減(19年度比)、および39年までにカーボンニュートラル達成」に向けて、再生可能エネルギーの活用、製品の軽量化、およびサプライヤーとのコミュニケーションを強化しCO₂削減に向けた活動協力などに取り組む。

また、30年までの中期目標設定は「パリ協定」の目指す、世界の平均気温の上昇を産業革命前に比べ1.5°Cに抑える軌道に沿った科学的な根拠に基づくScience Based Targets(SBT) initiativeのシナリオに準じている。同社は23年10月にSBT認定を取得した。

図表7-(4)-1. 気候変動への対応



(5) 人的資本

① 人財育成方針および社内環境整備方針

同社は、「人づくりこそ会社の将来を左右する最大の経営課題と認識し、「人間力」を原点到「技術力」を兼ね備えた人財を育成するという基本精神を基盤に社員教育を実施している。

「人間力」：会社の発展を推し進める力⇒リーダーシップ、強い精神、情熱など

「技術力」：効率的に仕事を進める手法⇒TQC、マーケティング、戦略など

社内環境については社員の視点から安心して活躍できる環境づくりを目指しており、社員満足度を重要視したエンゲージメントアンケートを毎年実施。また、グローバルで変化するビジネス環境の中では、ダイバーシティを推進し、「多様な価値観を尊重して受け入れ、違いを積極的に活かす」ことが重要であるという考え。

また、近年、経済活動のグローバル化の進展に伴い、企業活動が地球環境や生活に及ぼす影響はより一層拡大。そのような状況を背景に、企業を取り巻くステークホルダー(消費者、労働者、顧客、取引先、地域社会、株主等の利害関係者)から、人権尊重などに企業が真剣に取り組むことが求められている。そこで同社は23年に新たな人権方針を策定した。方針は今後の企業における人権活動全般における方向性を示すものであり、全てのステークホルダーの潜在的、また実態としてのリスクの把握ならびに回避・低減と予防に努め、この方向性の実現に向けて必要な改善に取り組んでいく。



②人財育成および社内環境整備に関する取り組み

a. キャリアマネジメント

同社は、キャリアマネジメントへの方針としてキャリア開発と成長のための平等な機会を提供し、雇用においては、公正で偏りのない対応をするように努めている。また、採用や業績評価のプロセスにおける透明性を高め、社員の能力開発をサポートするために定期的なフィードバックとトレーニングを提供し、同社のキャリアを通じてすべての従業員の権利と尊厳を尊重するよう努めている。

b. 人財育成の仕組み

各教育研修は、「リーダーシップ教育」を軸に、「企業理念」や「ビジネススキル」「マネジメントスキル」などのプログラムで構成し、若年層から一貫して実施。また、研修間では高い学習効果を得られるよう、各階層・役職ごとに求められる「役割・責任」や「知識・スキル」を可視化し、社員に提示している。

「階層別研修」：各階層で必要な知識・スキルの修得

「選抜研修」：将来の幹部育成、選抜対象の研修

「専門教育」：各部門で実施する専門的な技術教育

「自己啓発」：社員の自己啓発を支援する取り組み

c. 外国人の積極的な登用

グローバル事業の展開をさらに加速させるため、人財の育成と確保をグローバルに行うことを重要な施策の一つに位置付け、毎年多国籍の人財をキャリア採用や新卒採用にて継続的に採用することを進めている。

d. エンゲージメント調査実施

同社をよりよい会社にしていくため、従業員から現在の職場の環境について率直な意見を収集し、組織課題発掘のための基礎データとしている。従業員の生産性を共に向上させるための課題を把握し、組織や職場の活性化、人財育成、働きやすい職場環境への諸施策に活かすことを目的にエンゲージメント調査を継続的に実施している。

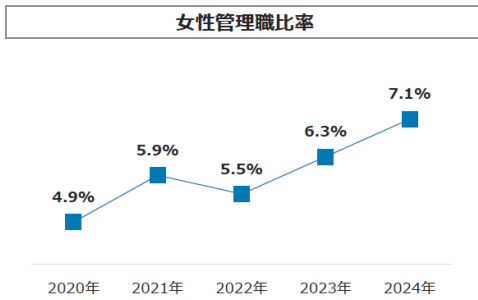
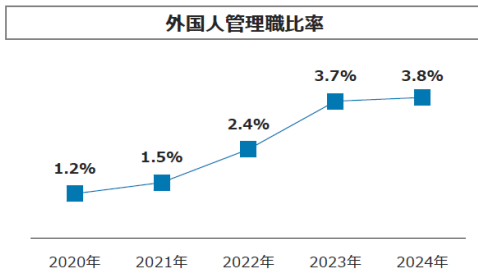
e. 女性の活躍推進

女性がさらに活躍するために社内の課題を以下と捉え、目標と行動計画を策定しており、詳しい情報については厚生労働省の「女性の活躍推進企業データベース」において公表している。

課題としては①女性管理職候補者の増大、②女性社員比率の向上、③リーダー人財の育成強化、④生産性を高める働き方の整備、を挙げている。



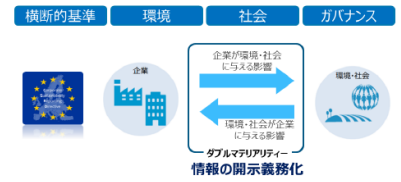
図表7-(5)-1. 人財開発強化・組織運営の効率化の推進



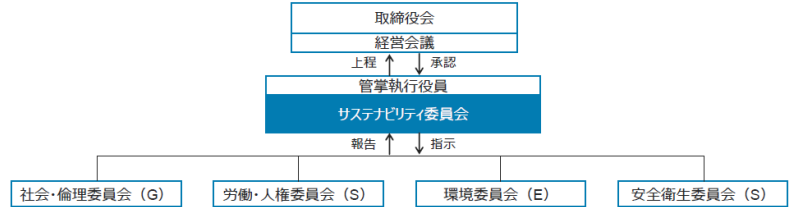
(出所)会社資料(24/12期決算説明資料)

2024年の進捗

欧州サステナビリティ開示規制対応
CSRDへの対応計画通りの活動進捗



ESG領域強化：サステナビリティ委員会と連携する各種委員会の整備実施
(社会倫理委員会・労働人権委員会・環境委員会・安全衛生委員会)



今後の活動予定

- ・ 2026年3月 欧州地域情報のCSRD開示
- ・ 2029年3月 グローバル情報のCSRD開示
- ・ サステナビリティ委員会を中心としたESG活動の推進

(6) 国連グローバル・コンパクトへ加盟

同社は、国際連合が提唱する「国連グローバル・コンパクト」(UN Global Compact、以下 UNGC)への賛同を表明する署名を行い、25年4月4日に参加企業として登録された。併せて、UNGCに署名する日本企業などで構成される「グローバル・コンパクト・ネットワーク・ジャパン」にも加入した。同社はグローバルに事業を展開しており、持続可能な社会へ、国際規範に基づく責任ある行動を推進するために加盟したとしている。

なお、UNGCとは国連と民間が協力して健全なグローバル社会を築くための世界最大のサステナビリティイニシアチブ。各企業・団体が責任ある創造的なリーダーシップを発揮することによって、社会の良き一員として行動し、持続可能な成長を実現するための自発的な取り組みを指す。



図表7-(6)-1. UNGCの4 分野10 原則

人権

企業は、

- 原則 1. 国際的に宣言されている人権の保護を支持、尊重し、
- 原則 2. 自らが人権侵害に加担しないよう確保すべきである

労働

企業は、

- 原則 3. 結社の自由と団体交渉の実効的な承認を支持し、
- 原則 4. あらゆる形態の強制労働の撤廃を支持し、
- 原則 5. 児童労働の実効的な廃止を支持し、
- 原則 6. 雇用と職業における差別の撤廃を支持すべきである

環境

企業は、

- 原則 7. 環境上の課題に対する予防原則的アプローチを支持し、
- 原則 8. 環境に関するより大きな責任を率先して引き受け、
- 原則 9. 環境にやさしい技術の開発と普及を奨励すべきである

腐敗防止

企業は、

- 原則 10. 強要と贈収賄を含むあらゆる形態の腐敗の防止に取り組むべきである

(出所)会社資料(サンデン株式会社が「国連グローバル・コンパクト」へ加盟_25年5月20日リリース)

(7) 環境省が法制化した自然共生サイトに初年度認定 ★UPDATED

同社の事業所であるサンデンフォレスト（群馬県前橋市）は、25 年 9 月、生物多様性の保全が図られている地域として、環境省が 25 年度より法制化した自然共生サイトに、初年度認定を取得した。さらに、6 月には群馬県が創設した「ぐんまネイチャーポジティブ推進プラットフォーム」に加入し、取り組みを強化した。なお、自然共生サイト制度は、25 年 4 月に施行された「地域生物多様性増進法」に基づき、企業や団体が策定・実施する生物多様性増進計画を、環境・農林水産・国土交通の各大臣が認定するもの。サンデンフォレストは、法制化前の 23 年から自然共生サイトとして認定されており、法制化後に改めて評価された。

ぐんまネイチャーポジティブ推進プラットフォームは、30 年までに生物多様性の損失を止め、回復軌道に乗せる「ネイチャーポジティブ」の実現を目指し、県内の企業・団体・自治体の連携を支援する基盤である。群馬県は、企業が自然資本を経営の重要課題としてこの取り組みの推進を支援しており、セミナー開催や企業の連携支援、





事例・技術情報の発信などを行っている。同社ではこのプラットフォームへの加入を通じて、これまでの自然共生活を地域社会に広く発信するとともに、他企業や自治体との連携による新たな展開を目指すとしている。



8. 大株主の状況、リスク等

実質筆頭株主は中国ハイセンスグループ 3 社

(1) 大株主の状況

図表8-(1)-1. 大株主の状況(24/12期末)

氏名または名称	所有株式(株)	発行済株式(自己株式を除く)の総数に対する所有株式の割合(%)
海信日本オートモーティブエアコンシステムズ合同会社	83,627,000	74.95
BBH(LUX) FOR FIDELITY FUNDS PACIFIC POOL(常任代理人三菱UFJ銀行)	2,150,000	1.93
サンデン取引先持株会	1,712,405	1.53
李 秀礼	1,026,300	0.92
CACEIS BANK, LUXEMBOURG BRANCH / UCITS CLIENTS ASSETS(常任代理人香港上海銀行東京支店)	639,300	0.57
日本マスタートラスト信託銀行(信託口)	550,100	0.49
CLEARSTREAM BANKING S.A.(常任代理人香港上海銀行東京支店カスタディ業務部)	529,299	0.47
サンデン従業員持株会	448,599	0.40
住友生命保険相互会社	309,400	0.28
楽天証券	273,500	0.25
計	—	81.79

(注1)上記大株主のうち、日本マスタートラスト信託銀行(信託口)は信託業務に係る株式

(注2)海信日本オートモーティブエアコンシステムズ合同会社は、21年5月31日に同社が第三者割当増資のため発行した株式を100%引受けたことにより、主要株主になっている(出所)会社資料(有価証券報告書)で当研究所作成

海信日本オートモーティブエアコンシステムズ合同会社が筆頭株主となっているが、実質的には海信家電集団股份有限公司(中華人民共和国仏山市)、科龍発展有限公司(中華人民共和国香港)を加えたハイセンスグループ 3 社が筆頭株主である。

(2) トップマネジメント ★UPDATED

代表取締役会長が高玉玲氏、社長執行役員が徐湛氏。なお、徐湛氏は 25 年 8 月に就任、同 10 月の臨時株主総会にて代表取締役に就任。

前任の代表取締役社長執行役員の朱聃氏が同社の親会社グループであるハイセンスグループ内の人事調整により同社の代表取締役職を退任のため、後任として、徐湛氏を取締役として選任したとしている。同社は中期経営計画を掲げ、コンポーネントサプライヤーから「フルソリューション・システム・サプライヤー」への転換を目指し、取り組んでいるが、日々刻々と大きく変化する自動車業界への環境に対応するためには、更なる経営のスピードアップが必要であると考えている。徐湛氏は、ハイセンス(山東)空調会社、青島ハイセンス通信会社、ハイセンス冷蔵庫会社の役員などを歴任し、22 年 11 月より同社の副社長執行役員として、戦略的な意思決定を迅速かつ的確に推進。会社経営の経験が豊富であり、その能力と経験を同社の経営に反映することが、取締役会の機



能強化に資すると判断したとしている。

図表8-(2)-1. 社長執行役員紹介



1977年11月14日生（満47歳）

(略歴)		
2007.08	ハイセンスKELON（広東）空調会社	経営管理部、総合管理部 部長
2012.06	（同）	順徳工場総経理
2015.08	ハイセンス（山東）空調会社	総経理補佐、ハイセンスグループ会社 購買管理部 副部長
2016.01	（同）	副総経理、製造センター 総経理 ハイセンスグループ会社購買管理部 副部長
2018.05	青島ハイセンス通信会社	副総経理、ハイセンスグループ会社購買管理部 部長
2018.10	（同）	総経理、電子情報グループ 副総裁 ハイセンスグループ管理推進部 副総経理
2021.10	ハイセンス冷蔵庫会社	財務経営管理部 副総経理（実務統括）
2022.11	サンデン株式会社	副社長執行役員（SCM・品質 兼 日本事業統括）
2025.08	（同）	社長執行役員 ※10月の臨時株主総会にて代表取締役就任予定

(出所)会社提供資料(25年8月)

(3) リスク等

同社グループの事業とその他に関するリスクについて、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性があると考えられる主な事項は次の通り。同社グループは、これらのリスク発生の可能性を充分認識したうえで、リスクの回避および発生した場合に最小限にすべく対処している。

①自然災害

同社グループでは、グローバル 22 カ国・地域、46 拠点で事業展開しており、不測の大規模地震・大雨・洪水・大雪などの自然災害や感染症の蔓延等による社員や事務所・生産設備に対する被害、製品輸送・外部倉庫保管中の事故や従業員入社率の大幅低下による操業停止等、不測の事態が発生するリスクが考えられる。これらの事象は、工場の操業や顧客への供給に支障が生じることで同社グループの経営成績および財政状態に悪影響を及ぼすおそれがあり、さらには顧客への製品供給に対する支障となり、同社グループの社会的評価の低下を招く可能性がある。

同社では、発災時の初動対応計画やサプライチェーン事業継続管理標準策定、社員安否確認システムの構築、耐震対策、防災訓練などの対策を講じている。加えて新型コロナウイルス感染症等の感染拡大に対しては、感染予防策の徹底を図ると共に、定期的な PCR 検査を実施し、グローバルで迅速に対応できる体制を構築し、すべてのステークホルダーの健康や安全、感染拡大の防止に努めることを最優先とし、その上で事業活動を継続して行っている。加えて、グローバル全社員に対して労働安全衛生教育を通じ、災害発生時のレポートラインなどの周知徹底をさせている。ただし、想定を超えた自然災害・感染症蔓延等による被害を完全に排除できるものではなく、同社グループの経営成績と社会的評価に悪影響を及ぼす可能性がある。

②気候(変動)関連リスク

同社グループは、グローバル 22 カ国・地域、46 拠点で事業展開しており、気候変動は、グローバル社会が直面



している最も重要な社会課題の一つ。世界では気候変動をはじめとする環境課題が深刻化し、日本国内でも異常気象による大規模な自然災害が発生するなど大きな影響を与えている。気候変動による世界的な平均気温の4℃上昇が社会に及ぼす影響は甚大であると認識し、気温上昇を1.5℃以下に抑制するために貢献することは重要であると考えている。気候変動によるリスクについては、同社グループの連結業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。脱炭素社会への移行を進める中で、気候変動対策に関連する燃費・排ガス規制や車両電動化への対応の遅れは、販売機会の損失、商権失注の可能性がある。新たな燃費規制や車両電動化に応えるための研究開発の加速と、物理的なリスクである気象災害対策として、複数社からの部品調達などのサプライチェーンに対するリスクマネジメント強化を進める。また、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD：Task Force on Climate-related Financial Disclosures）が推奨する4つの開示項目（「ガバナンス」「リスク管理」「戦略」「指標と目標」）について、気候関連情報を開示していく。

CO₂ 排出量削減においては、グリーン電力の生産や調達を積極的に進め、19年比で30年にScope2排出量ゼロを達成し、39年にカーボンニュートラル達成を目指す。

③経済状況

同社グループは、全世界に主要製品であるカーエアコンシステムおよびカーエアコン用コンプレッサーを販売しているが、その需要は、製品を販売している国や地域のさまざまな市場における経済状況の影響を受ける。同社グループは、生産性の向上を図るとともに、固定費・変動費の削減を推進し、事業環境の変化に影響されにくい安定的な収益体質づくりを目指しているが、自動車機器事業は主として北米、欧州、アジア、中国に事業展開しており、それぞれの地域における自動車市場の動向が、業績・財務状況に影響を及ぼす可能性がある。

④為替相場の変動

同社グループは、全世界で事業を展開しており、多通貨取引が発生する。また、在外連結子会社および持分法適用会社の財務諸表は、同社の連結財務諸表として円換算しているが、換算時の為替レートによっては、財務諸表を構成する資産の価値に影響を及ぼす可能性がある。同社グループは、短期的な為替レートの変動に対応するためヘッジ取引等の対策を講じ、リスクの軽減に努めているが、主要取引通貨である米ドルおよびユーロの為替変動やアジアおよび中国地域等における通貨変動が起きた場合には、同社の業績および財務状況に影響を及ぼす可能性がある。

⑤原材料・部品の市況変化

同社グループは、製品、システムの製造・販売等を行っている。調達部品、材料の複数購買化を推進し、コスト上昇の抑制、供給逼迫の回避を進めているが、アルミ、銅、樹脂、電子部品等の原材料・部品、物流費の市況の上昇が製造コストを引き上げ、供給逼迫の場合には、同社の業績・財務状況に影響を及ぼす可能性がある。

⑥価格競争

同社グループを取り巻く事業環境の価格競争は大変厳しくなっている。自動車向け熱マネジメントシステムや空調用電動コンプレッサーへの新規参入企業の増加、自動車メーカーにおける電動化車両や自動運転技術への



莫大な投資があり、自動車メーカーから価格引き下げ要請がより一層強くなっている。また、地域によっては現地競合メーカーの品質競争力も年々上がってきており、それに伴いコスト競争もより一層厳しくなっている。同社グループの商品は、品質・コスト・技術等において競争優位に立つものと考えているが、新規競合の市場参入に伴う競争の激化、特に電気自動車の走行効率を向上させる ITMS 市場への参入競争激化、他業界からの競争参入等により、常に競争優位に立てるという保証はなく、同社の業績・財務状況に影響を及ぼす可能性がある。

⑦販売先の業績依存

同社グループは、世界中の自動車メーカーに販売しており、特定販売先依存によるリスクの低減が図れていると考えている。しかしながら、地政学面のリスク(ロシア・ウクライナ紛争、イスラエル・パレスチナ紛争、米中貿易摩擦等)、天災による特定顧客の車両生産への影響、自動車市場が電動車へとシフトしていく中での、従来の自動車メーカーに加え新たな企業との取引の発生など、同社の管理が及ばない理由により、同社の業績・財務状況に影響を及ぼす可能性がある。

⑧国際的活動および海外進出に潜在するリスク

同社グループは、北米、欧州、アジア、中国の 22 カ国・地域、46 拠点に進出し、開発、生産および販売拠点を有し、事業活動を実施している。同社グループとしては、リスク管理規定を制定し、カントリーリスクを伴う取引に対しては、リスク管理項目の一つとしてモニタリングしているが、各国、各地域での事業活動において、各国の法規制の改正や変更、政治情勢および経済状況の変化、戦争その他の不安要因による社会的混乱、労働争議、物流の混乱などのリスクが内在しており、事象として発生した場合、同社の業績および財務状況に影響を及ぼす可能性がある。

⑨新製品開発

同社グループは、自動車急速にガソリン車から EV を含む新エネルギー車へ移行する自動車業界の動向を踏まえ、環境製品分野へ資源を集中するとともに、積極的な他社および大学との連携を進めており、次世代環境車対応の ITMS、電動コンプレッサーなどの新製品の研究開発と、それらの基盤となる要素技術の研究開発を行っている。また、近年グローバルで多様に変化する市場や、顧客の求める価値を確実に製品という形にするために、研究開発活動を世界各拠点で展開している。一方、グローバル世界各国の急激な市場変化や顧客ニーズの変化に対応が追いつかず、新製品開発と市場投入が円滑に進まない場合には、同社の業績・財務状況に影響を及ぼす可能性がある。

⑩知的財産保護の限界

同社グループは、創業以来独自に技術を開発し、知的財産権やノウハウとして蓄積すると共に、開発活動と密に連携した知財保証制度に基づき第三者の有する知的財産権への対策を行ってきた。これらの蓄積された知的財産権やノウハウは、事業展開する国、地域で、知的財産制度の適用を受けているが、特定の国、地域において、法的制限などにより完全には保護できない可能性がある。これにより第三者が、同社の開発した技術を使用した類似製品の製造や販売に対して、完全には抑制できない可能性がある。また、各国の知的財産権公開



制度に基づき公表された知財情報を利用した第三者の有する知的財産権への対策を実施しているが、特定の国、地域において、環境面の制約により第三者の有する知的財産権を完全には把握できない可能性がある。これにより第三者の知的財産権への抵触有無に対して、完全には判断できない可能性がある。これら第三者の類似製品の製造や販売の影響により当該地域での売上高の減少や、第三者の有する知的財産権への侵害疑義による係争の発生により、同社の業績および財務状況に影響を及ぼす可能性がある。そのようなリスクを最小化するため、各国の法律、特許事務所との連携を強化し、独自の強み技術の知的財産ポートフォリオを形成すると共に、当社における第三者が保有する知的財産情報収集能力の更なる拡充を行なう。

⑪品質に係るリスク

当社グループ独自の品質方針を定め、顧客第一、品質第一に基づいた製品品質の向上活動を実施。さらに自動車産業の国際的な品質マネジメントシステム要求の品質管理基準に従い製品を開発、製造。また、製品の予期できない欠陥等による製造物責任賠償が発生した場合の対応として、保険に加入している。しかしながら、全ての製品欠陥に対する賠償額が保険でカバー出来る保証はなく、大規模なリコールや製造物責任賠償が発生した場合には、多額の費用発生や当社製品の信頼低下による売上減少の影響から、同社の業績・財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

⑫法的規制等

当社グループは、事業展開する国、地域で、事業や投資に関する許認可、輸出制限、租税、環境規制、独占禁止法・競争法・下請法等をはじめとする各種の法規制の適用を受けている。当社グループの事業活動に適用される新たな法規制が導入された場合、または当社グループの事業活動がこれらの法規制に抵触した場合には、事業活動に制約が課せられる、刑事罰・行政罰を課せられる、社会的信頼を失うなどにより、同社の業績および財務状況に影響を及ぼす可能性がある。当社グループは、海外の主要拠点に法務担当者を配置することなどにより、当社グループに関係する法規制や法令の改正等を的確に把握し、社内規程の整備や従業員教育の実施など必要な対応を行うことにより、当社グループの事業活動があらゆる法令を遵守して行われるよう努めている。また、現在、26年に予定されている欧州の規制である CSRD（Corporate Sustainability Reporting Directive：企業サステナビリティ報告指令）、29年に予定されているグローバル情報の CSRD 開示に対応するため、社内の体制構築を進めている。

⑬訴訟等

当社グループでは、事業活動に関連して、当社グループが当事者となっている、または今後当事者となる可能性のある訴訟および法的手続によって当社にとって不利な結果が生じた場合、同社の業績・財務状況に影響を与える可能性がある。当社グループでは、契約締結前の契約審査、契約内容の適正化などを通じて、紛争の発生可能性の低減を図るとともに、紛争が発生した際の、当社にとって不利な結果が生じる可能性の低減を図っている。紛争の兆候につきグループ各社から当社への報告を求めるなどにより紛争拡大の可能性の低減を図っている。また、平素より国内外の弁護士事務所と連携し、訴訟事件等において同社の利益を適切に確保するための体制を整備している。



⑭従業員のコンプライアンス

同社グループは、コンプライアンスを経営の最重要課題と位置づけ、その徹底を図っている。具体的には、各拠点にコンプライアンスに関する責任者と推進担当者の配置をはじめとしたコンプライアンス体制の確立、適切な職務権限の付与や相互牽制を可能にする職務分離を含んだ社内規程の整備、階層別研修など従業員に対するコンプライアンス教育制度、内部通報制度、内部監査体制等を内容とする内部統制システムを整備・運用している。加えて、公正で納得感の高い業績評価・人事評価制度、厳正な懲戒制度の適切な整備・運用等により、不正のトライアングル（3つの要因）といわれる動機・機会・正当化の除去を図り、従業員不正の発生可能性の排除に努めている。同社グループは多くの国、地域に展開しているが、従業員が各国や地域の法令に抵触する行為を行う可能性は皆無ではなく、これらの事態が生じた場合には、刑事罰・行政罰を課せられる、従業員の不正の結果としての損害の発生等により直接的に、あるいは、同社の社会的信用の失墜等を通じて間接的に、業績および財務状況に影響を及ぼす可能性がある。

⑮人財確保に関するリスク

同社グループは、グローバルでの事業目標達成のために多様で優秀な人財の確保に努めるとともに、同社グループ経営を推進する人財の育成と後継者確保のため、グローバル事業を担う人財やエンジニアの育成に取り組んでいる。また、社員コミュニケーションを実施し、全員が生産性高く活躍できる職場づくりに取り組んでいる。しかしながら、優秀な人財の確保における競争は激化しており、採用に関して更に強化すると共に、同社グループの人財の流出の防止に努めなければならない。一方、デジタル革命や少子高齢化、ESG 推進といった潮流の中で、雇用情勢の変化、働き方の価値観等が変わりつつある。環境変化への対応と各分野で必要とする専門性を持つ人財や、リーダーの維持・確保・育成・配置が計画的に推進できない場合には、事業活動の停滞等により経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

⑯情報セキュリティに関する事項

同社グループは、事業活動および同社製品において様々な情報システムやネットワークを利用している。これらの情報資産を守るため、IT セキュリティ基本方針のもと、ネットワーク、ハードウェア、ソフトウェア、各種データ等のセキュリティに関する継続的な強化を図っている。また、全社で情報セキュリティの活動体制を構築しており、職場における情報セキュリティ意識の向上、ルールの周知・徹底のため、毎年全ての IT 利用者に対し IT セキュリティ教育を実施するとともに IT セキュリティに関する定期的な点検を行い、IT ガバナンスの強化に努めている。しかしながら、サイバー攻撃のリスクは高まっており、不正アクセス、コンピュータウイルスによる情報システムへの攻撃を受けた場合、情報漏洩やシステム停止・重要な業務の停止等の影響が生じる可能性がある。このような事象が発生した場合、同社のイメージや社会的信用の低下、同社グループの事業、業績に悪影響を及ぼす可能性がある。



9. 財務関連データおよび指標

(1) 通期

図表9-(1)-1. 損益計算書(通期)

単位：百万円

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	21/12期	22/12期	23/12期	24/12期	25/12期 計画
売上高	294,237	282,061	287,609	273,934	204,880	137,477	119,587	175,683	179,279	183,848	184,700
(前期比)	-4%	-4%	2%	-5%	-25%	-33%	-	47%	2%	3%	0%
売上原価	240,926	232,742	234,955	227,011	173,052	129,802	108,760	154,030	157,476	157,137	
(前期比)	-4%	-3%	1%	-3%	-24%	-25%	-	42%	2%	-0%	
(売上原価率)	82%	83%	82%	83%	84%	94%	91%	88%	88%	85%	
売上総利益	53,311	49,319	52,654	46,922	31,827	7,674	10,826	21,653	21,803	26,711	
(前期比)	-7%	-7%	7%	-11%	-32%	-76%	-	100%	1%	23%	
(売上総利益率)	18%	17%	18%	17%	16%	6%	9%	12%	12%	15%	
販管費	47,816	47,737	47,185	46,033	35,229	26,131	23,297	27,382	32,821	33,157	
(前期比)	-0%	-0%	-1%	-2%	-23%	-26%	-	18%	20%	1%	
(販管費率)	16%	17%	16%	17%	17%	19%	19%	16%	18%	18%	
営業利益	5,494	1,582	5,469	889	-3,401	-18,456	-12,470	-5,729	-11,018	-6,446	-4,000
(前期比)	-42%	-71%	246%	-84%	-	-	-	-	-	-	-
(営業利益率)	2%	1%	2%	0%	-2%	-13%	-10%	-3%	-6%	-4%	-2%
EBITDA	21,097	12,032	17,670	13,960	2,753	-12,919	-7,395	1,464	-2,118	7,139	
(前期比)	-15%	-43%	47%	-21%	-80%	-	-	-	-	-	
(EBITDAマージン)	7%	4%	6%	5%	1%	-9%	-6%	1%	-1%	4%	
ネット金融収支	-2,348	-1,970	-1,935	-2,387	-1,794	-1,253	-508	-1,069	-1,134	-1,088	
為替差損益	-1,248	-2,838	-1,437	397	-2,997	420	383	-612	-392	1,722	
持分法投資損益	4,147	3,385	2,667	2,148	71	-676	2,192	3,439	4,339	4,698	
経常利益	6,138	-2,262	4,411	564	-9,735	-23,237	-11,728	-4,140	-8,382	-176	-1,500
(前期比)	-40%	-	-	-87%	-	-	-	-	-	-	-
(経常利益率)	2%	-1%	2%	0%	-5%	-17%	-10%	-2%	-5%	-0%	-1%
税前利益	7,905	-18,966	5,867	-20,568	2,326	-44,571	20,177	-610	-4,093	494	
(税負担率)	3%	-15%	24%	-15%	58%	-2%	25%	-174%	11%	213%	
純利益	6,965	-22,488	4,255	-23,060	2,287	-45,251	15,888	-1,613	-3,359	-777	-300
(前期比)	25%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(純利益率)	2%	-8%	1%	-8%	1%	-33%	13%	-1%	-2%	-0%	-0%
EPS(円)	252.2	-814.1	154.0	-833.6	82.5	-1,630.4	167.8	-14.5	-30.2	-7.0	
配当性向	30%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
BPS(円)	2,537.8	1,576.4	1,634.0	685.0	747.9	-664.6	205.5	201.8	181.2	203.0	
設備投資額	14,800	12,400	12,400	13,000	12,300	7,600	6,500	6,800	12,800	11,441	
減価償却費	12,374	12,076	11,079	10,914	10,088	8,607	3,635	4,462	4,965	5,913	
研究開発費	6,771	7,910	7,860	8,818	7,811	5,686	4,264	5,522	6,782	7,759	
従業員数(人)	10,696	10,613	10,106	9,628	6,509	6,246	5,897	5,608	5,587	5,344	

(注1) EBITDA=経常利益+支払利息+減価償却費。税負担率=(法人税等+調整額)÷税前利益

(注2) 21/12期は9カ月の変則決算

(出所) QUICK Workstationで当研究所作成





図表9-(1)-2. 貸借対照表、キャッシュフロー計算書

単位：百万円

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	21/12期	22/12期	23/12期	24/12期
流動資産	172,961	157,132	159,363	138,412	105,787	92,847	98,200	101,840	96,647	100,636
現預金	17,491	14,040	18,776	13,030	26,440	19,899	27,542	18,620	22,749	17,893
売上債権	85,403	79,964	74,204	73,591	45,344	44,979	42,413	47,666	47,008	49,812
棚卸資産	50,584	47,179	47,487	48,270	35,338	26,826	32,208	35,610	31,339	37,812
固定資産	128,363	123,062	116,285	107,988	81,772	62,234	52,988	55,588	65,892	74,823
有形固定資産	89,555	81,250	81,741	77,436	58,522	43,423	33,856	35,267	42,657	49,101
無形固定資産	4,906	4,422	3,869	4,078	4,111	815	688	1,138	1,435	1,586
のれん	401	142	73	27	13	-	-	-	-	-
投資その他の資産	33,901	37,389	30,674	26,473	19,138	17,995	18,442	19,181	21,799	24,135
資産合計	301,325	280,194	275,649	246,401	187,559	155,081	151,189	157,428	162,539	175,459
流動負債	158,593	173,396	150,227	156,710	121,170	141,923	114,375	123,244	131,434	139,792
買入債務	56,107	53,005	53,483	50,000	29,983	33,029	31,319	35,737	38,099	37,727
短期借入金・社債	73,320	84,307	64,022	76,722	70,466	83,463	39,640	48,649	56,402	65,893
固定負債	67,228	57,637	74,464	66,151	43,689	30,114	12,977	10,816	10,269	12,085
長期借入金・社債	55,621	44,181	62,121	53,771	29,785	17,381	584	355	822	3,952
負債合計	225,821	231,034	224,691	222,862	164,859	172,037	127,353	134,061	141,703	151,877
自己資本	70,098	43,549	45,185	18,959	20,750	-18,446	22,901	22,485	20,193	22,628
非支配株主持ち分	5,405	5,610	5,772	4,579	1,949	1,490	934	881	643	954
純資産	75,503	49,159	50,957	23,538	22,699	-16,956	23,835	23,366	20,836	23,582
運転資本	79,880	74,138	68,208	71,861	50,699	38,776	43,302	47,539	40,248	49,897
投下資本(運用ベース)	174,341	159,810	153,818	153,375	113,332	83,014	77,846	83,944	84,340	100,584
投下資本(調達ベース)	199,039	172,037	171,328	149,452	121,001	82,398	63,125	71,489	77,417	92,473
ネット投下資本(調達ベース)	310,489	286,485	278,695	266,915	194,812	163,343	75,807	101,873	111,892	144,425
ネットキャッシュ(-はネットデット)	-111,450	-114,448	-107,367	-117,463	-73,811	-80,945	-12,682	-30,384	-34,475	-51,952
1. 営業キャッシュフロー	6,304	10,048	7,140	3,043	7,219	3,234	-7,409	-10,125	9,371	-4,465
売上債権の増減額	-1,147	1,148	6,092	200	13,187	1,981	4,319	-1,178	3,642	736
棚卸資産の増減額	-5,045	2,280	-213	-2,635	-1,231	9,979	-4,511	-966	6,615	-4,354
仕入債務の増減額	-592	-3,466	-1	-2,603	-3,839	2,580	-2,690	3,610	1,353	-2,169
2. 投資キャッシュフロー	-14,932	-10,371	4,093	-11,362	28,452	-5,661	-5,209	-4,486	-11,602	-12,790
有形・無形固定資産の取得	-12,091	-13,733	-9,233	-14,879	-11,454	-7,939	-5,535	-5,989	-11,915	-10,017
投資その他の資産の取得	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3. フリーキャッシュフロー(1+2)	-8,628	-323	11,233	-8,319	35,671	-2,427	-12,618	-14,611	-2,231	-17,255
4. 財務キャッシュフロー	6,066	-2,479	-6,536	2,679	-24,677	-3,632	19,735	5,077	5,794	9,484
配当	-1,381	-2,085	-	-	-	-	-	-	-	-
自己株取得	-488	-5	-6	-235	-	-	-	-	-	-
有利子負債の増減額	8,259	-375	-6,373	2,900	-23,783	-3,632	-1,781	5,044	5,796	9,527
現預金の増減額	-3,106	-3,440	4,736	-5,746	10,681	-5,507	7,708	-8,809	4,518	-6,691
現預金の期末残高	17,482	14,040	18,776	13,030	23,711	18,203	25,912	17,102	21,620	14,929

(注1) ネットキャッシュ=手元流動性-有利子負債

(出所) QUICK Workstationで当研究所作成



図表9-(1)-3. 財務分析

単位：百万円(表記なし項目)

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	21/12期	22/12期	23/12期	24/12期
<ROEの3分解式>										
純利益率	2.4%	-8.0%	1.5%	-8.4%	1.1%	-32.9%	13.3%	-0.9%	-1.9%	-0.4%
総資産回転率(回)	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8	1.1	1.1	1.1
財務レバレッジ(倍)	4.3	5.1	6.3	8.1	10.9	148.7	68.7	6.8	7.5	7.9
<資産収益性>										
ROE	9.9%	-39.6%	9.6%	-	11.5%	-	-	-7.1%	-15.7%	-3.6%
ROA	2.0%	-0.8%	1.6%	0.2%	-4.5%	-13.6%	-7.7%	-2.7%	-5.2%	-0.1%
<売上比>										
売上総利益率	18.1%	17.5%	18.3%	17.1%	15.5%	5.6%	9.1%	12.3%	12.2%	14.5%
販管費率	16.3%	16.9%	16.4%	16.8%	17.2%	19.0%	19.5%	15.6%	18.3%	18.0%
営業利益率	1.9%	0.6%	1.9%	0.3%	-1.7%	-13.4%	-10.4%	-3.3%	-6.1%	-3.5%
経常利益率	2.7%	-6.7%	2.0%	-7.5%	1.1%	-32.4%	16.9%	-0.3%	-2.3%	0.3%
<効率性>										
総資産回転期間(月)	12.2	12.4	11.6	11.4	12.7	15.0	15.4	10.5	10.7	11.0
売上債権回転期間(日)	107.2	107.0	97.8	98.5	105.9	119.9	133.4	93.6	96.4	96.1
棚卸資産回転期間(日)	74.2	76.7	73.5	77.0	88.2	87.4	99.1	80.4	77.6	80.3
買入債務回転期間(日)	86.5	85.6	82.7	83.2	84.3	88.6	108.0	79.5	85.6	88.1
CCC(日)	94.9	98.1	88.6	92.3	109.8	118.7	124.5	94.5	88.4	88.4
1人当たり売上高	27.0	26.5	27.8	27.8	25.4	21.6	19.7	30.5	32.0	65.8
1人当たり営業利益	0.5	0.1	0.5	0.1	-0.4	-2.9	-2.1	-1.0	-2.0	-2.3
<財務安全性>										
手元流動性比率(月)	0.8	0.7	0.7	0.7	1.2	2.0	2.4	1.6	1.4	1.3
自己資本比率	23.3%	15.5%	16.4%	7.7%	11.1%	-11.9%	15.1%	14.3%	12.4%	12.9%
流動比率	109.1%	90.6%	106.1%	88.3%	87.3%	65.4%	85.9%	82.6%	73.5%	72.0%
インタレスト・カバレッジ・レシオ(倍)	2.2	0.8	2.6	0.4	-1.2	-10.5	-17.6	-5.0	-8.4	-4.4
<成長性>										
前期比										
売上高	-4.2%	-4.1%	2.0%	-4.8%	-25.2%	-32.9%	-	46.9%	2.0%	2.5%
営業利益	-41.6%	-71.2%	245.7%	-83.7%	-	-	-	-	-	-
純利益	24.8%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投下資本(運用ベース)	1.1%	-8.3%	-3.7%	-0.3%	-26.1%	-26.8%	-	7.8%	0.5%	19.3%
自己資本	-0.6%	-37.9%	3.8%	-58.0%	9.4%	-	-	-1.8%	-10.2%	12.1%
総資産	0.7%	-7.0%	-1.6%	-10.6%	-23.9%	-17.3%	-	4.1%	3.2%	7.9%

(注1)資産収益性、効率性で使用のBS項目、従業員数は期首・期末平均

(注2)ROAは経常利益ベース

(注3)売上債権回転期間は売上高ベース。棚卸資産回転期間、買入債務回転期間は売上原価ベース

(注4)インタレスト・カバレッジ・レシオ=(営業利益+受取利息・配当金)÷支払利息・割引料

(注5)ROEは-50%未満、50%以上は除外

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成



(2) 四半期 ★UPDATED

図表9-(2)-1. 損益計算書(四半期)

単位：百万円

	24/12期				25/12期				24/12期		25/12期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q 計画	上期	下期	上期	下期 計画
売上高	46,453	47,724	43,650	46,021	45,494	48,200	44,818	46,188	94,177	89,671	93,694	91,006
(前年同期比)	9%	7%	-1%	-3%	-2%	1%	3%	0%	8%	-2%	-1%	1%
売上原価	40,222	40,599	36,749	39,567	38,797	41,300	38,202		80,821	76,316	80,097	
(前年同期比)	7%	2%	-5%	-4%	-4%	2%	4%		4%	-5%	-1%	
(売上原価率)	87%	85%	84%	86%	85%	86%	85%		86%	85%	85%	
売上総利益	6,230	7,126	6,900	6,455	6,697	6,900	6,616		13,356	13,355	13,597	
(前年同期比)	22%	45%	29%	0%	7%	-3%	-4%		33%	13%	2%	
(売上総利益率)	13%	15%	16%	14%	15%	14%	15%		14%	15%	15%	
販管費	7,982	8,771	7,845	8,559	7,714	7,376	7,422		16,753	16,404	15,090	
(前年同期比)	19%	14%	7%	-22%	-3%	-16%	-5%		16%	-11%	-10%	
(販管费率)	17%	18%	18%	19%	17%	15%	17%		18%	18%	16%	
営業利益	-1,752	-1,644	-945	-2,105	-1,016	-477	-806	-1,701	-3,396	-3,050	-1,493	-2,507
(前年同期比)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(営業利益率)	-4%	-3%	-2%	-5%	-2%	-1%	-2%	-4%	-4%	-3%	-2%	-3%
ネット金融収支	-235	-215	-367	-271	-443	-506	-559		-450	-638	-949	
為替差損益	1,348	868	-1,814	1,320	-663	-401	232		2,216	-494	-1,064	
持分法投資損益	1,019	1,586	1,260	833	1,012	1,492	1,469		2,605	2,093	2,504	
経常利益	622	787	-1,361	-224	-832	214	693	-1,575	1,409	-1,585	-618	-882
(前年同期比)	-	-	-	-	-	-73%	-	-	-	-	-	-
(経常利益率)	1%	2%	-3%	-0%	-2%	0%	2%	-3%	1%	-2%	-1%	-1%
税前利益	616	780	-391	-511	-705	-1,847	366		1,396	-902	-2,552	
親会社株主利益	299	201	-372	-905	-1,040	-2,235	69	2,906	500	-1,277	-3,275	2,975
(前年同期比)	-39%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(純利益率)	1%	0%	-1%	-2%	-2%	-5%	0%	6%	1%	-1%	-3%	3%

(注)計画は直近。4Q計画=通期計画-3Q累計実績、下期計画=通期計画-上期実績

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成



Appendix 1 ～株主総利回り分析の補足解説（ファイナンス理論）

- （１） 株主総利回り（TSR）の分析について（ファイナンス理論）
- （２） 実際のマーケットにおける株主還元（配当、自己株取得）の考え方

詳細は、以下の資料をご覧ください。

https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_JP_Appendix1/main/0/link/JP_appendix1_20250806.pdf

Appendix 2 ～株主資本コストの見方

- （１） 株主資本コストとは
- （２） QUICK 株主資本コストの算出法
- （３） 具体的な活用方法

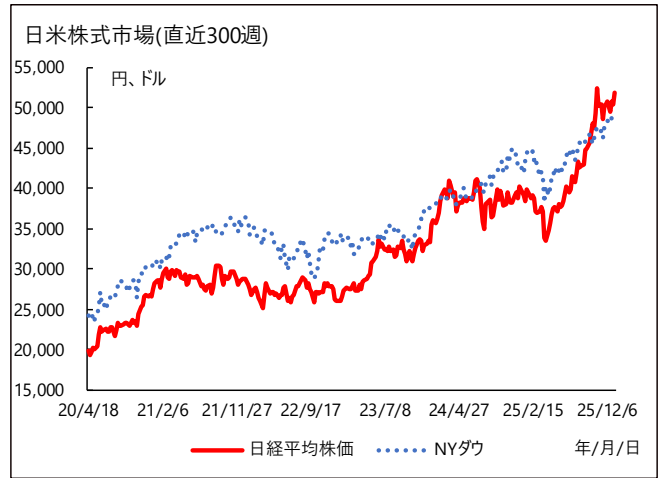
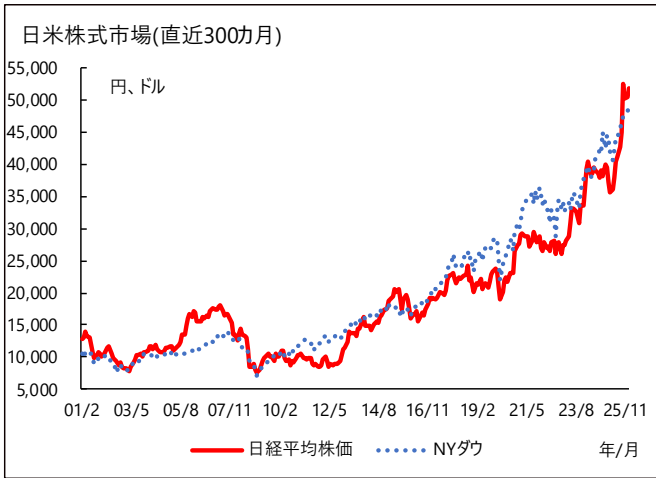
詳細は、以下の資料をご覧ください。

https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_JP_Appendix2/main/0/link/JP_appendix2_20250806.pdf

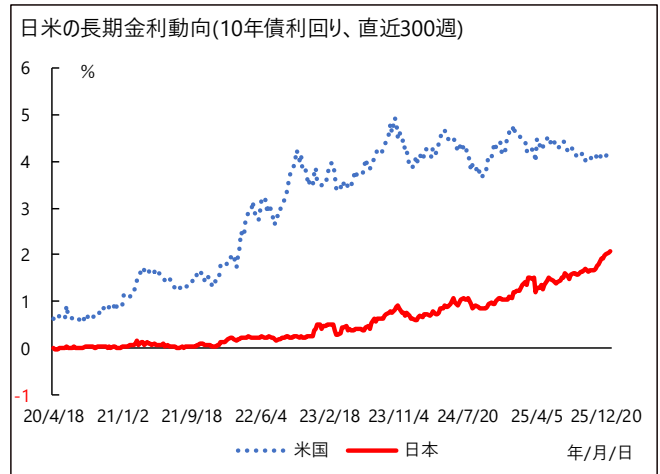
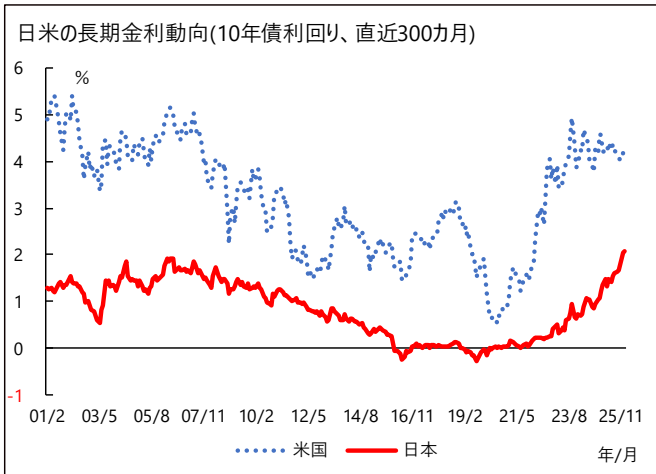


Appendix 3 ～為替・金利・経済・産業・株式市場の動向 ★UPDATED

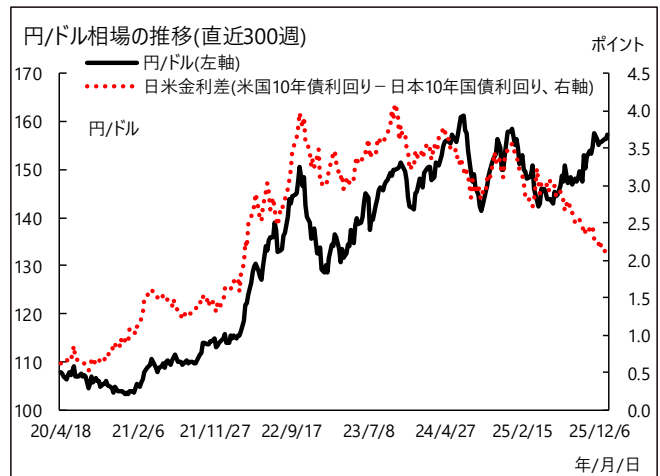
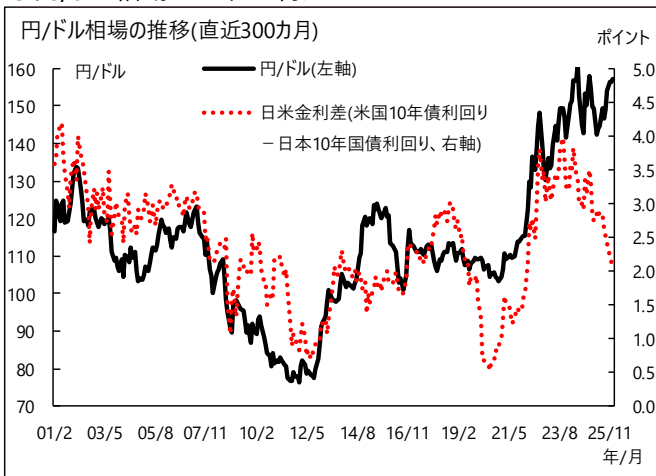
○日米の株式市場の推移



○日米の長期金利の動向



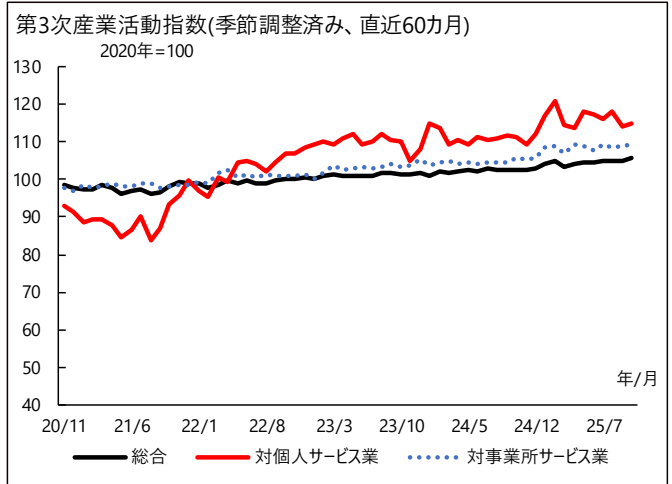
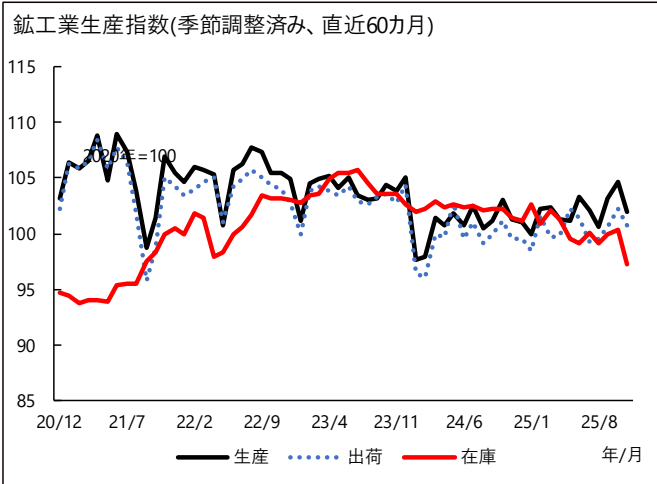
○円/ドル相場と日米金利差



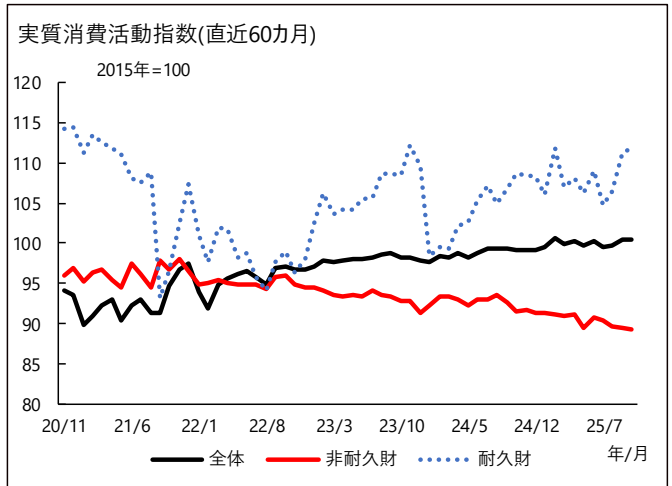
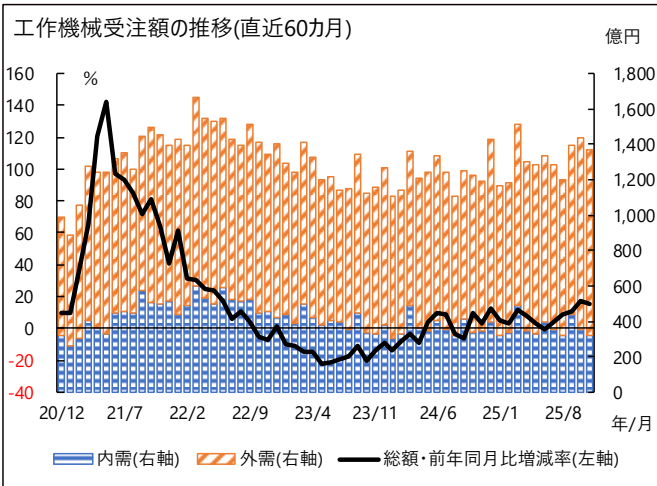
※上記の図表に関し、直近300カ月の計測期間は01年2月～26年1月、直近300週の計測期間は20年4月18日～26年1月5日
 ※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成



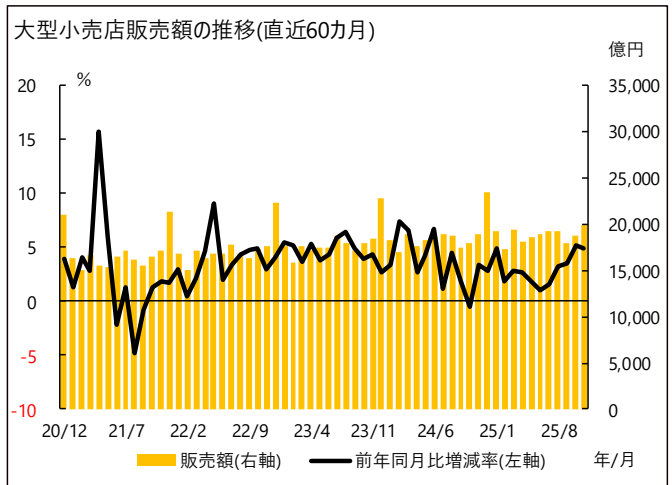
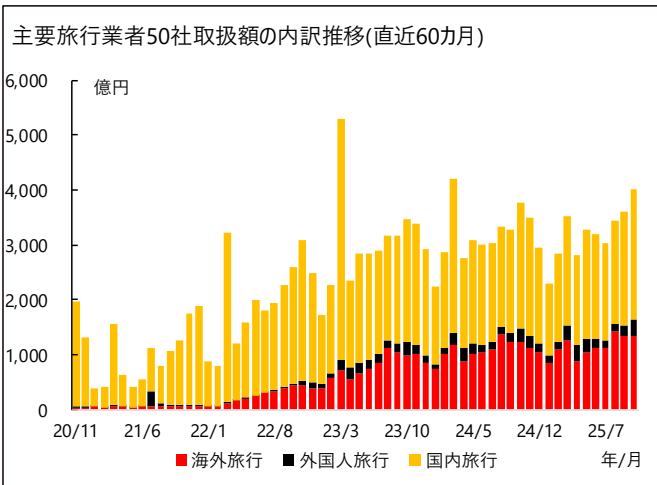
○製造業と非製造業の代表的指数の推移



○設備投資の先行指標である工作機械受注と、消費活動の推移



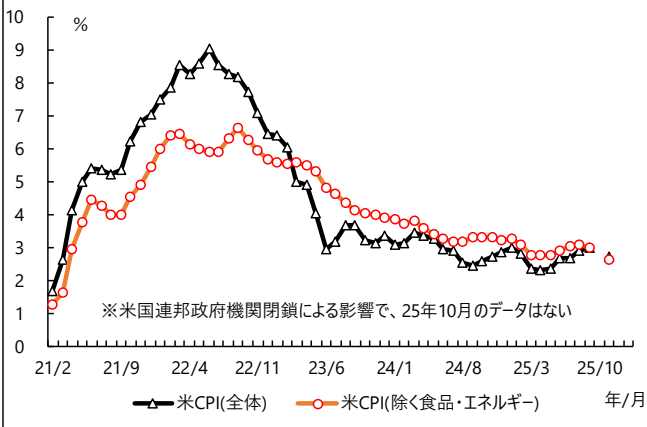
○主要旅行業者50社の取扱額、大型小売店販売額



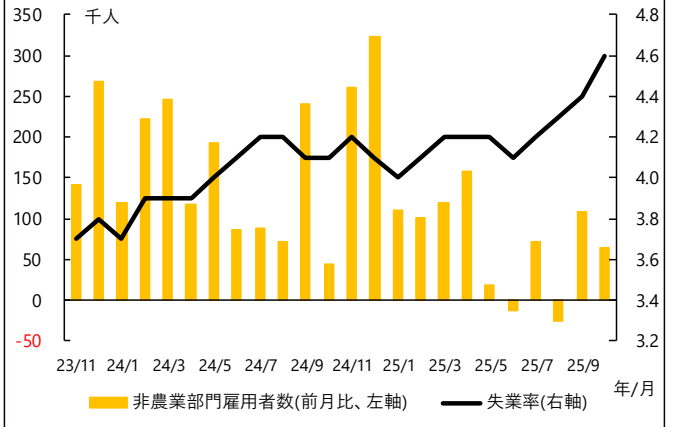
※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成

○米国の物価と労働環境

米CPIの推移(前年同月比増減率、直近60カ月)



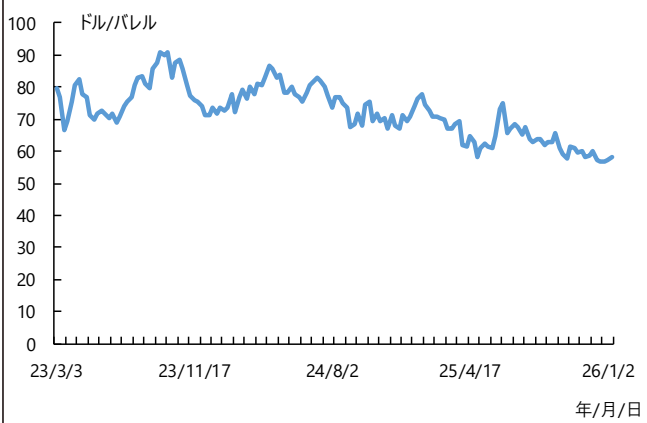
米労働環境の動向(直近24カ月)



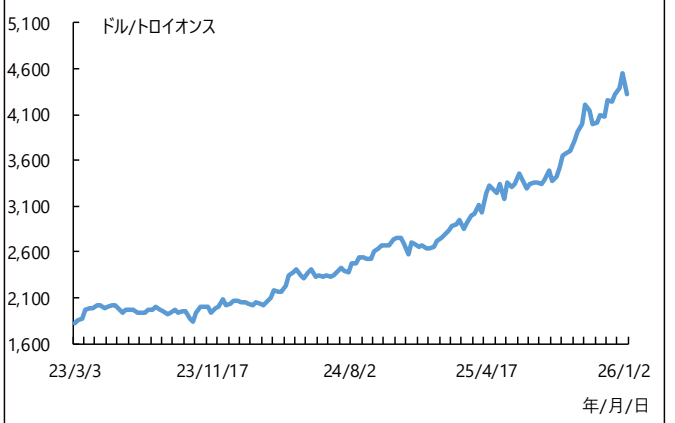
○主な商品の価格動向

エネルギーの代表商品である原油、金融商品と産業材としての性格も併せ持つ金

WTI原油価格の推移(NYMEX、直近150週)

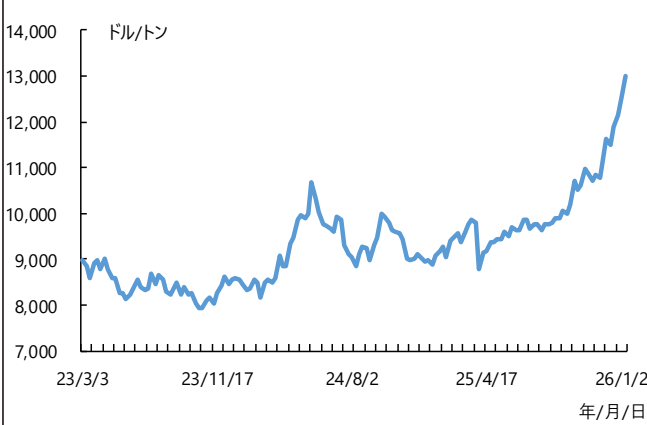


金価格の推移(COMEX、直近150週)

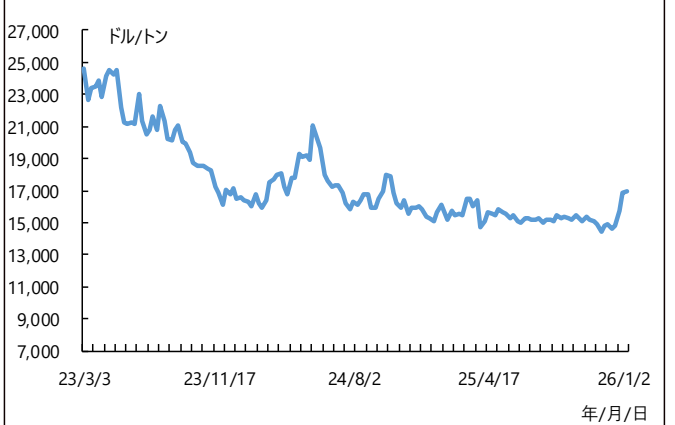


幅広い産業・製品に使用される銅、ステンレス鋼製造や、幅広い産業で使用されるニッケル

銅価格の推移(LME、直近150週)



ニッケル価格の推移(LME、直近150週)



※上記の商品価格に関する4つの図表の計測期間は23年3月3日から26年1月5日まで

※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成



○株式市場での位置
東証市場別PBR分布状況

	プライム		スタンダード		グロース	
市場別企業数	1,619		1,585		596	
PBR分布状況	企業数	構成比	企業数	構成比	企業数	構成比
0.5倍未満	57	3.5	249	15.7	4	0.7
0.5倍以上1倍未満	489	30.2	599	37.8	32	5.4
1倍以上2倍未満	623	38.5	449	28.3	151	25.3
2倍以上	450	27.8	288	18.2	409	68.6

ご参考：レポート対象企業
サンデン(6444) スタンダード 0.79倍
(注)データは26年1月5日現在
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

国内上場企業の時価総額順位

(億円、位)

順位	企業名	コード	時価総額	各年末順位									
				17	18	19	20	21	22	23	24	25	
1	トヨタ (7203)		536,872	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	三菱UFJ (8306)		302,033	2	4	6	18	9	5	5	2	2	
3	SBG (9984)		263,602	4	3	3	2	7	6	15	10	3	
4	ソニーG (6758)		250,851	11	6	4	4	2	3	2	3	4	
5	日立 (6501)		232,194	26	38	26	30	21	19	14	5	5	
6	三井住友FG (8316)		199,929	9	14	15	27	26	10	16	8	6	
7	ファストリ (9983)		181,959	21	9	10	6	17	8	8	6	7	
8	東エレク (8035)		174,174	39	60	35	20	6	21	7	14	8	
9	アドテスト (6857)		162,230	308	247	109	92	76	95	47	26	10	
10	伊藤忠 (8001)		158,449	37	35	32	26	24	16	17	11	9	
11	三菱商 (8058)		147,177	19	15	22	33	25	18	11	18	11	
12	みずほFG (8411)		146,254	17	18	30	38	40	29	29	19	13	
13	NTT (9432)		144,428	3	2	2	5	5	2	3	9	12	
14	中外薬 (4519)		142,989	41	30	13	7	19	24	18	13	14	
15	リクルート (6098)		141,065	22	17	9	12	4	13	10	4	15	
16	三菱重 (7011)		140,411	108	93	93	128	166	86	69	25	19	
17	キーエンス (6861)		139,066	5	5	5	3	3	4	4	7	16	
18	任天堂 (7974)		138,310	12	20	12	8	15	11	12	12	17	
19	三井物 (8031)		138,110	40	36	40	40	33	20	20	20	18	
20	KDDI (9433)		114,475	7	7	7	13	11	7	9	16	20	
21	東京海上 (8766)		114,319	34	25	29	34	34	23	24	15	22	
22	JT (2914)		112,720	6	13	19	29	31	26	23	23	21	
23	SB (9434)		103,616	-	8	8	19	16	12	19	21	23	
24	三菱電 (6503)		101,222	31	42	42	37	50	48	38	34	24	
25	信越化 (4063)		98,138	20	29	18	11	8	15	6	17	25	
26	富士通 (6702)		89,244	88	84	68	43	36	39	36	33	26	
27	HOYA (7741)		82,761	66	43	34	22	18	30	28	27	27	
28	ホンダ (7267)		82,262	8	12	14	23	22	25	21	24	28	
29	ゆうちょ銀 (7182)		81,387	10	11	20	32	37	32	31	37	29	
30	武田 (4502)		78,213	18	37	11	21	29	17	27	29	30	

ご参考：レポート対象企業
2,181 サンデン (6444) 153 989 1,494 1,550 2,200 1,528 1,650 1,761 2,005 2,227

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成



データの説明

- ・株価高安値：表示期間中の株式分割等の影響は調整済み。市場変更があった場合には市場変更後の高安値を表示
- ・PER（予想）・PBR（実績）：PER は株価収益率、PBR は株価純資産倍率の略。PER（予想）＝株価÷EPS（予想）。PBR（実績）＝株価÷BPS（実績）。“－”（ハイフン）の表示は EPS・BPS がゼロもしくはマイナスの場合、EPS・BPS が非常に少額で PER200 倍・PBR20 倍を上回る場合、EPS の予想値がない場合、変則決算のため PER（予想）の算出が不適当な場合など
- ・EPS（予想）・BPS（実績）：EPS（予想）は予想 1 株当たり利益の略で、普通株主に帰属しない配当を控除した予想純利益を用いて算出。“－”（ハイフン）は利益予想がない場合。この算出に用いる株式数は QUICK が日々算出する直近の普通株発行済株式数（自己株式除く）を使用。BPS（実績）は直近実績の 1 株当たり純資産の略で、QUICK が日々算出する 1 株当たり純資産を使用。株式分割等の影響は遡及修正している。
- ・配当利回り：1 株当たり年間予想配当金÷株価。“－”（ハイフン）は配当金予想がない場合、変則決算の場合
- ・年間予想配当金：株式分割等の権利落ちがあった場合には遡及修正した 1 株当たり配当金を表示。“－”（ハイフン）は会社予想がない場合、変則決算のため年間配当金としての表示が不適当な場合
- ・普通株発行済株式数：QUICK が日々算出する直近の普通株発行済株式数（自己株式含む）を表示
- ・普通株時価総額：株価×上記の普通株発行済株式数
- ・株価チャート：表示期間中の株式分割等の影響は遡及修正済み。また、市場変更があった場合は新旧両市場の株価を連続的に描画している。
- ・業績データ：会計基準の変更などに伴う過年度決算数値の遡及修正は会社が開示している範囲内で反映している。純利益は親会社株主に帰属する当期純利益。米国会計基準、国際会計基準において非継続事業が発生した場合は、原則として純利益を除き継続事業ベースの数値を表示

財務関連データおよび指標

業績データおよび指標の傾向を分析するが、原則として、同社の会計基準の変更や収益認識基準の影響額の調整などは行わず、分析している。

株式会社 QUICK からのお知らせ

- ・本資料は、本資料の対象会社、株式会社 QUICK および野村インバスター・リレーションズ株式会社の 3 社間の契約に基づき、株式会社 QUICK が作成したものです。
- ・本資料の執筆者は、対象会社の公表済み事実・情報、並びに一般に入手可能な情報の範囲で、正確性・客観性を重視して分析を行い、本資料が読者にとって有益なものとなることを目的として、本資料を作成しております。ただし、株式会社 QUICK は本資料の作成に当たり対象会社からスポンサー料を受領しているため、本資料の執筆者は対象会社から独立した立場にありません。
- ・なお、株式会社 QUICK は本資料の正確性・客観性を確保する態勢を整備しており、対象会社は事実誤認による記載についてのみ本資料の訂正を要求できるよう定めております。



有価証券の保有に関する開示

株式会社 QUICK または本資料の執筆者は、対象会社の発行する有価証券を保有していません。

免責事項

- ・本資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としており、投資勧誘を目的とするものではありません。株式・債券等の有価証券の投資には、損失が生じるおそれがあります。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い致します。
- ・本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて株式会社 QUICK の一部門である QUICK 企業価値研究所が作成したものです。同研究所は、同研究所が基にした情報およびそれに基づく同研究所の要約または見解の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。本資料に記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更される可能性があります。
- ・本資料を参考に投資を行った結果、お客様に何らかの損害が発生した場合でも、株式会社 QUICK は、理由の如何を問わず、一切責任を負いません。

著作権等

本資料に関する著作権を含む一切の権利は、株式会社 QUICK または情報源に帰属しており、理由の如何を問わず無断での複製、転載、転送、改ざんおよび第三者への再配布等を一切禁止します。

野村インバスター・リレーションズ株式会社からのお知らせ

- ・本資料は、株式会社 QUICK、野村証券株式会社、野村インバスター・リレーションズ株式会社が共同で企画し、株式会社 QUICK が作成、野村インバスター・リレーションズ株式会社が配信をしています。よって、本資料は、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。使用するデータおよび表現等の欠落・誤謬等につきましては、当社はその責を負いかねますのでご了承ください。
- ・本資料は、株式等についての参考情報の提供を唯一の目的としております。銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身のご判断でおこなってください。なお、本資料は金融商品取引法に基づく開示資料や外国証券情報ではありません。本資料は提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願いいたします。

