



新晃工業

6458 東証プライム / 機械

Quick | NOMURA CORPORATE RESEARCH

2024 年 12 月 25 日
QUICK 企業価値研究所 豊田博幸、園田三保

業務用空調機器の好調継続、新市場にも積極展開

会社概要

セントラル空調機器で国内トップ、大規模施設に強み

大規模な建物向けの業務用空調機器メーカー。熱源機器とともにセントラル空調で使われる空調機器で国内トップの実績を誇る。建物の特徴や用途に合わせて空調機器を一品一様で設計・製造するのが同社の特徴。サービスからメンテナンスまでを現場密着で一貫提供している。

業績の動向

産業空調やデータセンター向けの投資拡大が続く

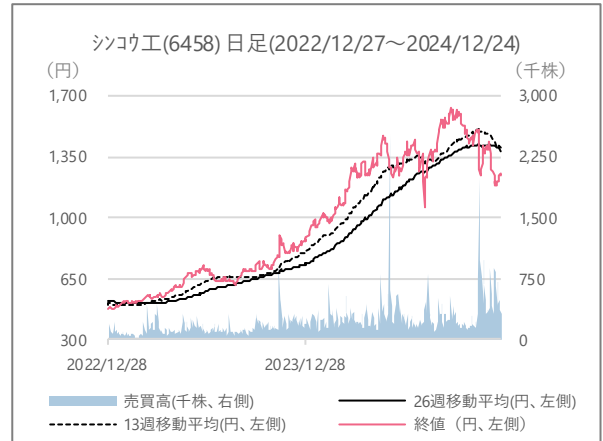
連結業績は 21/3 期・22/3 期を直近ボトムに改善傾向。製造拠点の国内回帰を背景にした産業空調、データセンターのサーバー冷却向け空調機などの需要拡大など市場環境は堅調。24 年 11 月 12 日に、今 25/3 期連結業績計画を増額修正。

株価・関連指標の動向

株主還元を強化の姿勢、1→3 株の株式分割も実施

株価は 24 年 9 月に 1655 円の高値を付けたが、以降はやや軟調。株主還元は強化の姿勢。1→3 株の株式分割を実施(24 年 11 月 30 日基準日)。25/3 期通期の 1 株当たり配当は従来予想比 15 円増の 150 円を計画(株式分割考慮前)。配当性向は 50%(DOE3.5%を下限)を目標。さらに、今後 5 年間で 100 億円規模の自己株式の取得を進める。

株価チャート



株価・指標

(表示単位未満四捨五入)

株価(24/12/24 終値)	1,237.0 円
年初来高値(24/9/20)	1,655.0 円
年初来安値(24/1/4)	880.3 円
連結 PER(25/3 期会社予想)	12.09 倍
連結 PBR(最新実績)	1.47 倍
基準 BPS	841.86 円
予想配当利回り(25/3 期会社予想)	4.04 %
1 株当たり年間予想配当金	50 円
普通株発行済株式数	77,374 千株
普通株時価総額	957 億円

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 23/3 期(実績)	44,805	6.8%	5,998	5.0%	6,540	8.1%	4,514	10.2%	59.54
連 24/3 期(実績)	51,943	15.9%	8,627	43.8%	9,120	39.4%	6,580	45.8%	88.37
連 25/3 期(予想)	55,000	5.9%	9,500	10.1%	10,000	9.6%	7,350	11.7%	102.30

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

※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。

1 / 80





Contents

1. 会社概要・沿革

インフラとしての空調に強み、セントラル空調機器で国内トップ

- (1) 全国の建物・施設に空調機器を納入
- (2) 2000 年代半ばをボトムに業績は拡大傾向。12 年以降、ネットキャッシュはプラスに転換
- (3) 沿革～創業は 1938 年、設立は 1950 年。産業向け空調機器で成長
- (4) 経営理念

2. 事業内容

快適環境の創造を標榜。業務用空調機器を中核に業容拡大

- (1) 業務用空調機器はセントラル空調と個別空調に大別
- (2) セントラル空調
- (3) 個別空調
- (4) 新晃工業の主な製品

3. 業界環境・事業戦略

カーボンニュートラルや、データセンター投資を背景に事業環境は良好

- (1) 業界環境
- (2) 競合状況 ★UPDATED
- (3) 事業戦略 ★UPDATED
- (4) 中期経営計画およびその進捗 ★UPDATED
- (5) SWOT 分析

4. 業績・財務分析

業績と財務分析の関係を図表化

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

5. 株価と株価関連指標の関係

株価を株価関連指標に分解した図表を紹介

- (1) 業績と株価・関連指標の動向 ★UPDATED





- (2) 株主総利回り (TSR) の算出 ★UPDATED
- (3) 株主資本コストの算出 ★UPDATED

6. 当面の業績動向

産業空調、データセンター向け空調が好調に推移

- (1) 24/3 期通期の業績実績～16%増収、44%営業増益
- (2) 25/3 期上期の業績実績 ★UPDATED
- (3) 25/3 期の業績計画 ★UPDATED
- (4) 株主還元 ★UPDATED
- (5) 業績動向をみる上でのポイント ★UPDATED

7. 主な非財務情報

- (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) コーポレートガバナンス体制
- (3) サステナビリティの取り組み ★UPDATED

8. 大株主の状況、リスク等

- (1) 大株主の状況 ★UPDATED
- (2) 事業等のリスク

9. 財務関連データおよび指標

通期・四半期で重要 KPI を俯瞰する

- (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

インフラとしての空調に強み、セントラル空調機器で国内トップ

建物の特徴や用途に合わせ、設計。高度な技術力と柔軟な対応力で、その場にふさわしい空気の質をデザイン。蓄積した実績・ノウハウを活用し、研究開発・設計・製造・販売、さらにサービス・メンテナンス体制まで、現場に密着した一貫システムで対応する。近年、地球温暖化などもあり、社会インフラとしての空調へのニーズが高まっている。体感温度と深く関係している室内湿度を、温度とは別にコントロールできる「潜熱顕熱分離空調」や、空調システム全体としての脱炭素・省エネ・高効率化を追求した製品を取り揃えている。熱源機器(冷凍機、ボイラーなど)とともにセントラル空調で使われる空調機器で、国内トップの実績としている。

(1) 全国の建物・施設に空調機器を納入

同社グループは、同社と連結子会社 5 社、持分法適用関連子会社 2 社で構成(新晃工業からの聞き取り)。空気調和機、ファンコイルユニットなどの製造販売・関連工事などの空調機器製造販売事業、ビル管理事業などを展開。全国の建物・施設に空調機器を納入してきた(図表 1-(1)-1)。直近期である 24/3 期の売上高を、事業区分と主な関係会社でみると、図表 1-(1)-2 の通り。なお、海外向けはアジアが中心で主に中国となる。

図表1-(1)-1. 国内での主な納入事例

○国立競技場
○東京スカイツリー
○東京国際空港
○迎賓館赤坂離宮
○国会議事堂
○あべのハルカス
○グランフロント大阪
○梅田スカイビル
○スーパーコンピュータ「富岳」(理化学研究所)
○中部国際空港セントレア
○愛知県国際展示場
○国立工芸館
○三井ショッピングパークらぽーと (名古屋みなとアクルス、沼津、福岡他)

(出所)「会社案内」で当研究所作成

図表1-(1)-2. 24/3期のセグメント・事業区分別売上高、主な関係会社

(百万円)

セグメント\項目	事業区分	売上高	主な関係会社
日本	空調機器製造販売	38,907	新晃工業(単体)、新晃アトモス、日本ビー・イー・シー
	ビル管理事業	5,519	千代田ビル管財
アジア	空調機器製造販売	7,517	上海新晃空調設備股份有限公司、 SINKO AIR CONDITIONING(HONG KONG)LTD.、 TAIWAN SINKO KOGYO CO.,LTD.
合計		51,943	

(出所)有価証券報告書で当研究所作成





主な関係会社の事業内容は次の通り。

新晃工業(単体)・・・空調機器の製作、販売

新晃アトモス(連結子会社)・・・空調機器の保守、点検、修理、据付工事および消火設備の設計、施工及び保守、点検、整備

日本ビー・エー・シー(連結子会社)・・・氷蓄熱装置、冷却塔等の販売

千代田ビル管財(連結子会社)・・・建物設備全般の総合管理、各種清掃

上海新晃空調設備股份有限公司(連結子会社)・・・中国における空調機器の製作、販売

図表1-(1)-3. 同社単体と主な関係会社の業績推移(百万円)

	売上高	経常利益	純利益	純資産額	総資産額
○新晃工業(単体)					
20/3期	25,702	8,682	6,302	37,224	51,489
21/3期	21,185	6,077	6,912	43,809	59,466
22/3期	22,909	4,926	3,803	45,811	61,507
23/3期	25,189	5,454	4,307	48,815	64,970
24/3期	28,289	6,943	5,564	52,920	71,955
○新晃アトモス					
20/3期	7,749	1,423	941	4,396	7,293
21/3期	7,911	1,702	1,126	4,792	7,998
22/3期	8,404	1,869	1,240	5,282	8,481
23/3期	9,023	2,064	1,371	5,844	9,603
24/3期	10,916	2,747	1,916	7,300	12,539
○千代田ビル管財					
20/3期	5,116	314	205	6,865	7,639
21/3期	5,081	325	208	6,944	7,760
22/3期	5,250	380	244	7,003	7,794
23/3期	5,157	298	136	6,943	7,664
24/3期	5,588	169	105	6,956	7,894
○上海新晃空調設備股份有限公司					
20/3期	4,759	44	-994	3,884	6,354
21/3期	5,062	10	10	3,942	6,165
22/3期	5,469	132	132	4,547	7,018
23/3期	5,420	119	119	4,883	7,955
24/3期	6,821	258	258	5,360	8,623

(出所)有価証券報告書で当研究所作成

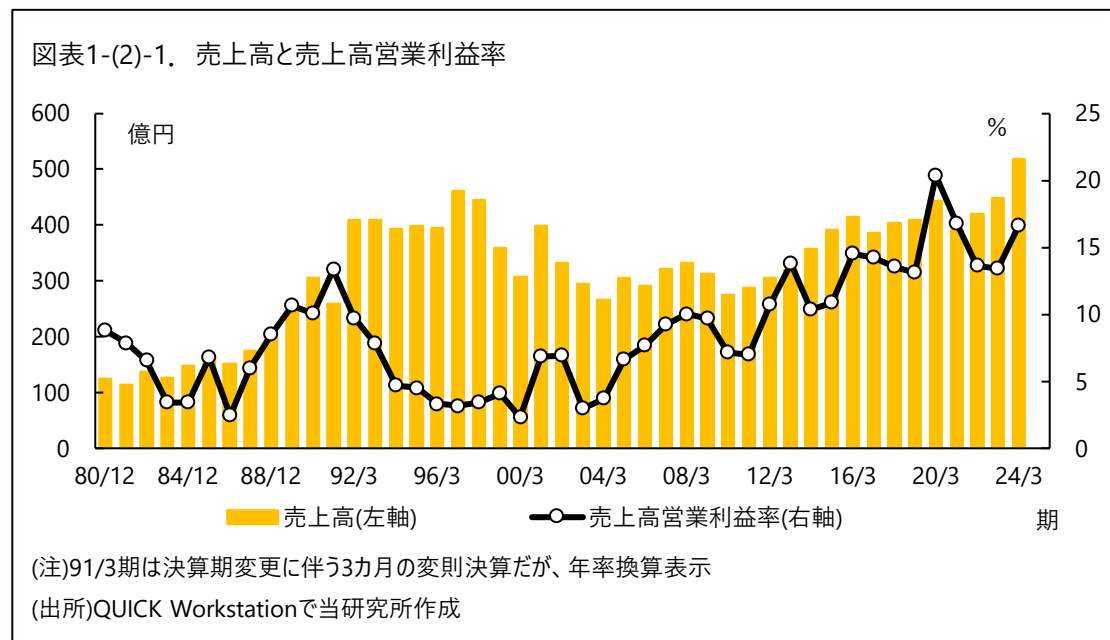
(2) 2000年代半ばをボトムに業績は拡大傾向。12年以降、ネットキャッシュはプラスに転換

建設需要の高まりもあり、連結売上高は1990年代半ば、売上高営業利益率は90年代初めにピークを付けたが、以降は低下傾向だった。2000年代半ば以降、徐々に業績は回復し、足元はデータセンター需要や、半

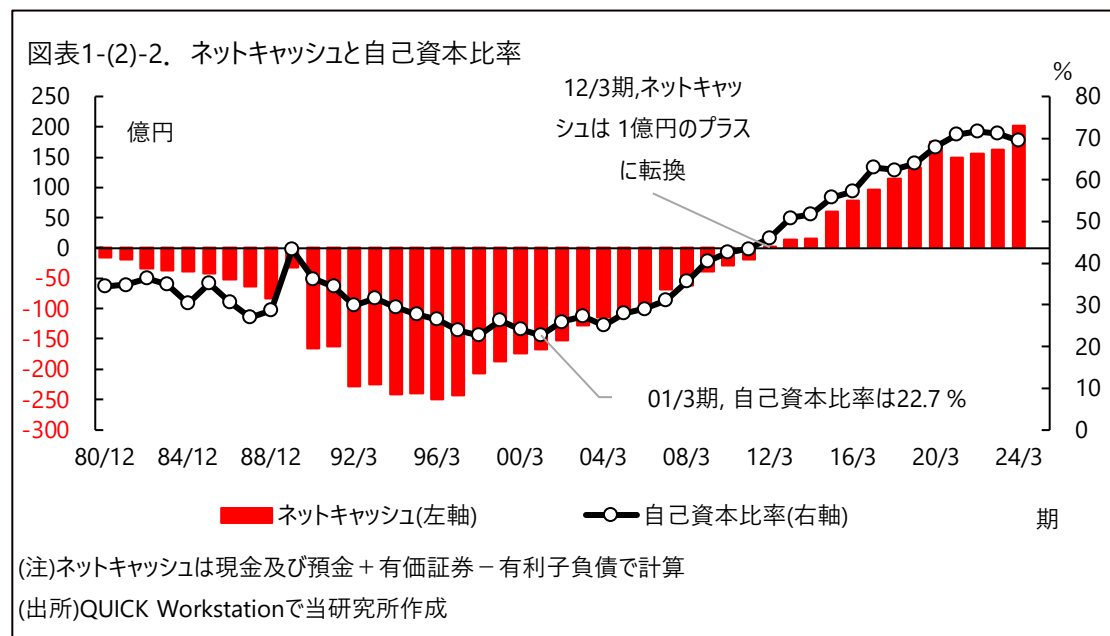




導体関連の拡大もあり、業績は拡大傾向となっている。



業績の拡大に伴い、財務健全性も改善。自己資本比率は01/3期に22.7%まで低下したが、直近24/3期は69.4%。ネットキャッシュは96/3期に250億円のマイナスとなったが、12/3期にプラスに転換し、24/3期は201億円のプラスとなった。

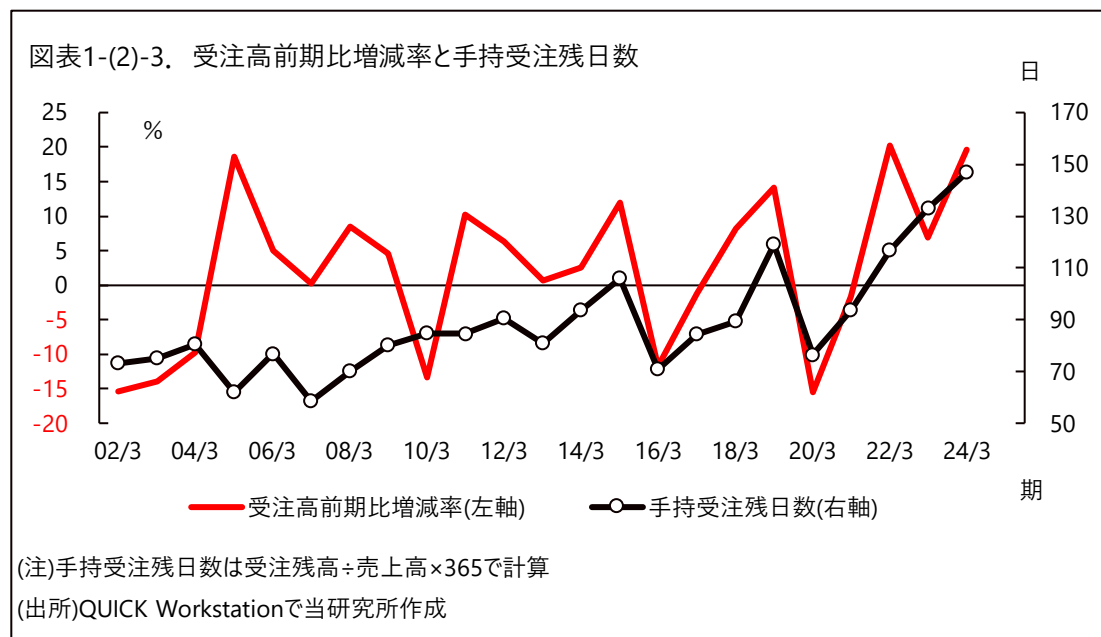


02/3期以降の受注高をみると、前期に比べ増加した期が増えたほか、手持受注残日数も増える傾向が続
き、22/3期以降は100日を超える状況が続いている。会社側では生産能力拡大のための投資を続けるが、当





面は高水準での推移が続くとみている。



(3) 沿革～創業は1938年、設立は1950年。産業向け空調機器で成長

1938年、藤井徳義氏が新晃工業を創業し、暖房機器の輸入・販売を開始。42年、第2次世界大戦の影響で業務活動を休止したが、49年に冷暖房機器販売の業務活動を再開。以降は、沿革をご覧ください。





図表1-(3)-1. 新晃工業の沿革

年/月	出来事
1950年6月	業務用冷暖房機器の製造販売を目的として会社を設立。
1951年4月	わが国最初のクロスフィンコイル及びファンコイルユニットを完成し、製造販売を開始。
1957年8月	空気調和機の製造販売を開始。
1965年8月	東日本の生産拠点として、神奈川県秦野市に新晃空調工業(現同社神奈川工場)を設立。
1971年3月	大阪府寝屋川市に技術研究所を設置。
1976年1月	新晃空調サービス(現新晃アトモス)を設立。
1976年12月	日本ビー・エー・シーを設立。
1981年3月	西日本の生産拠点として、岡山県津山市に岡山新晃工業(現同社岡山工場)を設立。
1982年4月	SINKO AIR CONDITIONING(HONG KONG)LTD.に資本参加。
1985年8月	大阪証券取引所市場第二部に上場。
1987年5月	合併会社上海新晃空調設備有限公司(現上海新晃空調設備股份有限公司)を設立。
1988年7月	VC(ペーパークリスタル)事業による工事業への進出。
1992年1月	TAIWAN SINKO KOGYO CO.,LTD.に資本参加。
1995年11月	上海新晃制冷機械有限公司に資本参加。
1998年1月	上海新晃空調設備有限公司が、ISO9002(現ISO9001)認証を取得。
1998年3月	同社、新晃空調工業、岡山新晃工業が、共同でISO9001認証を取得。
2003年12月	SINKO SALES(THAILAND)CO.,LTD.(1991年3月資本参加)を完全子会社とする(現SINKO AIR CONDITIONING(THAILAND)CO.,LTD.)。
2005年10月	上海新晃空調設備有限公司は組織変更に伴い、上海新晃空調設備股份有限公司に商号変更。
2006年1月	同社(本社・東京支社・大阪支社・名古屋支社)、新晃空調工業、岡山新晃工業が共同でISO14001認証を取得(2006年4月技術本部を認証範囲に拡大)。
2009年3月	岡山新晃工業が新晃空調工業を吸収合併。商号を新晃空調工業へ変更。
2009年7月	研究開発及び技術情報の発信の拠点として、神奈川県秦野市にSINKOテクニカルセンターを新設。
2012年12月	大阪証券取引所市場第一部銘柄に指定。
2013年4月	千代田ビル管財の全株式を取得し、完全子会社化。
2013年7月	東京証券取引所と大阪証券取引所の現物市場統合に伴い、東京証券取引所市場第一部に上場。
2016年6月	SINKO AIR CONDITIONING(THAILAND)CO.,LTD.は、第三者割当増資により同社の持分比率が低下したため、持分法適用関連会社へ移行。
2020年4月	新晃空調工業および三井鉄工を吸収合併。
2021年4月	新晃アトモスが新晃空調サービスを吸収合併。
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。
2023年4月	カーボンニュートラル社会の実現に向けた空調機のコンセプト「Green AHU」を発表。

(出所)有価証券報告書と新晃工業HPで当研究所作成





図表1-(3)-2. 主な製品の歴史

1950年 自然対流型コンパクト
完成



1951年 クロスフィンコイル完成

ファンコイルユニット標
準化



1957年 国産初の工場生産型
エアハンドリングユニッ
トを開発



1960年 マルチゾーン型空調機
を完成



1961年 壁掛け型クライメーター
を完成



1967年
VAVユニットの研究を
開始、アメリカ・タイタ
ス社と技術提携、電
算室用下吹き空調
機を完成



1969年 天井工法としてトラ
インシステムを導入、ク
リーンルーム用機器の
製作、原子力発電所
に特殊仕様空調機納
入、電気集塵機付
ファンコイルユニットを
完成



1972年 気象庁富士山測候
所に空調機を納入



1979年 アメリカ・シカゴブ
ロー社と技術提携



1984年 空調機の制御用にDDC
システムを共同開発、コン
ピュータ搭載の空調機「シ
スパック」完成、日本ビー
ー・シーが氷蓄熱槽(アイ
スチャラ)の国産化を開
始、パイ方式用機器とし
て「CZU」を標準化



2004年 PH型空調機発表、
生産するすべての空調機
がノンフロン空調機化達
成



2011年 リリーフエアAHUが「第25
回空調和・衛生工学
会振興賞」技術振興賞
を受賞



2018年 次世代空調機「Smart
AHU」を開発



2020年 「健康空調」をリリース



2023年 カーボンニュートラル社会の
実現に向けた空調機のコ
ンセプト「Green AHU」を
発表



2024年 データセンター用AHU
DE-W型。自動制御を内
蔵することで、サーバ室
の温度を徹底管理。各
種制御を実現→発停制
御、給気温度制御、ファ
ンスピード制御、緊急時
制御、自動再起動制
御、ローカル制御など。中
央監視との通信
Modbus/TCP



(出所)会社ホームページで当研究所作成





(4) 経営理念

「豊かな創造力と誇れる品質」を経営理念とし、その実現に向け、顧客をはじめ社会や社員に対し「信頼と満足」を普遍的に提供することを最大限努力するとしている。

図表1-(4)-1. 理念体系、事業ドメイン、SINKO WAY



(出所)ホームページで当研究所作成





2. 事業内容

快適環境の創造を標榜。業務用空調機器を中核に業容拡大

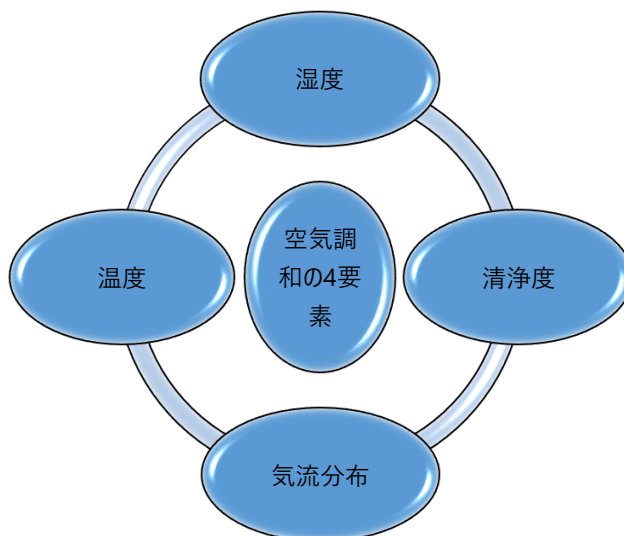
事務所、工場、病院、ホテル、商業施設などを対象にした業務用空調機器を中核に、建物にかかる各種事業に業容を拡大してきた。

(1) 業務用空調機器はセントラル空調と個別空調に大別

空調システムは対象となる空間の温度、湿度、気流分布、清浄度をコントロールするものであり、家庭用と業務用に分けることができる。新晃工業は業務用(事務所、工場、病院、ホテル、商業施設など)で事業展開する。大規模な建物ではセントラル空調が採用される。セントラル空調とは建物を一体のシステムと捉える空調方式。熱源機器を集中設置し、建物全体に循環させて空気を整える。一方、中小規模の建物で採用されるのが個別空調。各部屋に室外機、室内機をセットで設置。個々で熱を作って空調する。新晃工業は両空調方式を手掛ける。

なお、空調とは空気調和の略であり、概念としては図表 2-(1)-1 の通り。空気調和を必要とする空間の要求に合致するように、空気要素の 4 要素を同時に処理するプロセスとされている。

図表2-(1)-1. 空気調和の4要素



温度の調節には冷房・暖房が用いられるが、対象空間を均一な温度とするために気流分布の調節が必要。人が活動する空間の空気調和には、気流が人の体感温度に大きな影響を与えるので、体感温度を考慮して調節を行う。湿度の調節には除湿・加湿機能を用いる。空気の質の調節には、換気、除塵、除菌、脱臭などで不純物を除去して空気を清浄化する。清浄度とは空気中の塵埃、有害ガス、臭気などの濃度を、その空間(日常生活・工場など)で必要な値に制御することを指す。

(出所)各種資料で当研究所作成

(2) セントラル空調

大規模建物では、エネルギー効率の面からセントラル空調を採用するのが一般的。簡易性を重視して個別空調を採用する場合もあるが、「2050 年カーボンニュートラル」に代表される地球環境保護の観点が重要視されるようになり、セントラル空調が改めて注目されている。なお、カーボンニュートラルとは温室効果ガスの実質的な排出量がゼロとなった状態を指し、日本を含む 120 以上の国・地域が、50 年までのカーボンニュートラル実現を目標と





して掲げていることを 2050 年カーボンニュートラルと呼んでいる。

セントラル空調は、熱源から AHU(Air Handling Unit、大型空調設備)内までの熱の搬送にフロンガスを使わない点が注目される。AHU は自然冷媒である冷温水を使用して熱交換するためだ。なお、フロンガスは地球温暖化係数(二酸化炭素を基準にして、地球温暖化能力の程度を表した数値)が高い。

熱の移動を媒介する冷媒には、アンモニア、二酸化硫黄、フロンが利用されてきた。特に、フロンは高効率・不燃性に加え、人体への毒性も無く、利用が拡大したが、オゾン層破壊問題により、1989 年の「オゾン層を破壊する物質に関するモントリオール議定書」発効以降は、オゾン層を破壊しない代替フロンへの転換が始まった。その後、地球温暖化問題が顕在化。1997 年の京都議定書、2015 年のパリ協定を経て、世界的に温室効果ガスの削減への取り組みが強化。現在はフロンガスそのものよりも、温暖化係数の高いガスに対する規制が全世界で進んでいる状況だ。

セントラル空調の他のメリットは、①フロンガスにはできない精緻な温度・湿度制御が可能、②上質な空気質を作ることができる、③熱源をまとめて大型化するのでエネルギー効率の高い運転が可能、④機器がまとめて設置されているため保守性が高いなどが挙げられる。

(3) 個別空調

中小規模の建物においては、簡易性・利便性に加え、エネルギーの効率からも個別空調が採用されている。今後も、この傾向が続くと会社ではみている。個別空調も高効率化・省エネルギー化は進んでいる。地球温暖化係数の低い冷媒への転換、フロンガスの使用量を削減するようなシステム設計も進む見込みだ。

図表2-(3)-1. セントラル空調と個別空調の概要

セントラル空調(中央熱源)	個別空調(個別熱源)
○熱源機器(チラー、ボイラなど)を1カ所に集中設置する	○空調機器(室外機・室内機セット)を部屋毎に設置する
○空調機器(AHU・FCU)に熱源で作る冷温水を循環させる	○空調機器(ビル用マルチエアコンなどに冷媒ガス(フロン)を循環させる
○正しく設計・運用すればエネルギー効率に優れ、環境にも優しい	○フロンガスを使うが、設計・施工が容易で、機械室を小さくできる
○大規模建物(延床20,000m ² 以上)で採用	○主に中小規模建物(延床20,000m ² 以下)で採用

(出所)有価証券報告書で当研究所作成

(4) 新晃工業の主な製品

主力製品は、セントラル空調で使用される AHU、ファンコイルユニット(FCU)。大型の AHU はフロア全体の換気・空調を、小型の FCU は各部屋の空調を行う。

セントラル空調では、建物の用途に合わせて個々に設計。採用される製品もその要求仕様に合わせて一品一





様で設計・製造される。同社は AHU に強みを持つとしている。また、個別空調で使用されるヒートポンプ式エアハンドリングユニット(HP-AHU)も主力製品の 1 つ。セントラル空調と比べると簡易的なシステムのため、採用される製品も汎用品が多くなるが、建物の換気・空調を行う HP-AHU には固有の要求仕様が多く、セントラル空調分野で蓄積してきたノウハウを活かすことができるとしている。

(A)AHU

空気調和機とも呼ばれ、一般的に送風機、熱交換器、加湿器、エアフィルタ、ケーシング(空調機の箱の部分)で構成される。

○標準型空調機⇒ダブルプラグ(DP)ファン搭載のダブルプラグファン水平型(DPH)・ダブルファン垂直型(DPV)をはじめ、独創的な構造によりプラグファンの高効率化を実現。プラグファンシリーズ、シロッコファンシリーズ、リリーフエア AHU(2 台のファンモータを搭載。故障への迅速な対応が可能。運転中のメンテナンスや部分負荷時の省エネルギー化を実現)、屋外設置型、電算型空調機、産業空調用空調機、天吊り型空調機、パッケージ型空調機、大型空調機など。

○コンパクト型空調機⇒標準型(シロッコファンを採用した標準型コンパクト空調機)、直動運転型、2 系統型などを品揃え。

○ターミナル型空調機⇒天吊り型(機械室を無くし、省エネ・省スペースを実現可能にした天吊り型の空気調和機)、薄型などを品揃え。

○システム⇒COOL BIZ 空調システム。Coil to Coil レヒート方式(外気からの顕熱回収により、除湿後の再熱に温熱源不要で省エネ性を向上)、デュアルコイル方式(顕熱負荷と潜熱負荷を別々に処理して、部分負荷時の快適性を向上)、バイパス方式(コイルで除湿した空気とバイパス空気の混合により、省エネ性・快適性を向上)、VAV 方式、FPU 方式(フィルタにより浄化された室内吹出)、デシカント方式(一般空調用潜熱・顕熱分離デシカント空調機デシコンエア SDA 型、一般空調用チルドビームクライマトーン CM-P/A 型、産業空調用低露点除湿空調機デシコンドライ SDD 型など)などがある。

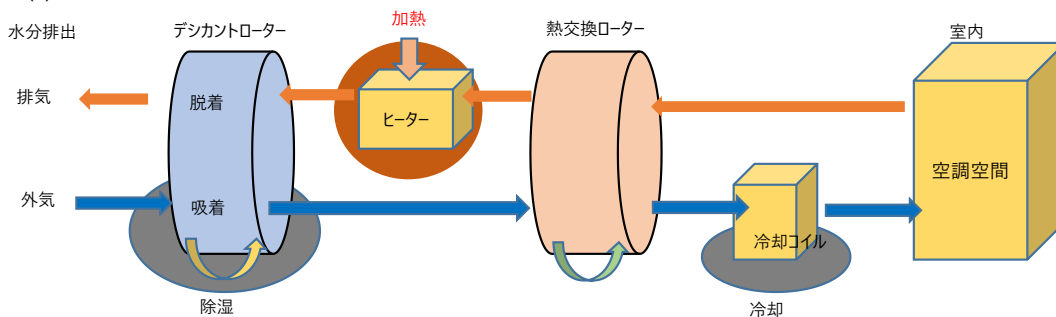
○構成部品⇒外装パネル、送風機、コイル(高い熱貫流率と少ない空気抵抗を実現した冷却・加熱コイル)、加湿器、エアフィルタ(対象粉じんにより、ろ材タイプ、洗浄タイプ、自動更新タイプなどを取り揃え)、全熱交換器。

なお、デシカントについて説明する。

吸着式冷凍機の吸着脱着を利用する方式で、温度・湿度の両方を制御する。室温を変えずに除湿や加湿が行えるのが特長だ。デシカント空調システムの主要な構成は、デシカントロータ、顕熱交換ロータ、冷却コイルなどで図表 2-(4)-1 をご覧いただきたい。



図表2-(4)-1. デシカント空調システムの構成



(出所)各種資料で当研究所作成

図表2-(4)-2. AHUの代表的な製品と利用施設

製品 \ 施設	オフィス	病院	工場	倉庫	ホテル	データセンター	店舗・商業施設	学校	クリーンルーム	駅・空港	庁舎
ダブルプラグファン	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
プラグファン	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
リリーフエアAHU		○	○			○			○		
産業空調用空調機			○								
直動運転型	○	○		○	○	○	○	○	○	○	○
天吊り型	○	○		○	○		○	○		○	○
Coil to Coilレヒート方式	○						○	○			○
デュアルコイル方式	○						○	○			○
バイパス方式	○						○	○			○
FPU方式	○						○	○			○
一般空調用潜熱・顕熱分離デシカント空調機デシコンエア SDA型	○				○		○	○			○
一般空調用チルドビームクライマトーン CM-P/A型	○	○						○			○
産業空調用低露点除湿空調機デシコンドライ SDD型			○	○							

(出所)新晃工業HPのデータで当研究所作成

(B)ヒートポンプ空調機(HP-AHU)

空調機と室外機を自社製システムで構成。室外機の自社供給体制により、空調機をはじめ、システム全体を新晃ブランドで設計可能となっている。

○室外機セパレート型ヒートポンプ空調機 II

○室外機一体型オクージオシリーズ(エアコンで外気処理。屋外に簡単設置。簡単施工・簡単操作)

○室外機(冬の冷風送風を緩和する「デフロストローテーション機能」搭載。大容量 22 馬力までを 1 ケーシングで対応)



(C) ファンコイルユニット(FCU)

熱交換器・ファンモータユニット・エア・フィルタで構成され、主に室内側の温度調整を行う。外気の調和処理は AHU で行い、FCU は主に室内側の温度調整用として使用される。また、AHU で室内インテリアゾーンの温調まで行い、FCU がペリーメータゾーン(窓際や壁際などで外光や外気に温度が影響されやすいエリア)の負荷調整を行う場合もある。

カセット形、天井吊り隠ぺい形、床置隠ぺい形・露出形(ローボーイ形、超ローボーイ形)、床置露出形、床置隠ぺい形、大容量形 メガ(床置き隠ぺい形・天井吊り隠ぺい形、ファンコイルユニットを大空間用個別空調の発想で追求した製品が「メガ」。1 ユニット集約により、熱量当たりのユニットコストやランニングコストの低減が可能。また、配管や配線など関連設備の集約により、メンテナンスが容易)、ソリューション形(簡易メンテパネル付 4 方向カセット形ファンコイルユニット、丸形ファンコイルユニット、病院用ファンコイルユニット 天井カセット形・4 床用、簡易メンテナンス形ファンコイルユニット)、ファンコンベクタ(暖房専用 FCU、天井吊り露出形、床置露出形、ローボーイ露出形)、オプション(バルブ関連、本体組込品、電装品・結線図、デジタルコンフォート、集中コントローラ)。

図表2-(4)-3. ヒートポンプ空調機、FCUの代表的な製品と利用施設

製品 施設	オフィス	病院	工場	倉庫	ホテル	データセンター	店舗・商業施設	学校	クリーンルーム	駅・空港	庁舎
室外機セパレート型ヒートポンプ空調機II	○	○	○	○	○		○	○		○	○
室外機一体型オージェオシリズ	○	○	○	○	○		○	○		○	○
大容量形 メガFCU(天井吊り隠ぺい形)	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
簡易メンテパネル付 4方向カセット形FCU							○				
丸形FCU										○	
病院用ファンコイルユニット 天井カセット形・4床用							○				

(出所)ホームページのデータで当研究所作成

(D) ユニットヒータ

蒸気・温水を熱源とする。コイルで暖めた空気を高効率の有圧プロペラファンによって、下方向または横方向に送風し、居住域の暖房を行う装置。代表的な活用事例は次の3点。①全スペースヒーティング(暖房時は吹出温度が高いほど空気の浮力が増大。設計に当たっては、ユニットの設置高さに応じた最適な蒸気圧力や温水温度の選定が必要)、②部分スペースヒーティング(広い工場の一部のみを暖房する方法。暖房を必要とするスペースの周囲に間仕切りを設け、強い風を吹き降ろすように設計)、③スポットヒーティング(居住域に直接温風を吹き出す方法。必要到達距離の1.5倍を目安に機種を選定し、ルーバにより空気流を調整)。

下吹出形ユニットヒータ(天井近くに取り付け。天井付近に滞留する熱をユニットで下方に吹き降ろす機能があ





る。天井付近に自然滞留がある場合はファンだけを運転し、下方に吹き降ろして居住域を暖める。また、居住域と天井付近の温度差が少なくなり室内全体にわたって空気温度が平均化される)、横吹出形ユニットヒータ(天井の低い工場などでスポットヒーティングとして使用すれば効果的な暖房が可能。取り付けおよび配管は容易)。

(E)健康空調

新晃工業による、快適環境をサポートするクリーンな空調の概念。清潔な環境、健康志向の高まりから、きれいな安心・安全な空気を満たし、健康的に活動できる環境を実現する。

図表2-(4)-4. 健康空調の概念



(出所)新晃工業HP

不特定多数の人が出入りする病院待合室、空港ロビー、学校、オフィスなどには、目に見えなくても空気中に細菌やウイルスが潜んでいる。健康空調は空調機内に強力な紫外線(UVC)を照射。細菌やウイルスを分解・除去し浄化された空気を室内に供給する。

なお、紫外線(Ultra-violet rays、以下 UV)とは太陽から放射される電磁波の一種。目に見える可視光線(波

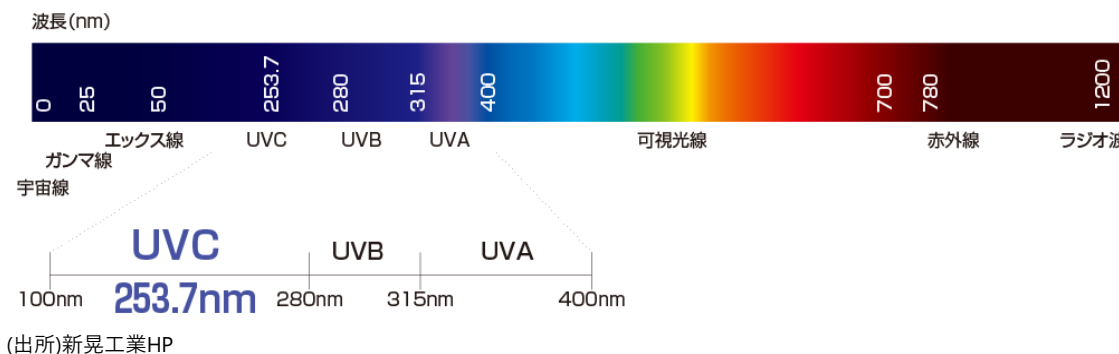




長が 380nm～780nm)中でも最も波長の短いものが紫色。それよりも短い波長の光が紫外線。

紫外線は、地表に届く光の中で最も波長の短いもので、波長の違いによって「UVA」＝紫外線 A 波、「UVB」＝紫外線 B 波、「UVC」＝紫外線 C 波、の 3 種類に分類される。「UVC」はオゾン層によって吸収されて、地上には到達しない。詳細については下表を参照されたい。

図表2-(4)-5. UVC、UVB、UVAの区分



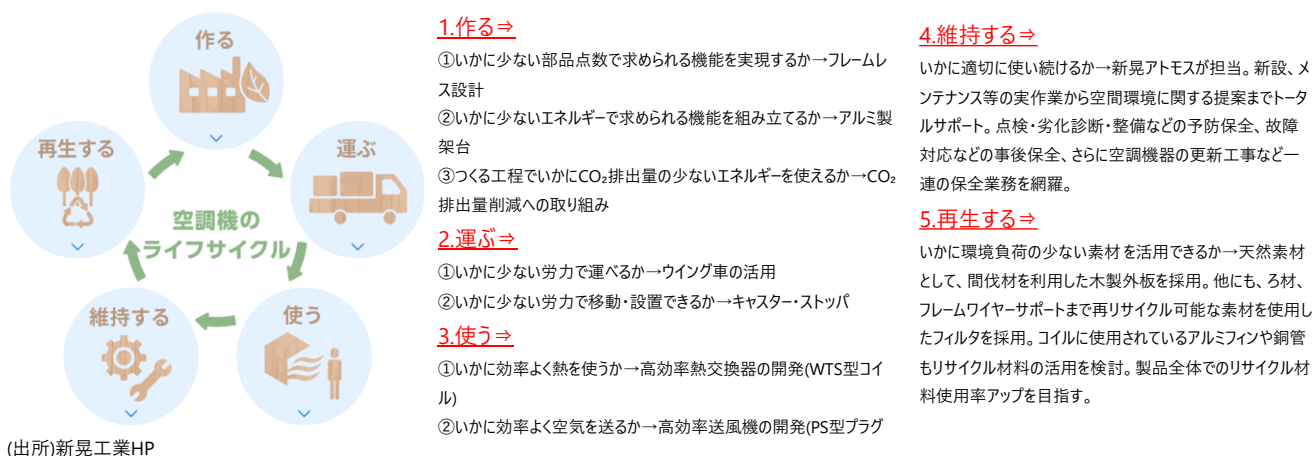
UVC は波長が短いのでエネルギーが大きく、菌に対する除菌効果がある。除菌効果は波長 250nm～260nm 付近が強く、253.7nm 波長光はオゾンの分解作用がある。なお、健康空調の UVC ランプ(オゾンレス UVC ランプ)は 200nm 以下の波長がほとんど無くオゾンの発生は無い。

なお、「空調機内部における空気殺菌効果向上のための紫外線ランプ配置決定法の提案」という論文を出しており、第 62 回空気調和・衛生工学会論文賞奨励賞を受賞した。

(F)Green AHU

空調機は機器のコンパクト化と省エネルギー化が重要視されてきたが、加えてカーボンニュートラルに対応するため、サステナブルをキーワードに製品のあり方を考え、生まれたのが新しい空調機のコネプト「Green AHU」。

図表2-(4)-6. ライフサイクルで見る、これからの空調機のあり方





3. 業界環境・事業戦略

カーボンニュートラルや、データセンター投資を背景に事業環境は良好

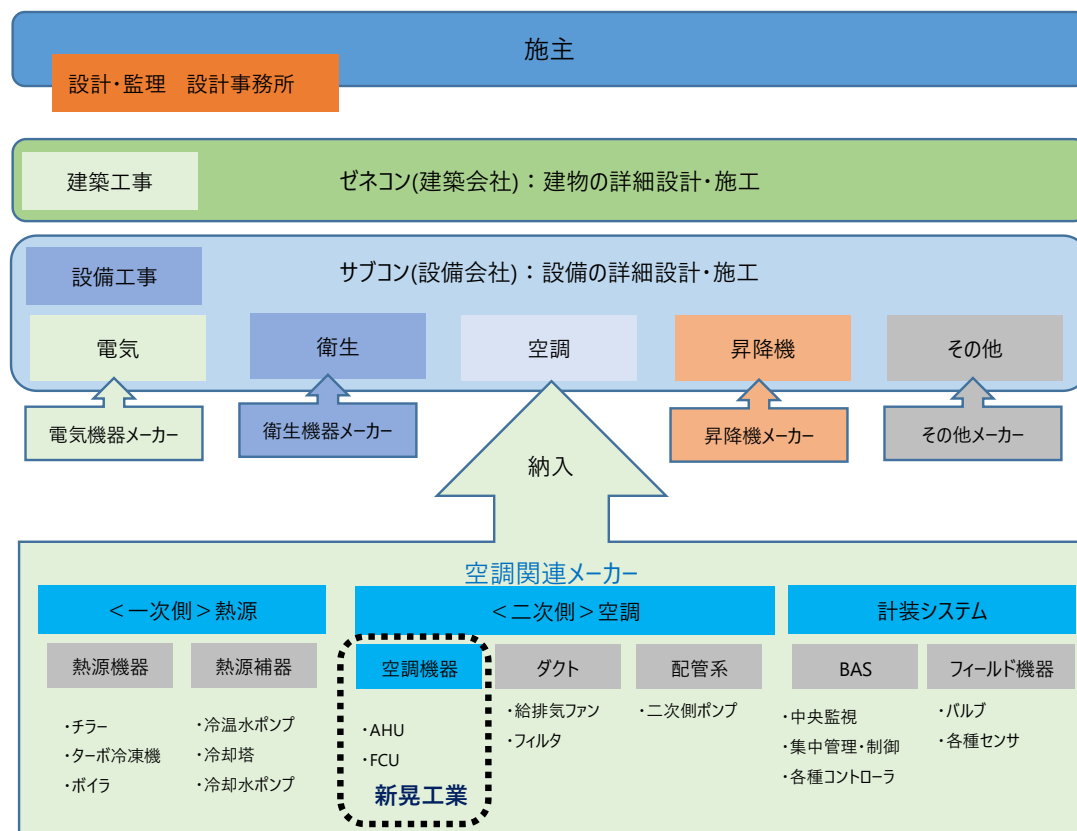
温室効果ガスを吸収・除去して「排出量を差し引きゼロ」とするカーボンニュートラルの実現のため、温室効果ガスを使わないセントラル空調の需要が高まる見通しだ。また、クラウド化の一般化や、ビッグデータビジネス時代の本格到来もあり、データセンター投資の拡大も続く。加えて、サーバーの高性能化・高密度化に伴い、空調方式には能力向上・高効率化が求められている。業務用空調を取り巻く環境は良好だ。特に、高い技術を持つメーカーにとってはチャンスが拡大しているといえるだろう。

(1) 業界環境

(A)業務用空調の市場構造

業務用空調機器は一定以上の規模を持つ建物の工事において、建築工程に合わせて納入・設置される。発注主としてデベロッパーなどの施主、建物の設計をする設計事務所、建築工事として全体を束ねるゼネコン、設備工事を請けるサブコンを中心に多くの企業に関わり、工事が進められる。サブコンにはそれぞれの専門分野があり、熱源、空調、計装の各メーカーは、空調設備工事を担当するサブコンに対して製品を納入する。新晃工業の事業は、主にサブコンから発注を受け、製造した空調機器を建物の工期に合わせて建築現場に納入するという流れで進められる。

図表3-(1)-1. 業務用空調機器の納入の流れ

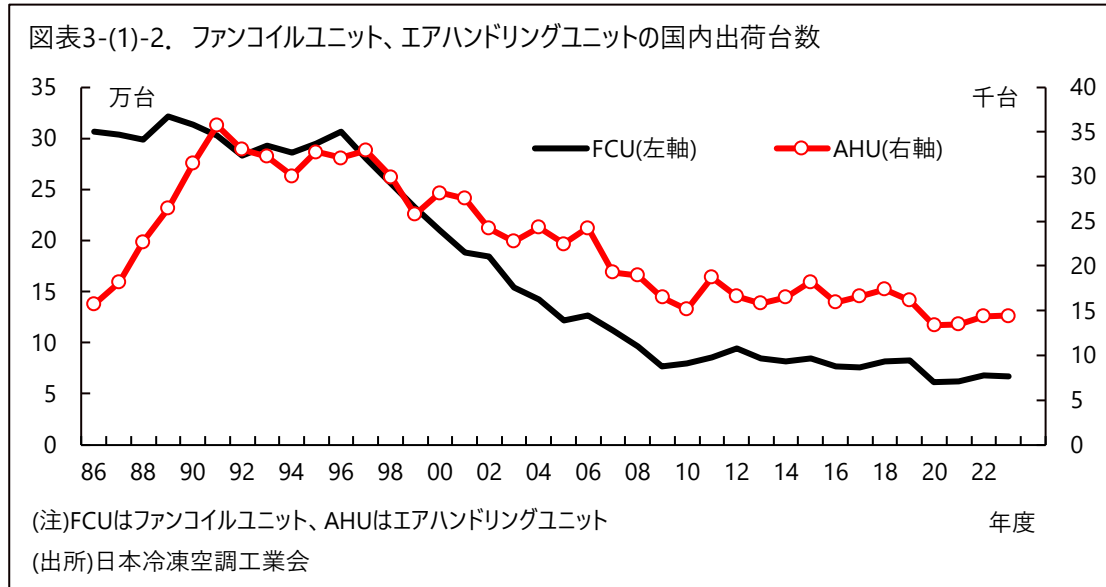


(出所)有価証券報告書で当研究所作成





次に、新晃工業の主力製品である AHU と FCU の、日本冷凍空調工業会による国内出荷台数の推移は図表 3-(1)-2 の通り。90 年代後半にピークを付け、以降は減少傾向。2010 年度以降、横ばいが続いている。一方、新晃工業の連結売上高は拡大傾向が続いている。要因としては、機能向上による単価アップや、データセンターや半導体関連設備など新規市場の開拓が他社より先行した結果と言えるだろう。



(B) 今後の業務用空調機器市場

今後の業務用空調機器市場と、新晃工業の対応についてまとめた。

国内をみると、新型コロナウイルス感染症の影響から社会経済活動は正常化に向かっているものの、ロシアによるウクライナ侵攻や中東紛争の激化に加え、世界各国の金融政策が今後の景気動向に与える影響が懸念される。業務用空調機器市場においては、制御盤・モーターなどの部品の調達遅延は収まってきたが、原材料価格の高止まりは続いている状況だ。新晃工業では、購買力強化、原価低減、物流対策、価格転嫁対応を重要課題として取り組んでいく考えだ。

建設投資は 21 年度以降回復。業務用空調は、大型再開発などで新築物件が見込まれる。25 年度頃からは納入後 20 年から 30 年が経過した AHU の更新需要を中心としたストックビジネスへの移行も予測される。

更新物件については、高度経済成長期に建設された高層ビルの建て替え、1980 年代から 90 年代に建てられた施設の設備更新の時期が到来している。例を挙げると、建設後 50 年が経過し、3 度目の大規模更新を迎えた日本初の超高層ビルとして知られる霞が関ビル、1990 年前後にオープンしたランドマークタワーや東京ドームなどは、新晃工業が継続的に AHU 更新を行ってきた大規模建物の一例だ。

また既設機器の保守サービスについて、これまでは都市圏での引合いが中心だったが、需要は地方にも広がっている。その中には、過去に撤退した大手電機メーカー製 AHU も多く含まれている。これまで以上に個々の現場に合わせた柔軟性と技術力が求められる状況になっている。

アジア最大の市場である中国では、景気回復局面に入ったとみられるが、米国との対立を見据えた「科学技





術の自立自強」のための政策を背景にハイテク分野の投資加速が見込まれる。中長期的には製造業を中心とした内需拡大を予測している。

(C)セントラル空調と個別空調

空調の方式は熱源(冷房・暖房)を置く場所により、セントラル空調と個別空調に大別されると、既に説明したが、ここではもう少し詳細な説明を加えたい。

セントラル空調は中央式、個別空調は個別式、個別分散型空調と称される場合もある。近年は個別分散型空調が普及してきたが、小型空調機の性能上昇によるところが大きい。ただ、個々に室外機を置く必要があったが、これを解消したのがマルチエアコン。室外機 1 台に対して、室内機を複数台つなげることができる空調機だ。

また、セントラル空調は熱源と対象空間をつなげるのが基本だが、空気だけで送る、空気と水を組み合わせる、水だけで送るなどの区分があるほか、対象空間に空気調和された空気を送り出す際に、様々な工夫で最適化が行われている。

(D)空調機器に関する法律

空調機器に関わる法律で主なものを紹介する。

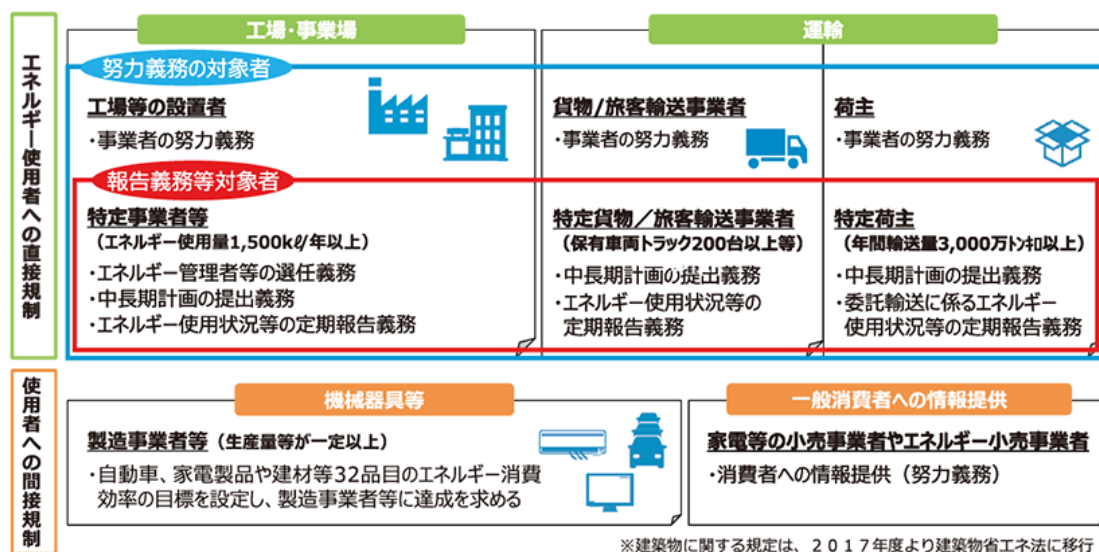
①省エネ法

正式名称は「エネルギーの使用の合理化及び非化石エネルギーへの転換等に関する法律」。以下、省エネ法とする。一定規模以上の事業者(原油換算で年間 1500 キロリットル以上のエネルギーを使用)に、エネルギーの使用状況などについて定期的に報告し、省エネや非化石転換などに関する取り組みの見直しや計画の策定などを行う法律。

2050 年カーボンニュートラル目標や 2030 年の温室効果ガス削減目標の達成に向け、徹底した省エネに努めるとともに、非化石エネルギーの導入拡大を進める必要がある。また、太陽光発電等の非化石電気の導入が増える中で、供給側の変動に応じて、電気の需要の最適化を行うことが求められている。このため、これまで化石エネルギーの使用の合理化等を求めてきたが、22 年度より、非化石エネルギーも含めたすべてのエネルギー使用の合理化および非化石エネルギーへの転換を求めるとともに、電気の需要の最適化を促す法律に変わった。特定事業者などは、非化石エネルギーへの転換の目標に関する中長期計画の作成および非化石エネルギーの使用状況などの定期報告を行うことが求められる。なお、非化石エネルギーへの転換の目標については、国が定める目安の有無によって、何を設定するかが異なる。

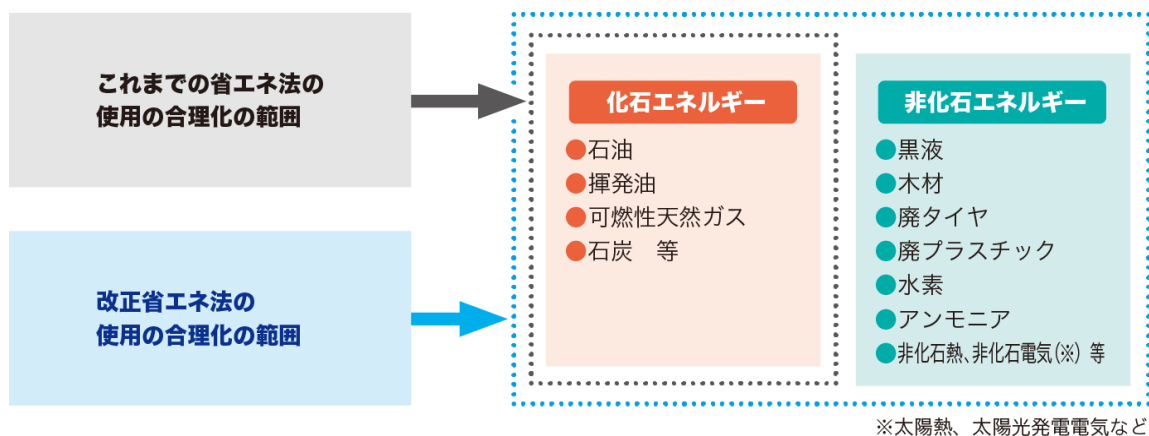


図表3-(1)-3. 省エネ法が規制する分野



(出所)経済産業省資源エネルギー庁

図表3-(1)-4. 改正省エネ法の使用の合理化の範囲変更



すべてのエネルギーの使用の合理化が求められます。

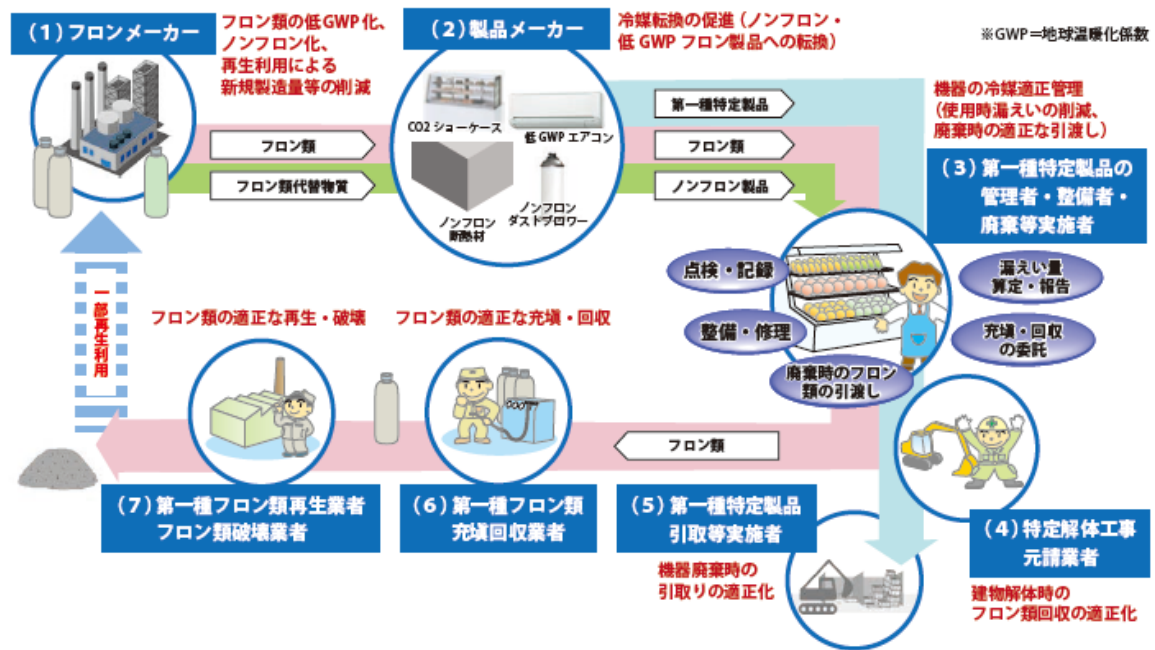
(出所)経済産業省資源エネルギー庁

②フロン排出抑制法

15 年、フロン類の使用の合理化及び管理の適正化に関する法律(以下、フロン排出抑制法)は、フロン類の製造から廃棄までライフサイクル全般に対して包括的な対策を実施するため、従来のフロン回収・破壊法を改正し、施行された法律。さらに、20 年より改正フロン抑制法が施行された。

フロンメーカーだけでなく、フロンの回収・再生事業者まで幅広く規制対象が広がっているのが特徴だ。

図表3-(1)-5. フロン排出抑制法の全体像



(出所)経済産業省

③グリーン購入法

00 年、循環型社会の形成のために、「再生品等の供給面の取り組み」に加え、「需要面からの取り組みが重要である」という観点から、循環型社会形成推進基本法の個別法のひとつとして制定。正式名称は「国等による環境物品等の調達の推進等に関する法律」(以下、グリーン購入法)。

同法は、公的機関が率先して環境物品など(環境負荷低減に資する製品・サービス)の調達を推進するとともに、環境物品等に関する適切な情報提供を促進することにより、需要の転換を図り、持続的発展が可能な社会の構築を推進することを目指す。また、政府をはじめとした各機関の取り組みに加え、地方公共団体、事業者および国民の責務などについても定めている。

23 年 12 月に対象として、特定調達品目が挙げられた。22 分野・287 品目が掲げられており、分野としてはエアコンディショナー等、その品目として、家庭用エアコンディショナー、業務用エアコンディショナー、ガスヒートポンプ式冷暖房機、ストーブが挙げられている。



図表3-(1)-6. 特定調達品目の分野及び品目一覧(22分野287品目)

分野	品目
紙類	コピー用紙、フォーム用紙、インクジェットカラープリンター用塗工紙、塗工されていない印刷用紙、塗工されている印刷用紙、トイレットペーパー、ティッシュペーパー
文具類	シャープペンシル、シャープペンシル替芯、ボールペン、マーカーペン、鉛筆、スタンプ台、朱肉、印章セット、印箱、公印、ゴム印、回転ゴム印、定規、トレー、消しゴム、ステープラー(汎用型)、ステープラー(汎用型以外)、ステープラー針リムーバー、連射式クリップ(本体)、事務用修正具(テープ)、事務用修正具(液状)、クラフトテープ、布粘着テープ(プラスチック製クロステープを含む。)、両面粘着紙テープ、製本テープ、ブックスタンド、ペンスタンド、クリップケース、はさみ、マグネット(玉)、マグネット(バー)、テープカッター、パンチ(手動)、モルトケース(紙めくり用スポンジケース)、紙めくりクリーム、鉛筆削(手動)、OAクリーナー(ウェットタイプ)、OAクリーナー(液タイプ)、ダストブロワー、レターケース、メディアケース、マウスパッド、OAフィルター(枠あり)、丸刃式紙裁断機、カッターナイフ、カッティングマット、デスクマット、OHPフィルム、絵筆、絵の具、墨汁、のり(液状)(補充用を含む。)、のり(澱粉のり)(補充用を含む。)、のり(固形)(補充用を含む。)、のり(テープ)、ファイル、バインダー、ファイリング用品、アルバム(台紙を含む。)、つぶりひも、カードケース、事務用封筒(紙製)、窓付き封筒(紙製)、けい紙、起案用紙、ノート、パンチラベル、タックラベル、インデックス、付箋紙、付箋フィルム、黒板拭き、ホワイトボード用イレーザー、額縁、テープ印字機等用カセット、テープ印字機等用テープ、ごみ箱、リサイクルボックス、缶、ボトルつぶし機(手動)、名札(机上用)、名札(衣服取付型、首下げ型)、鍵かけ(フックを含む。)、チョーク、クラウンド用白線、梱包用バンド
オフィス家具等	いす、机、棚、収納用什器(棚以外)、ローバーティション、コートハンガー、傘立て、掲示板、黒板、ホワイトボード、個室ブース、ディスプレイスタンド
画像機器等	コピー機、複合機、拡張性のあるデジタルコピー機、プリンタ、プリンタ複合機、ファクシミリ、スキャナ、プロジェクタ、トナーカートリッジ、インクカートリッジ
電子計算機等	電子計算機、磁気ディスク装置、ディスプレイ、記録用メディア
オフィス機器等	シュレッダー、デジタル印刷機、掛時計、電子式卓上計算機、一次電池又は小形充電式電池
移動電話等	携帯電話、PHS、スマートフォン
家電製品	電気冷蔵庫、電気冷凍庫、電気冷凍冷蔵庫、テレビジョン受信機、電気便座、電子レンジ
エアコンディショナー等	家庭用エアコンディショナー、業務用エアコンディショナー、ガスヒートポンプ式冷暖房機、ストーブ
温水器等	ヒートポンプ式電気給湯器、ガス温水機器、石油温水機器、ガス調理機器
照明	LED照明器具、LEDを光源とした内照式表示灯、電球形LEDランプ
自動車等	乗用車、小型バス、小型貨物車、バス等、トラック等、トラクタ、乗用車用タイヤ、2サイクルエンジン油
消火器	消火器
制服・作業服等	制服、作業服、帽子、靴
インテリア・寝装寝具	カーテン、布製ブラインド、金属製ブラインド、タイルカーペット、ニードルパンチカーペット、タフテッドカーペット、織じゅうたん、毛布、ふとん、ベッドフレーム、マットレス
作業手袋	作業手袋
その他繊維製品	集会用テント、ブルーシート、防球ネット、旗、のぼり、幕、モップ
設備	太陽光発電システム(公共、産業用)、太陽熱利用システム(公共、産業用)、燃料電池、エネルギー管理システム、生ゴミ処理機、節水器具、給水栓、日射調整フィルム、低放射フィルム、テレワーク用ライセンス、Web会議システム
災害備蓄用品	災害備蓄用飲料水、アルファ化米、保存パン、乾パン、レトルト食品等、栄養調整食品、フリーズドライ食品、非常用携帯燃料、携帯発電機、非常用携帯電源
公共工事	建設汚泥から再生した処理土、土工用水砕スラグ、銅スラグを用いたケーソン中詰め材、フェロニッケルスラグを用いたケーソン中詰め材、地盤改良用製鋼スラグ、高炉スラグ骨材、フェロニッケルスラグ骨材、銅スラグ骨材、電気炉酸化スラグ骨材、再生加熱アスファルト混合物、鉄鋼スラグ混入アスファルト混合物、中温化アスファルト混合物、鉄鋼スラグ混入路盤材、再生骨材等、間伐材、高炉セメント、フライアッシュセメント、エコセメント、透水性コンクリート、鉄鋼スラグブロック、フライアッシュを用いた吹付けコンクリート、下塗用塗料(重防食)、低揮発性有機溶剤型の路面標示用水性塗料、高日射反射率塗料、高日射反射率防水、再生材料を用いた舗装用ブロック(焼成)、再生材料を用いた舗装用ブロック類(プレキャスト無筋コンクリート製品)、パークたい肥、下水汚泥を用いた汚泥発酵肥料(下水汚泥コンポスト)、LED道路照明、再生プラスチック製中央分離帯ブロック、セラミックタイル、断熱サッシ、ドア、製材、集成材、合板、単板積層材、直交集成板、フローリング、パーティクルボード、繊維板、木質系セメント板、木材、プラスチック再生複合材製品、ビニル系床材、断熱材、照明制御システム、変圧器、吸収冷温水機、氷蓄熱式空調機器、ガスエンジンヒートポンプ式空気調和機、送風機、ポンプ、排水、通気用再生硬質ポリ塩化ビニル管、自動水栓、自動洗浄装置及びその組み込み小便器、大便器、再生材料を使用した型枠、合板型枠、排出ガス対策型建設機械、低騒音型建設機械、低品質土有効利用工法、建設汚泥再生処理工法、コンクリート塊再生処理工法、路上表層再生工法、路上再生路盤工法、伐採材又は建設発生土を活用した法面緑化工法、泥土低減型ソイルセメント柱列壁工法、排水性舗装、透水性舗装、屋上緑化
役務	省エネルギー診断、印刷、食堂、自動車専用タイヤ更生、自動車整備、庁舎管理、植栽管理、加煙試験、清掃、タイルカーペット洗浄、機密文書処理、害虫防除、輸配送、旅客輸送(自動車)、庁舎等において営業を行う小売業務、クリーニング、飲料自動販売機設置、引越輸送、会議運営、印刷機能等提供業務
ごみ袋等	プラスチック製ごみ袋

(出所)環境省大臣官房環境経済課





(2) 競合状況 ★UPDATED

新晃工業の日経 NEEDS 分類・小分類の主要種は、業務用空調機器。同様に、日経 NEEDS 分類・小分類の主要種が業務用空調機器となっているのは、昭和鉄工(5953)、協立エアテック(5997)、西部技研(6223)、木村工機(6231)、日本エア・テック(6291)の5社。なお、この6社は、日本冷凍空調工業会が発表する統計「空調器(ファンコイルユニット／エアハンドリングユニット)国内出荷台数」の対象企業でもある。

設立年をみると、昭和鉄工が最も古い、新晃工業はそれに次ぐクラス。上場年は1985年と、新晃工業が最も古い。業績面をみると、新晃工業は売上高が最も大きく、売上高営業利益率は木村工機に次ぐ水準にある。財務健全性をみると、自己資本比率は日本エア・テックに次ぐ水準。ネットキャッシュは201億円のプラスで最も大きい。新晃工業は業務用空調機器上場6社のなかでは、収益性、財務健全性ともに良好といえそうだ。

同社が得意とするセントラル空調機器の国内シェアは新晃工業がトップ(シェアは約40%)。なお、データセンター向けの空調機に限ると(国内)、独STULZ社が約40%、新晃工業は約10%。ただ、足元では次の3(3)で説明するデータセンター攻略などの施策が奏功し、シェアは上昇している模様。

図表3-(2)-1. 業務用空調機器上場6社の概要 (暦年、百万円、%)

企業名(コード)	設立年	上場年	直近決算期	売上高	売上高営業利益率	自己資本比率	ネットキャッシュ
昭和鉄 (5953)	1933	1990	24/3期	13,515	4.9	44.0	-132
協立エアテック (5997)	1971	1993	23/12期	11,896	5.8	56.1	1,981
西部技研 (6223)	1965	2023	23/12期	28,725	15.0	68.1	9,544
木村工機 (6231)	1947	2020	24/3期	13,852	19.3	47.9	-2,754
エア・テック (6291)	1973	1991	23/12期	13,646	5.2	72.0	4,851
新晃工 (6458)	1950	1985	24/3期	51,943	16.6	69.4	20,140

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

(3) 事業戦略 ★UPDATED

(A) SIMA から SSA へ

20年4月以降、製販統合による生産性向上に着手し、SIMA(SINKO Innovative Manufacturing of AHUの略)プロジェクトを開始。これまで蓄積してきた様々なノウハウをデジタル化。強みとする個別受注生産方式を次世代型に進化させた、革新的な空調機生産方式の構築を目指すものだった。販売・製造のデータを一通貫させ、営業・設計・積算・製造業務を再定義した。

新晃工業では、さらにプロジェクトを進化。SSA プロジェクトを立ち上げた。なお、SSA とは、SINKO Scalable Architecture の略。既存の製造プロセスの枠を超え、空調機の研究開発やマーケティングなどの領域にも DX を拡張させることで、新たな価値創造や生産性向上にチャレンジするとしている。

図表 3-(3)-1 で示したように、生産平準化の実現や、SINKO AI Design Link(新晃工業の社内での知見を AI でデータ集約・分析したシステム)で効果を発揮。今まで、時間や労力の消費が課題となっていた設計者の育





成などへの効果も期待される(AI を通じて若手設計者がベテラン設計者の知見に触れることが出来るので、教育時間の削減につながる)。

図表3-(3)-1. SSAプロジェクトの取り組み事案紹介

事案	生産予約システムの稼働で生産平準化を実現	SINKO AI Design Linkで設計現場課題を解決
課題	上期・下期の物量のアンバランス、下期偏重 ・上期は物量が少なく、工場稼働率と収益性が低下 ・下期はキャパオーバーの運営となり生産現場が疲弊 ・納期変更が多く、生産計画が安定しない ・工程管理はベテランのスキルに依存しており、人力での生産計画立案には限界がある	設計技術現場の課題 ・カスタム性が高い製品は品質面で標準化が困難 ・設計者の人手不足 ・技術継承の不安定化、人材育成の負担
解決策	生産予約システムの稼働により、生産平準化を実現 ・AIによる工数予測で、高精度の生産計画を立案 ・生産キャパシティに応じて前倒し生産を行うなど、下期の過負荷運営を抑制 ・生産計画内の進捗は可視化され、納期変動の際も顧客とのスムーズな交渉が可能に	SINKO AI Design Linkによる設計支援 ・属人的知識や経験をデータ化して集約し、AIが分析 ・若手技術者が設計業務を遂行するに際し、生成AIが設計手法を指南するなど、支援機能でサポート
導入後成果	・上期の稼働率を高め増益を実現、年間収益の安定化に貢献 ・顧客は納期状況を早期に把握でき、建設現場の工程管理も円滑となる ・下期の従業員負担を軽減し、従業員エンゲージメント向上に寄与 ・中長期の成長につながる施策などにもリソースを配分し、将来の成長性も維持（例：生産キャパシティ増強、人材育成）	・AIのサポートによる設計業務の効率化、工数削減 ・若手技術者の育成をAIが補助することで、ベテラン社員の指導負担が軽減され、人材育成のスピードもアップ ・カスタム性が高い製品でも設計のバラつきを無くし、品質管理面でのコストも削減

(出所)会社資料で当研究所作成

(B)データセンターの攻略

データセンターは中長期的な需要拡大が見込まれる。AIをはじめとした IT ビジネスの拡大を背景に、クラウドへの需要が高まる傾向が続く見通しのためだ。こうした中、サーバーや IT 機器の温度管理も重要視され、同社の空調機器へのニーズが高まっている。

図表3-(3)-2. データセンター攻略

☆データセンター市場攻略の要件

■製品に対する高い信頼性

- ・製品のカタログスペックだけではデータセンター案件には採用されない
- ・複数段階のコミッションングに合格して製品の性能・品質を実機で証明が必要

■非常時のサポート体制構築

- ・製品の不具合発生時もスピーディに対応し短時間で製品を復旧させるサービス水準が求められる

(出所)会社資料で当研究所作成

☆市場攻略のための取り組み

①技術力・競争力を活かした営業戦略

- ⇒ 当社が既存市場で培ってきた技術力を駆使して、基本性能の高さだけでなく品質・信頼性を備えたデータセンター向け製品を展開
- ・本格的な性能検証にも対応可能な実験・検収施設を自社で保有し、DC市場での競争力を高めていく

②グループ一貫体制でのバリューチェーン構築

- ⇒ 製品の研究開発から製造、アフターサービスに至るバリューチェーンをグループ一貫体制で提供
- ・複数の生産拠点や近距離サービス拠点を持つことで国内メーカーの優位性を活かしシェア拡大を狙う



図表3-(3)-3. 図表3-(3)-2の①技術力・競争力を活かした営業戦略の概要

データセンター向け主力製品

■ データセンター用AHU：DE-W型



- ✓ 温度制御や緊急運転などDC空調に必要な自動制御機能を内蔵
- ✓ 一体搬入可能で現地での省施工を実現
- ✓ DCの性能向上に伴う排熱の増加を見据え専用開発の熱交換器を搭載した高負荷対応の大型タイプも開発中

■ 開放式大型冷却塔：S3000



(出所)会社資料

- ✓ 低コスト・省スペースの高効率冷却塔
- ✓ 液冷・液浸が普及しても必要とされる設備であり、フリークーリング・チラーレス志向の高まりと相まって、今後も安定した需要を見込む

コミッショニング対応

■ 総合実験棟（SINKO AIR DEVELOPMENT LAB）



- ✓ 高度な性能試験や自動制御のデモンストラレーションが可能な国内最大級の施設
- ✓ 実機展示や制御デモシステムを導入しDC案件のコミッショニングに対応可能
- ✓ ハイパースケーラーのDC事業者様や大手設計事務所様も多数見学に來られ、好評をいただいている

■ 冷却塔展示施設（2025年2月開設）



- ✓ 大型冷却塔の展示施設としては国内唯一
- ✓ 展示機は実機運転が可能で、製品検収やサービス員の技能向上に活用

図表3-(3)-4. 図表3-(3)-2の②グループ貫体制でのバリューチェーン構築の概要

バリューチェーン構築



- 新晃工業
DC用AHU 製造・販売
- 日本BAC
大型冷却塔 製造・販売
- 新晃アトモス
アフターサービス（保守契約・修理作業）

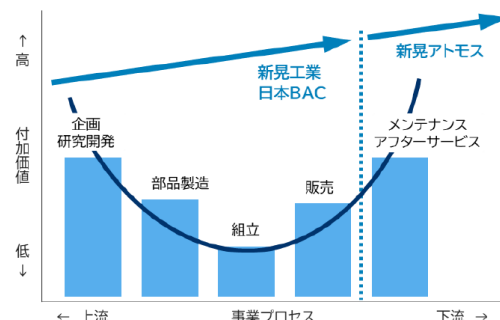
国内メーカーの優位性確保

- ✓ 国内に2ヶ所の生産拠点（神奈川・岡山工場）を持つことで、迅速かつ安定した製品供給が可能に
- ✓ DCが集中する印西地区への事務所開設を行うなどサービス体制の充実化も並行して推進

(出所)会社資料

長期収益計画「スマイル500」*

*マーケティングにおけるスマイルカーブ理論に基づき、研究開発～製造販売～アフターサービスのバリューチェーンをグループ一貫で構築し、長期にわたり安定した収益源を確保する計画



DC事業
全体

2023～2032年度
累計売上予想
500億円

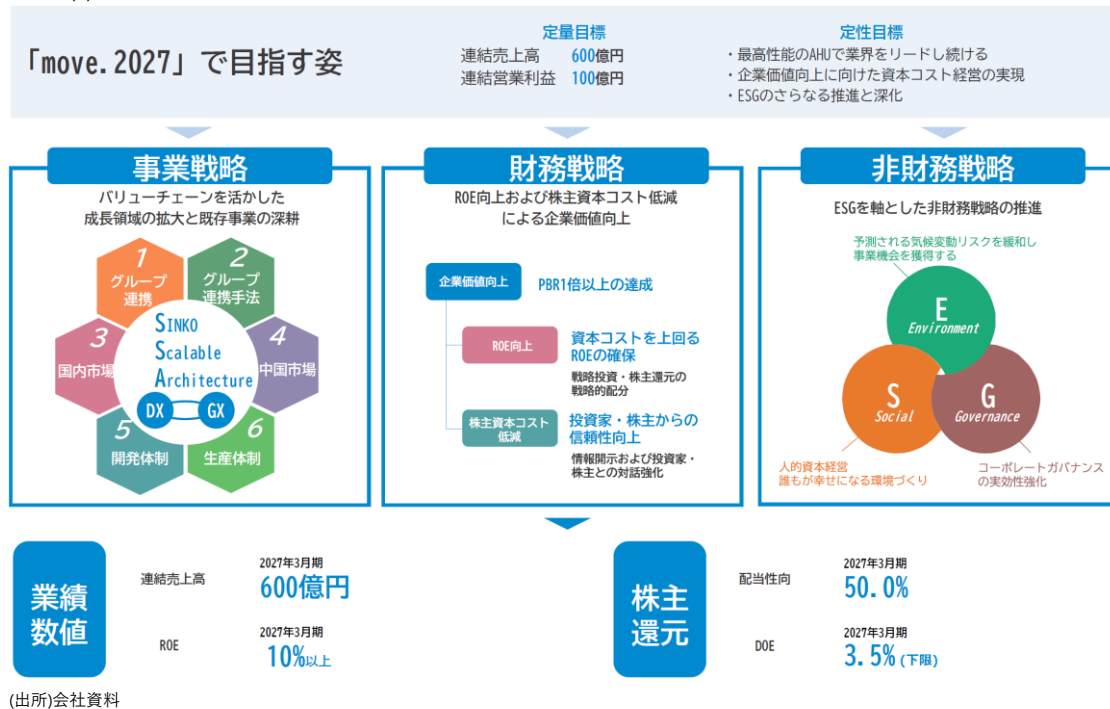
(4) 中期経営計画およびその進捗 ★UPDATED

(A)中期経営計画「move.2027」の概要

2023年11月に、25/3期から27/3期までの中期経営計画「move.2027」を策定。定性目標として、最高性能のAHU(Air Handling Unit、大規模な建築物の空気を清浄に保ちながら湿度を整え、さらに室内の温度を一定に整える働きをする空気調和機)で業界をリードし続ける、企業価値向上に向けた資本コスト経営の実現、ESGのさらなる推進と深化などを掲げる。事業戦略・財務戦略・非財務戦略に分けたバランスの取れた計画とな

っている。概念は次の図表の通り。

図表3-(4)-1. 中期経営計画「move.2027」の目指す姿と各戦略



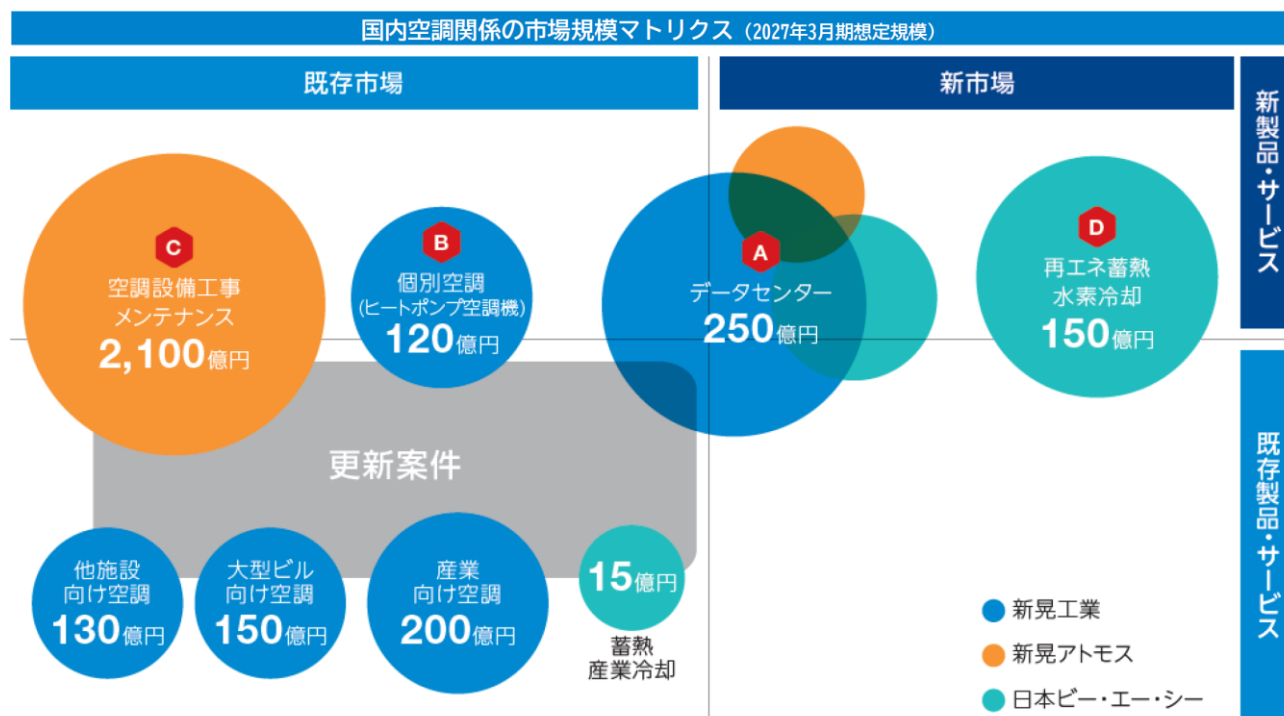
(B)具体的な目標と進捗状況

中期経営計画「move.2027」の施策方針は変わらないものの、足元の事業環境などを踏まえ、24/3 期決算発表時に目標とする連結売上高・営業利益・純利益を上方修正した。ROE を重要指標として新たに設定。資本収益性・資本コストを意識した経営を行い、PBR1 倍以上を目指すとしている。株主還元の強化と資本構成の見直しに加え、積極的な戦略投資を行い、持続的成長を目指す考えだ。さらに、既存市場・製品の拡大を起点とし、新市場・新製品への事業領域拡大によりグループ収益を向上させる考えだ。

足元の好調が続いており、25/3 期上期決算発表時に 25/3 期目標も修正した。なお、現時点で、26/3 期および 27/3 期目標は据え置いた。なお、会社では、データセンター・個別空調・空調設備工事メンテナンスは中計目標達成のペースで順調に推移したとしている。

ターゲット市場、グループ市場戦略、投資戦略、キャッシュ・アロケーションについて、目指している方向と、その進捗は以下の通り。

図表3-(4)-2. ターゲット市場



(出所)会社資料

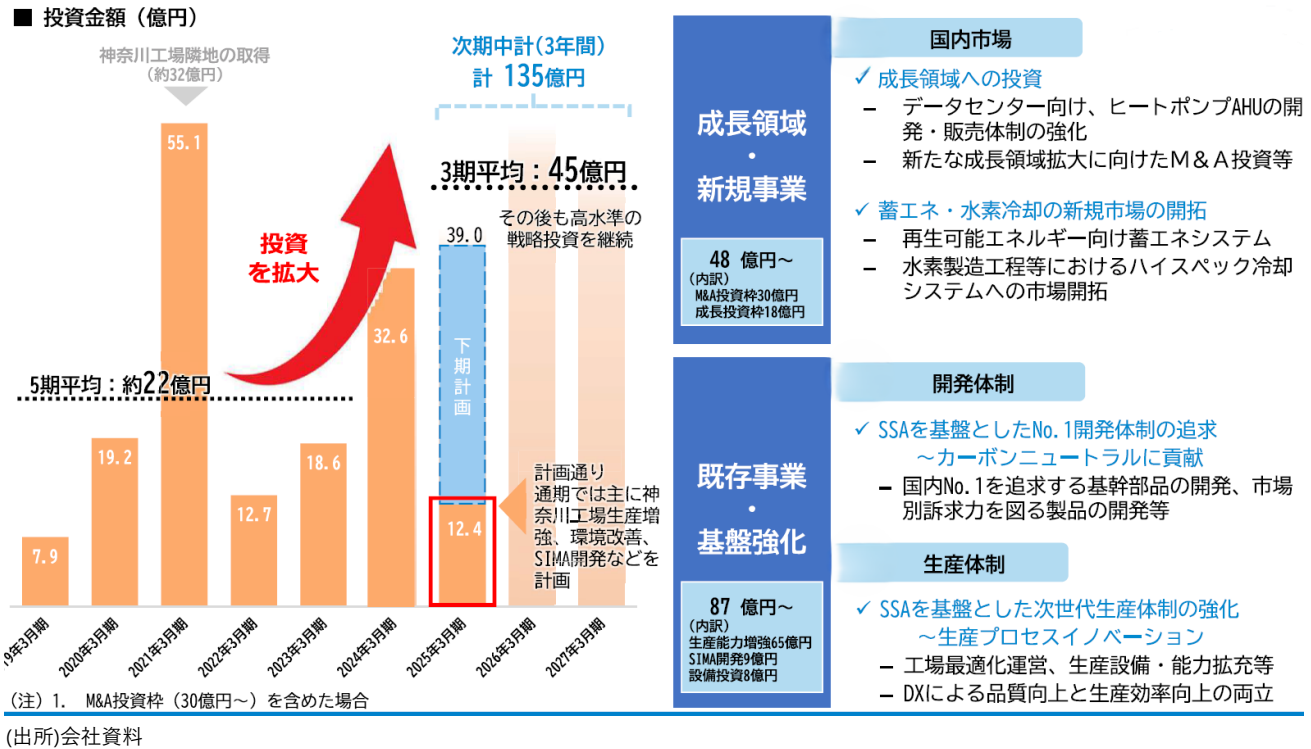
図表3-(4)-3. 主要なグループ市場戦略の進捗

グループ市場戦略 主要テーマ	グループ売上			グループの狙い	2024年9月時点の進捗 (◎/○/△/×)
	2024年3月期 実績	2025年3月期 見込	2027年3月期 目標		
データセンター	22億円	42億円	55億円	- 当社グループのバリューチェーンを活かし、製品+サービスのソリューションをトータル提案 - 安定稼働と環境価値を提供	◎：バリューチェーンを活かし、サーバー用AHU・冷却塔の拡販、アフターサービスで順調に市場開拓し実績を積み上げている
個別空調	21億円	30億円	30億円	- オクージオ（一体型HP-AHU） - 低GWPの新冷媒対応HP-AHUの開発・販売	◎：専門部署を設立し、中小規模の建物を中心にソリューション提案型の営業を展開
空調設備工事メンテナンス	111億円	117億円	126億円	- サービスパック・定期点検パックなど、工事の川下側を積極的に拡充 - 空調機のメンテ更新に関わる電気工事を拡張	◎：順調に進んでいる
再エネ蓄熱水素冷却	-	2億円	7億円	- 再生可能エネルギー向け蓄熱システム - 水素製造工程等におけるハイスpek冷却システムへの市場開拓	△：当初の見込みより市場形成が遅れているが、再エネのスポット案件受注に成功

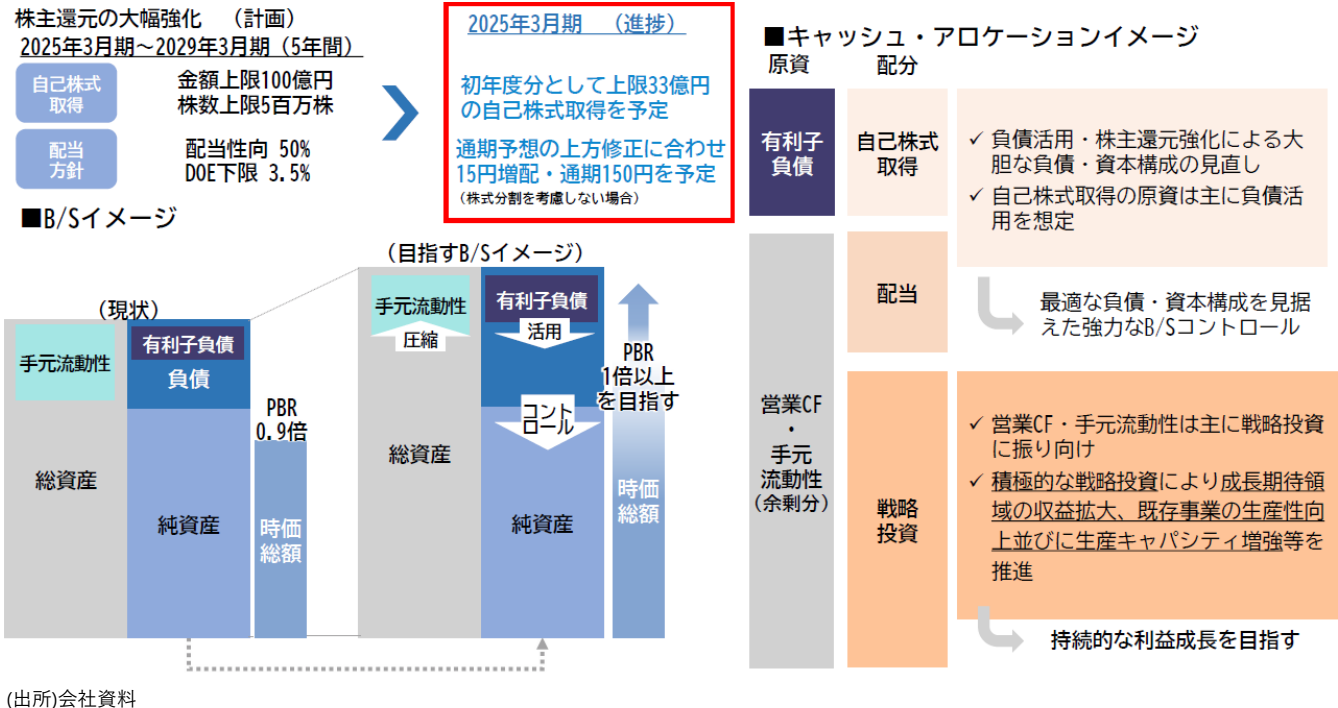
新市場・新製品への
領域拡大による増収額

(出所)会社資料

図表3-(4)-4. 投資戦略



図表3-(4)-5. キャッシュ・アロケーション





(5) 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。今までの分析を基に、この手法を使ってまとめると、図表 3-(5)-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場合に留意したい。

図表3-(5)-1. SWOT各項目の洗い出し

内部環境	強み (Strengths)	弱み (Weaknesses)
	○AHUでの強みを背景に業務用・産業向けで圧倒的な納入実績 ○国内での設計提案力	○工事の期末集中による稼働率の不均衡
外部環境	機会 (Opportunities)	脅威 (Threats)
	○空調の社会インフラ化進展・健康空調の概念浸透 ○地球温暖化に対する空調需要の増大 ○生成AIはじめ半導体需要増大に伴う半導体工場の増加 ○ICT発展に伴うデータセンターの需要拡大	○国内建設事業者のマインド後退 ○人材確保 ○海外での価格競争

(出所)各種資料、ヒアリングなどで当研究所作成

概要について、簡単に背景に触れると、次の通り。

強み (Strengths)

- ・AHU での強みを背景に業務用・産業向けで高実績→AHU で国内シェアトップの実績。国内の主要建物に多くの納入をしており、実績が積み上がっているほか、ノウハウの蓄積も進んでいる。
- ・国内での設計提案力→ノウハウの蓄積も進んでおり建物の用途・特徴に合わせて一品一様の設計提案力が強み。また、SIMA プロジェクトから進化した SSA プロジェクトははじめ技術・ソフトウェアでも先行。

弱み (Weaknesses)

- ・工事の期末集中による稼働率の不均衡→サブコンが主な納入先となるため、期末に工事が集中しやすい。会社では均衡化するよう努力はしているが、顧客事情により成業できない面もある。

機会 (Opportunities)

- ・空調の社会インフラ化進展・健康空調の概念浸透→地球温暖化が進み、快適なオフィス環境・生活環境での労働が求められるようになった。また、単に冷やす・暖めるではなく、最適な湿度・汚れた空気の除去・体感にやさしい対流など快適な空間で健康に過ごすという概念の浸透。





- ・地球温暖化に対する空調需要の増大→温室効果ガスを用いないセントラル空調の需要拡大、技術発展。
- ・生成 AI はじめ半導体需要増大に伴う半導体工場の増加→サーバーや半導体設備は、高度な空調管理を必要とするため、需要拡大が見込まれる。
- ・ICT 発展に伴うデータセンターの需要拡大→データセンターもサーバーを冷やす必要がある。その際、きれいな空気を生み出すセントラル空調が注目される。

脅威（Threats）

- ・国内建設事業者のマインド後退→働き方改革や物流問題などで、納入先である建設事業者の経営体力が低下し、マインドが後退する恐れ。
- ・人材確保→設計をはじめ高度な知識を必要とするため、人材育成には時間がかかるほか、人材獲得は容易でない。
- ・海外での価格競争→汎用製品主流であるなか、競合先も多く存在し、収益性が低迷している。





4. 業績・財務分析

業績と財務分析の関係を図表化

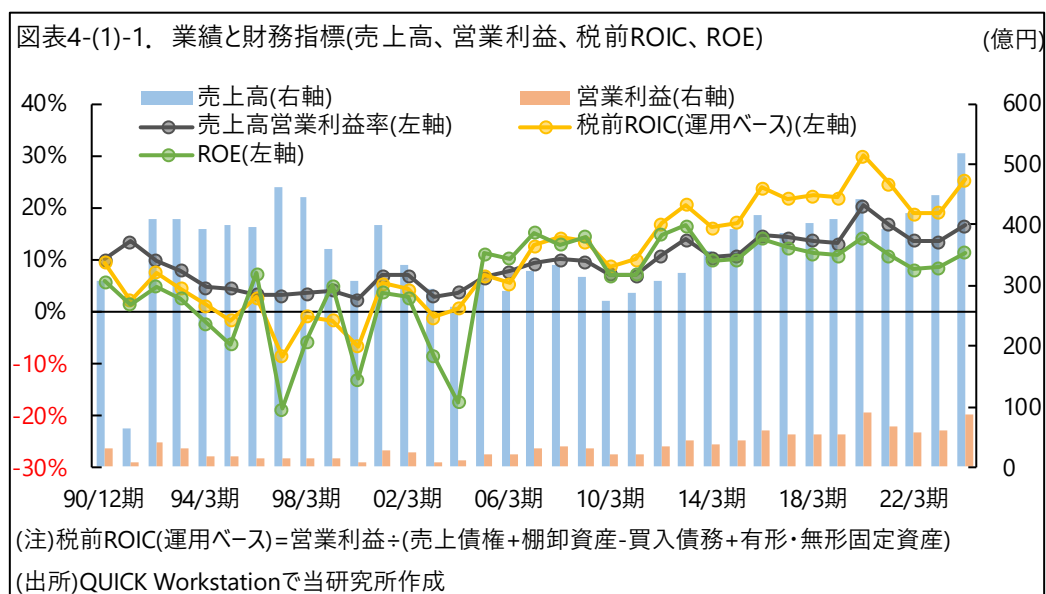
同社の長期業績を ROIC と ROE で分析する。第 1 に、ROIC（投下資本利益率、投下資本は運用ベースを使用）と成長性の組み合わせは、事業の成果を見る上で重要な指標である。ROIC（運用ベース）が資本コストを上回ることがまず大事で、その上で投下資本が増えて利益が成長することで、企業価値が創造される。

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 ★UPDATED

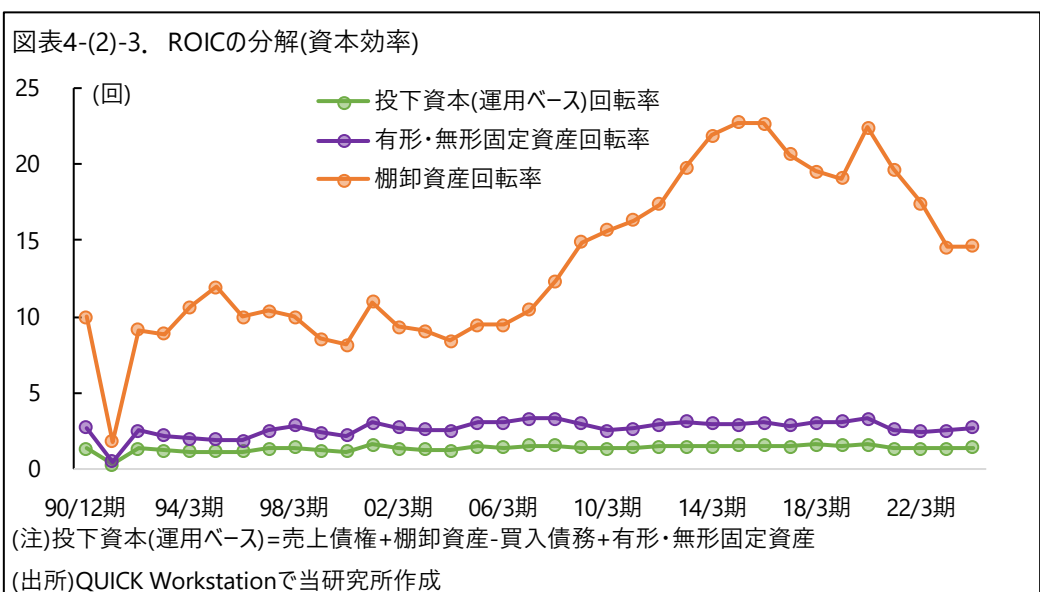
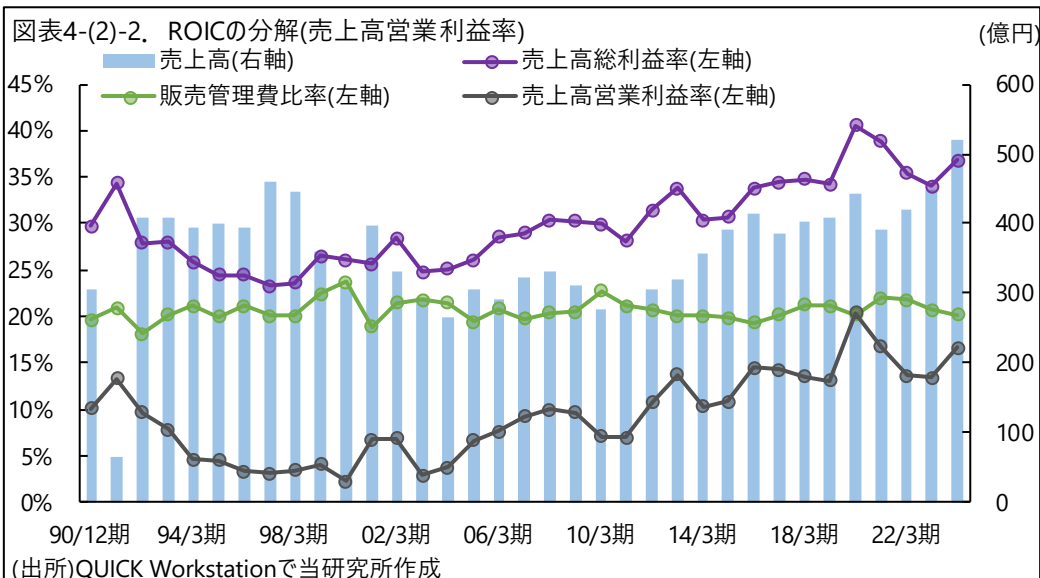
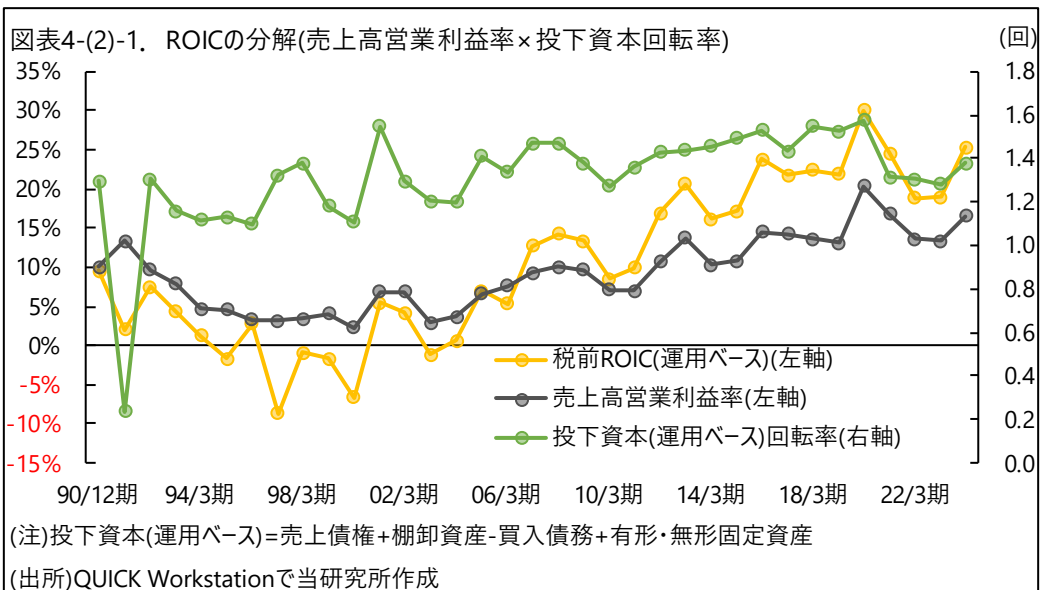
20/3 期に売上高営業利益率、税前 ROIC、ROE など各種の利益率は直近ピークを付けたが、コロナ禍の影響もあり 22/3 期まで低下。その後、コロナ禍後の需要増、クラウド需要の高まり、産業空調の拡大などもあり、売上高が拡大し、各種利益率も上昇傾向にある。



（２） ROIC の分析 ★UPDATED

ROIC を分解したのが次の図表だ。ROIC そのものをみるだけでなく、どういう構成要素が ROIC を形成するかを主眼にみた。収益性だけでなく、資本効率からも分析したので、多様な観点からの分析が可能となっている。

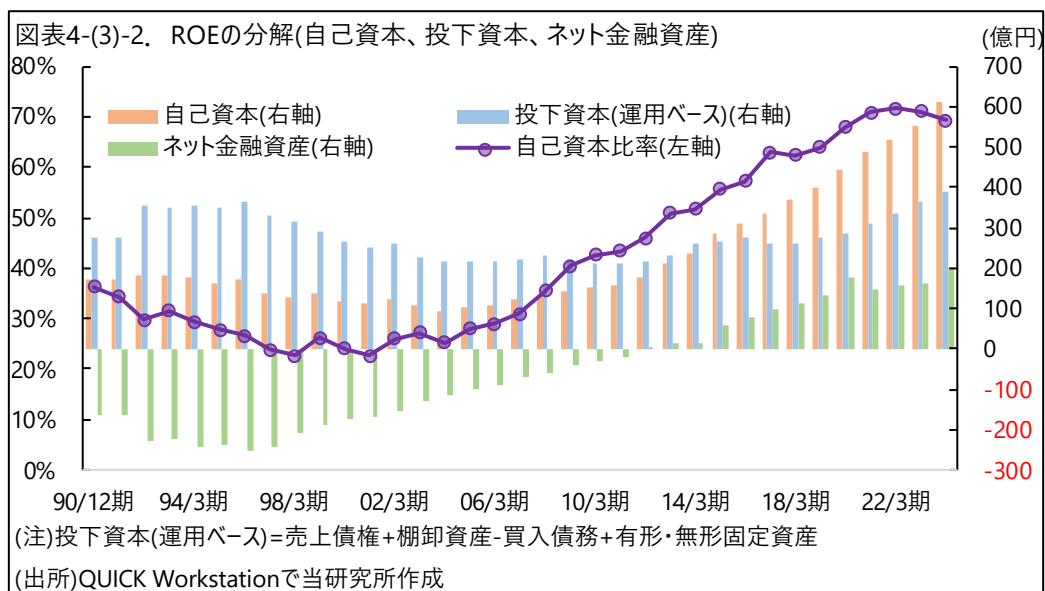
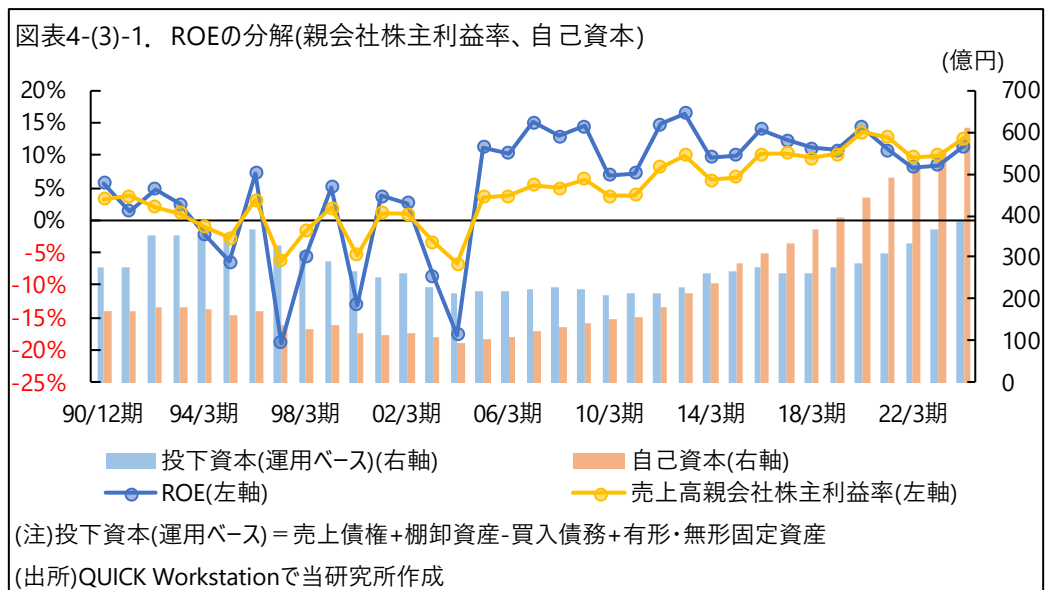


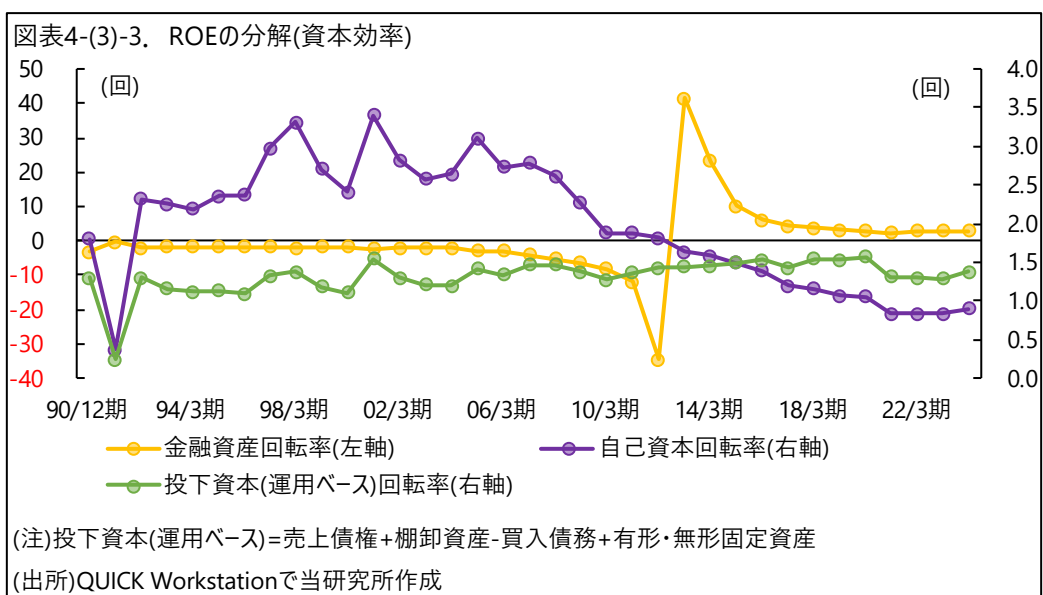




(3) ROE の分析 ★UPDATED

ROE の分析は、収益性(売上高親会社株主利益率)・資産効率性(総資産回転率)・財務レバレッジに分解したデュポン分解が一般的だが、ここでは、他の観点からも分析を行った。ROE は安定した推移を示している。投下資本や自己資本など資産項目が増加するなか、売上高親会社株主利益率など収益性の改善で安定した ROE 水準を維持していることが分かる。





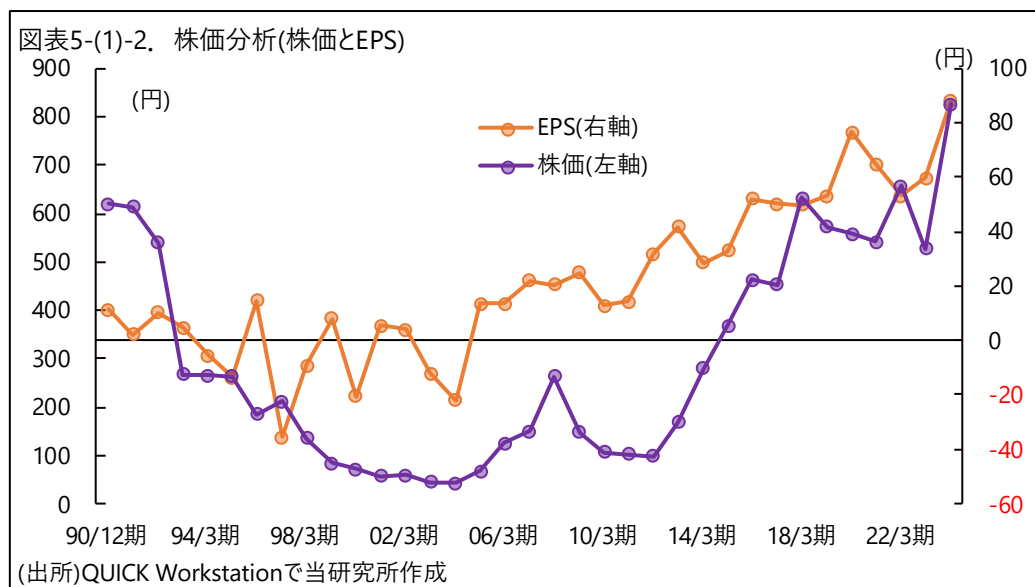
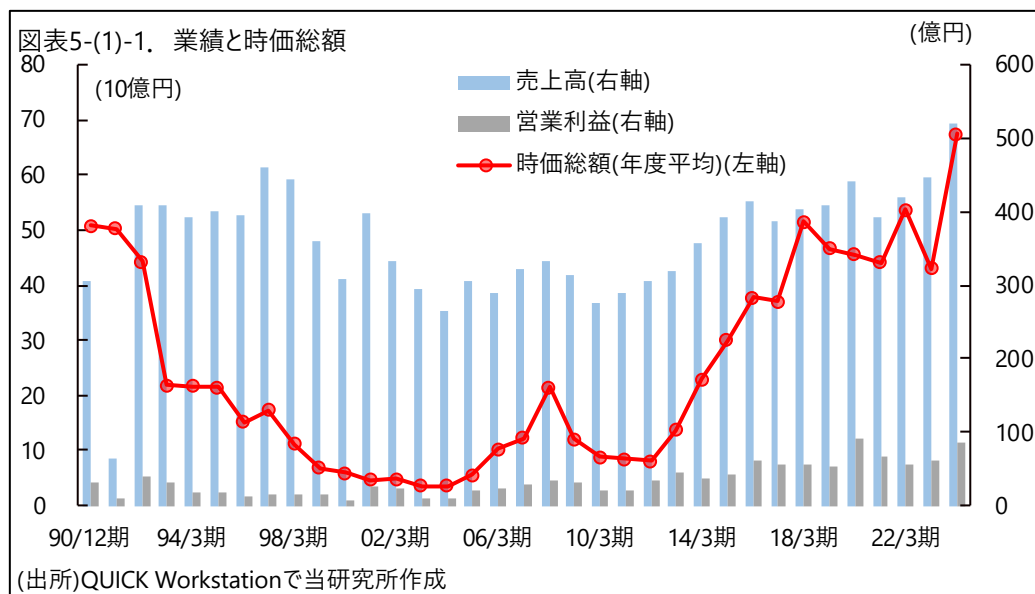


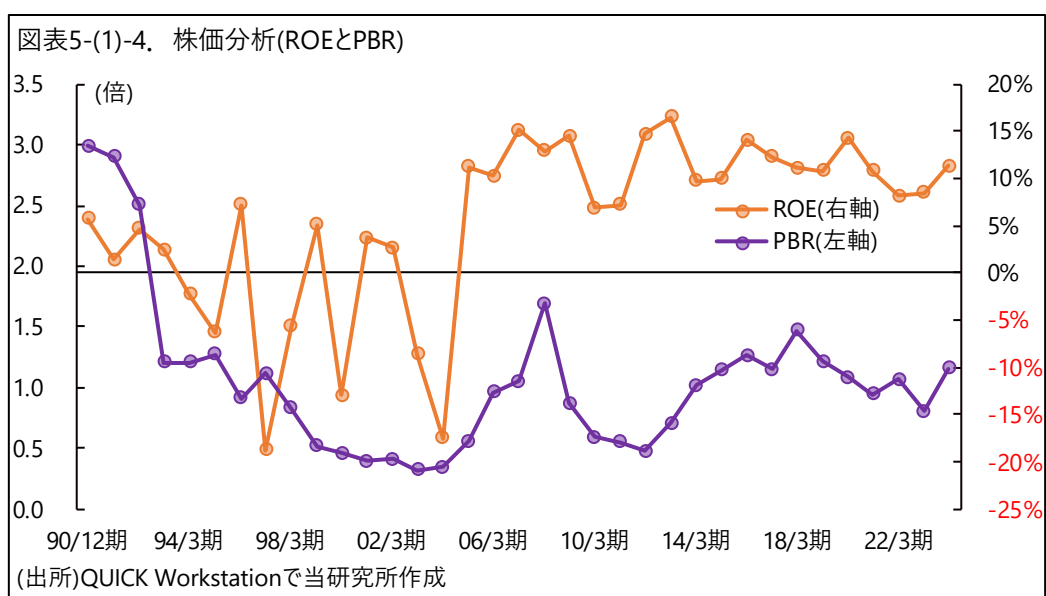
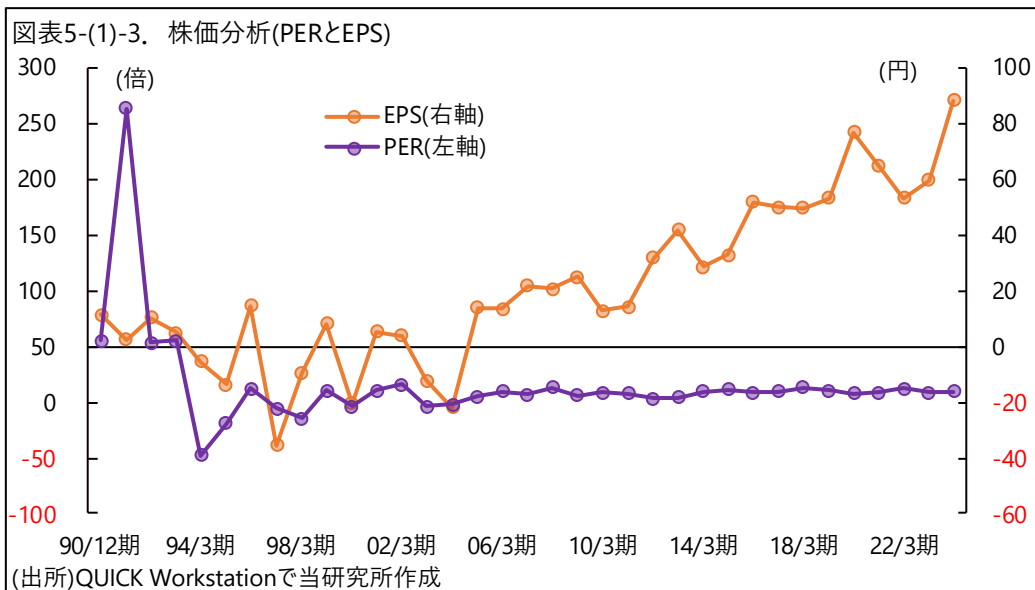
5. 株価と株価関連指標の関係

株価を株価関連指標に分解した図表を紹介

(1) 業績と株価・関連指標の動向 ★UPDATED

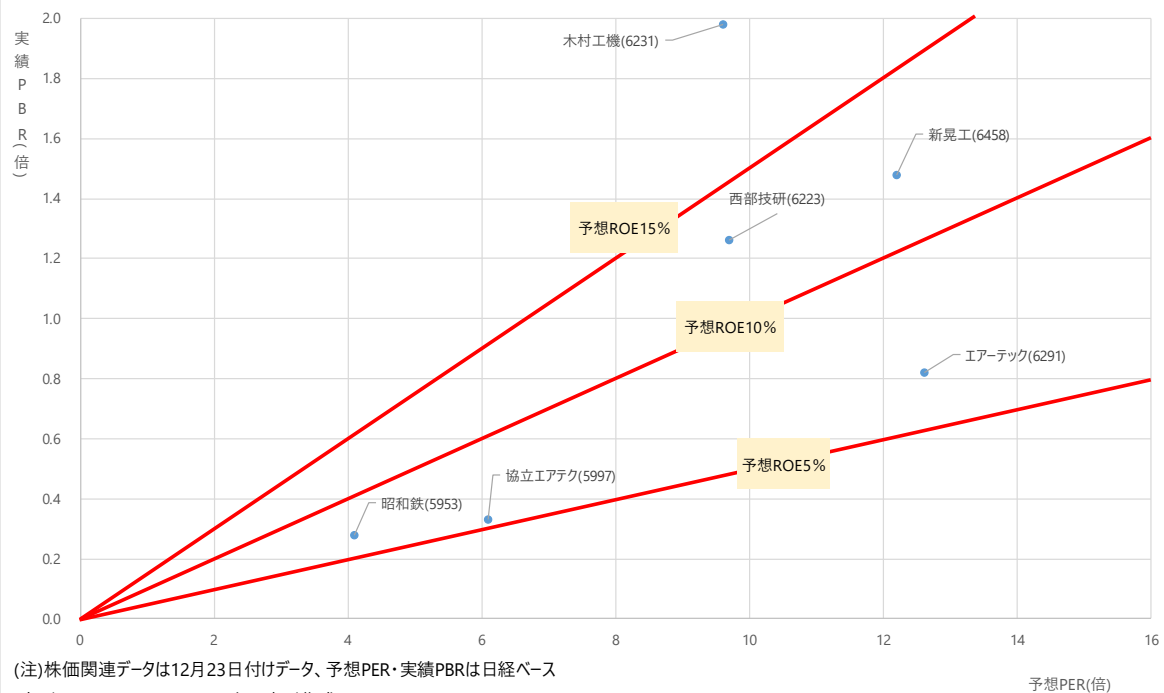
時価総額は 12/3 期以降、ほぼ上昇基調にある。EPS や BPS など 1 株当たり指標の増加などが背景にあることが分かる。







図表5-(1)-5. 業務用空調機器上場6社の予想PER、実績PBR、予想ROE



図表5-(1)-6. 業務用空調機器上場6社の株価関連指標の推移

企業(コード)	市場	項目	24年6月	24年7月	24年8月	24年9月	24年10月	24年11月	24年12月
昭和鉄 (5953)	福証	株価	3,305	3,370	3,145	2,890	2,799	2,920	2,920
		実績PBR	0.31	0.32	0.31	0.29	0.28	0.29	0.29
		時価総額	30	30	28	26	25	26	26
		売買代金	196	81	71	88	52	110	49
協立エアテック (5997)	東証スタンダード	株価	673	659	594	595	594	630	602
		実績PBR	0.38	0.37	0.33	0.33	0.33	0.35	0.33
		時価総額	40	40	36	36	36	38	36
		売買代金	196	221	375	450	256	331	331
西部技研 (6223)	東証スタンダード	株価	1,620	1,494	1,535	1,546	1,669	1,666	1,744
		実績PBR	1.25	1.15	1.10	1.11	1.20	1.21	1.26
		時価総額	332	306	315	317	342	342	358
		売買代金	15,192	14,708	12,318	9,015	10,835	12,074	14,522
木村工機 (6231)	東証スタンダード	株価	5,820	4,810	4,840	4,780	4,900	5,130	5,720
		実績PBR	2.16	1.78	1.75	1.73	1.77	1.78	1.98
		時価総額	224	185	186	184	189	197	220
		売買代金	19,635	14,757	11,195	3,244	4,599	5,628	4,975
エアテック (6291)	東証スタンダード	株価	1,208	1,239	1,181	1,169	1,196	1,230	1,178
		実績PBR	0.91	0.94	0.86	0.85	0.87	0.86	0.83
		時価総額	127	131	124	123	126	130	124
		売買代金	2,858	4,597	3,736	2,649	2,702	3,903	5,371
新晃工 (6458)	東証プライム	株価	1,380	1,365	1,500	1,563	1,473	1,393	1,254
		実績PBR	1.67	1.64	1.80	1.87	1.76	1.67	1.49
		時価総額	1,127	1,114	1,225	1,276	1,203	1,078	970
		売買代金	44,248	27,191	38,059	45,974	26,621	78,109	68,000

(注1)各指標は月末値、直近月は23日現在、売買代金は1日当たり金額

(注2)単位は、株価：円、実績PBR：倍、時価総額：億円、売買代金：万円

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成





(2) 株主総利回り (TSR) の算出 ★UPDATED

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。

同社の TSR は配当利回りが安定して貢献。株価変化は上下動が大きい、5 期累積では配当利回りより、貢献度が大きくなっている。

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 (5 期累積のみ併記)。

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。

図表5-(2)-1. 株主総利回り(TSR)

基準期=19/3期

	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	5期平均	5期累積
新晃工	0.9%	0.0%	24.5%	-16.9%	63.4%	11.3%	63.1%
配当利回り	3.4%	3.0%	3.1%	2.9%	6.6%	3.8%	18.7%
株価変化	-2.5%	-3.0%	21.4%	-19.8%	56.8%	7.6%	44.5%
33業種別:機械	-2.9%	14.9%	16.6%	-0.9%	29.7%	10.8%	67.2%
配当利回り	2.3%	2.3%	1.7%	2.1%	2.9%	2.2%	-
株価指数変化	-5.1%	12.6%	14.9%	-3.0%	26.7%	8.6%	-
新晃工 - 33業種別:機械	3.8	-14.9	7.9	-16.0	33.8	0.5	-4.1
TOPIX	-3.1%	8.2%	18.4%	2.1%	25.9%	9.8%	59.7%
配当利回り	2.4%	2.7%	2.4%	2.6%	3.2%	2.7%	-
株価指数変化	-5.5%	5.6%	16.0%	-0.5%	22.6%	7.2%	-
新晃工 - TOPIX	4.0	-8.2	6.1	-19.0	37.6	1.5	3.5

(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

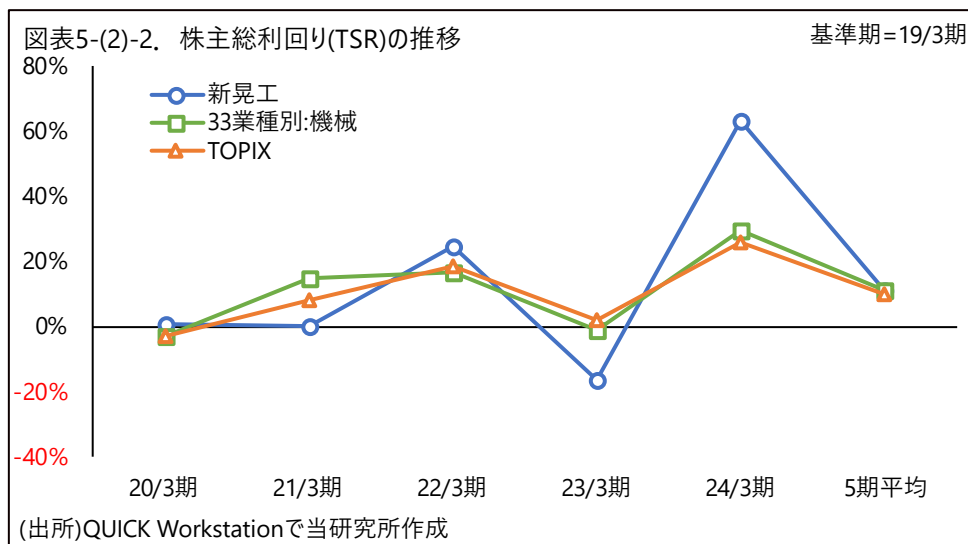
(注6)株価および株価指数は各期の月末終値の平均

(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）。

図表5-(2)-3. 株主総利回り(TSR)の分解

	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	平均		基準期
										(期)	10期	5期	14/3
株主総利回り(TSR)	34%	29%	1%	42%	-7%	1%	0%	25%	-17%	63%	15%	11%	13%
配当利回り	3%	3%	3%	3%	2%	3%	3%	3%	3%	7%	3%	4%	2%
株価の変化	31%	26%	-2%	39%	-9%	-2%	-3%	21%	-20%	57%	11%	8%	11%
株価変化の分解(1)BPSとPBR													
BPSの変化	13%	10%	10%	11%	8%	11%	12%	6%	9%	13%	10%	10%	13%
ファンダメンタルの影響	10%	15%	13%	11%	10%	14%	11%	8%	9%	12%	11%	11%	10%
親会社株主利益	11%	15%	13%	12%	11%	15%	11%	8%	9%	12%	12%	11%	10%
配当	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-1%	-1%	-1%
自己株取得／増資	0%	1%	2%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%
それ以外の効果	3%	-4%	-3%	0%	-2%	-2%	1%	-2%	0%	1%	-1%	-0%	3%
PBRの変化	16%	14%	-11%	26%	-16%	-12%	-13%	14%	-26%	39%	1%	-2%	-2%
配当の影響(理論値)	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%	-5%	-2%	-3%	-1%
自己株取得／増資の影響(理論値)	0%	-1%	-2%	-0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%
株式市場での評価の変化(注2)	18%	17%	-8%	28%	-15%	-10%	-11%	17%	-24%	48%	4%	1%	-0%
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+BPS変化)	16%	13%	12%	14%	10%	15%	15%	9%	11%	20%	13%	14%	15%
株価変化の分解(2)EPSとPER													
EPSの変化	12%	63%	-3%	-2%	7%	44%	-16%	-18%	12%	49%	12%	11%	-32%
親会社株主利益	19%	61%	-6%	-2%	7%	44%	-16%	-18%	10%	46%	12%	10%	-32%
自己株取得／増資	0%	2%	3%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	0%
それ以外の影響	-6%	0%	0%	-0%	-0%	-0%	-0%	-0%	1%	-0%	-1%	0%	0%
PERの変化	17%	-23%	1%	42%	-15%	-32%	15%	47%	-28%	6%	-0%	-3%	62%
配当の影響(理論値)	-3%	-3%	-3%	-3%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-7%	-3%	-4%	-2%
自己株取得／増資の影響(理論値)	0%	-2%	-3%	-0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-2%	-1%	-1%	0%
株式市場での評価の変化(注2)	21%	-19%	7%	46%	-13%	-30%	20%	54%	-25%	15%	4%	2%	66%
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+EPS変化)	14%	66%	-1%	1%	9%	48%	-13%	-15%	15%	55%	15%	14%	-30%
参考資料													
ROE	10%	14%	12%	11%	11%	14%	11%	8%	8%	11%	11%	11%	10%
配当性向	24%	21%	24%	27%	27%	25%	26%	31%	32%	39%	28%	31%	9%
総還元性向	24%	33%	45%	37%	27%	25%	33%	43%	44%	55%	36%	40%	7%
DOE(配当÷自己資本)	2%	3%	3%	3%	3%	4%	3%	3%	3%	4%	3%	3%	2%

(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は完全予想ベース、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)

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成



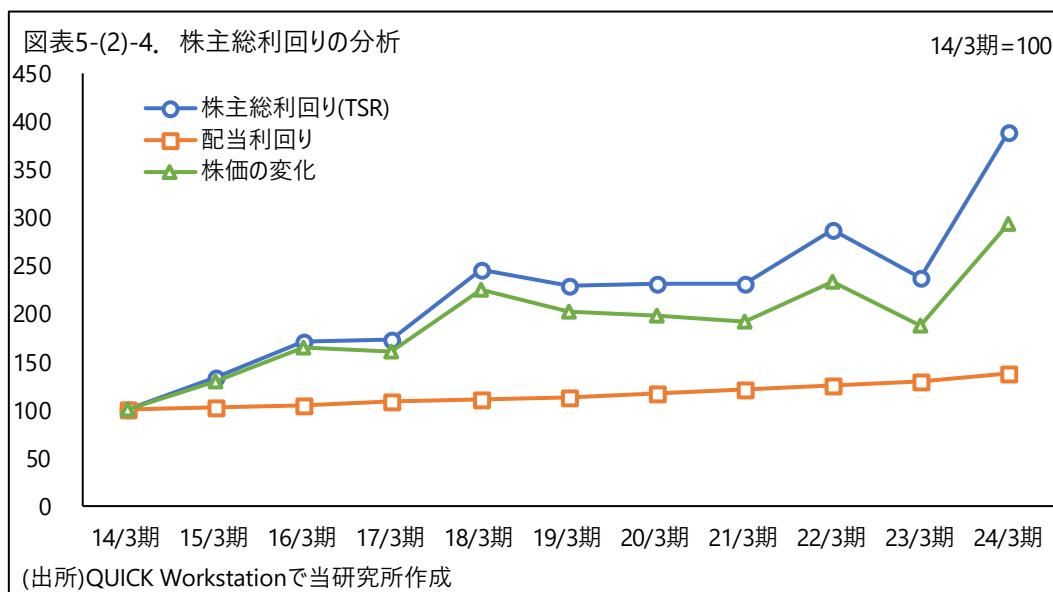
株価は、(1) $BPS \times PBR$ 、(2) $EPS \times PER$ で表せることを利用した。株価は株式市場からの評価に依存し、企業側からはコントロールしにくいものに映るが、BPS や EPS は企業業績を反映する。つまり、企業側の努力次第でコントロールできる要素といえる。

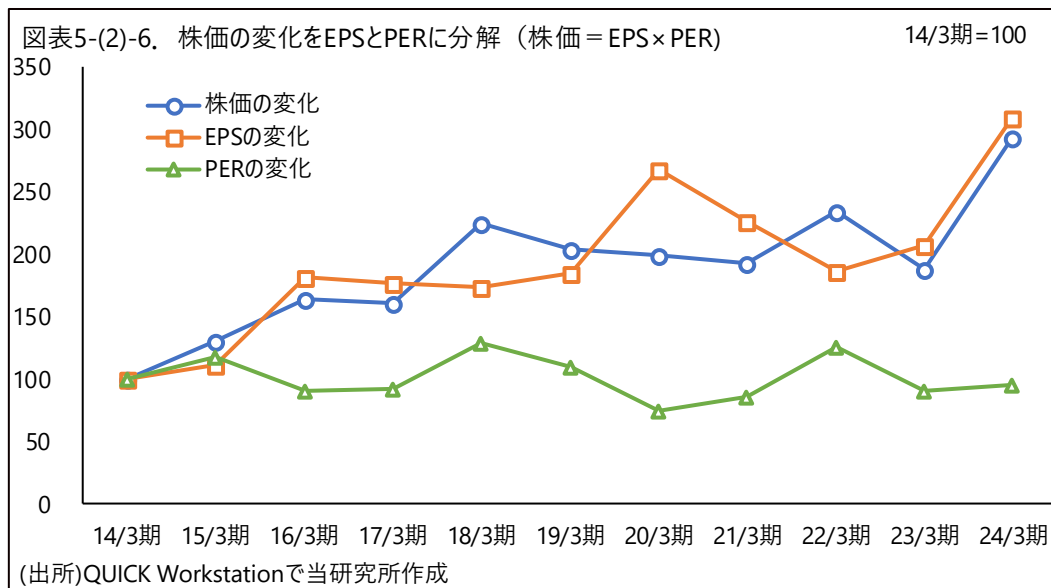
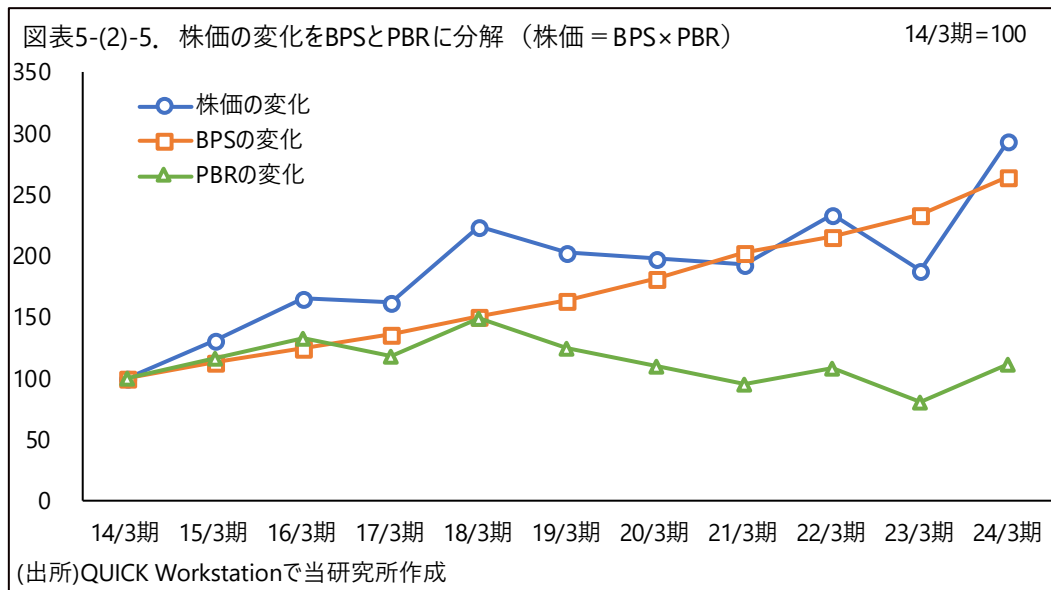
まず、(1) BPS と PBR についてみていく。BPS の変化を、親会社株主利益と配当、自己株取得を合わせたファンダメンタルの影響と、それ以外の効果に分解した。親会社株主利益は黒字であれば BPS の増加要因となる。配当を行うと BPS の減少要因となるため、無配以外はマイナスとなる。自己株取得も実施すると減少要因。それ以外の効果は、その他の包括利益累計額などファンダメンタルの影響以外で BPS に影響を与える項目であり、ここではそれ以外の効果として一括りにしている。PBR の変化は、配当の影響と自己株取得の影響を理論値として切り分け、残りを株式市場での評価の変化として捉えている。

同社の株価の変化は BPS と EPS の貢献が大きい。利益水準が高いため、EPS だけでなく、自己資本の充実にも利益が充当されていることが背景にあるようだ。

なお、配当利回りと BPS 変化を合わせてファンダメンタル・リターンと呼ぶ。ファンダメンタル・リターンは、企業が株主に提供するリターンを意味し、企業が利益をあげて配当を支払いつつ、株主の持ち分である BPS を増やすという企業活動から見たリターンといえる。

(2) EPS と PER は、(1) とほぼ同じ考え方である。EPS の変化を、主な変化要因である親会社株主利益、自己株取得の影響と、それ以外の効果に分解した。親会社株主利益は増益ならプラス、減益ならマイナスとなる (BPS と異なり、黒字でも減益ならマイナスとなることに注意)。PER の変化も、配当の影響と自己株取得の影響を理論値として切り分け、残りを株式市場での評価の変化として捉えている。ファンダメンタル・リターンは、配当利回りと EPS 変化の合計で表す。





(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。



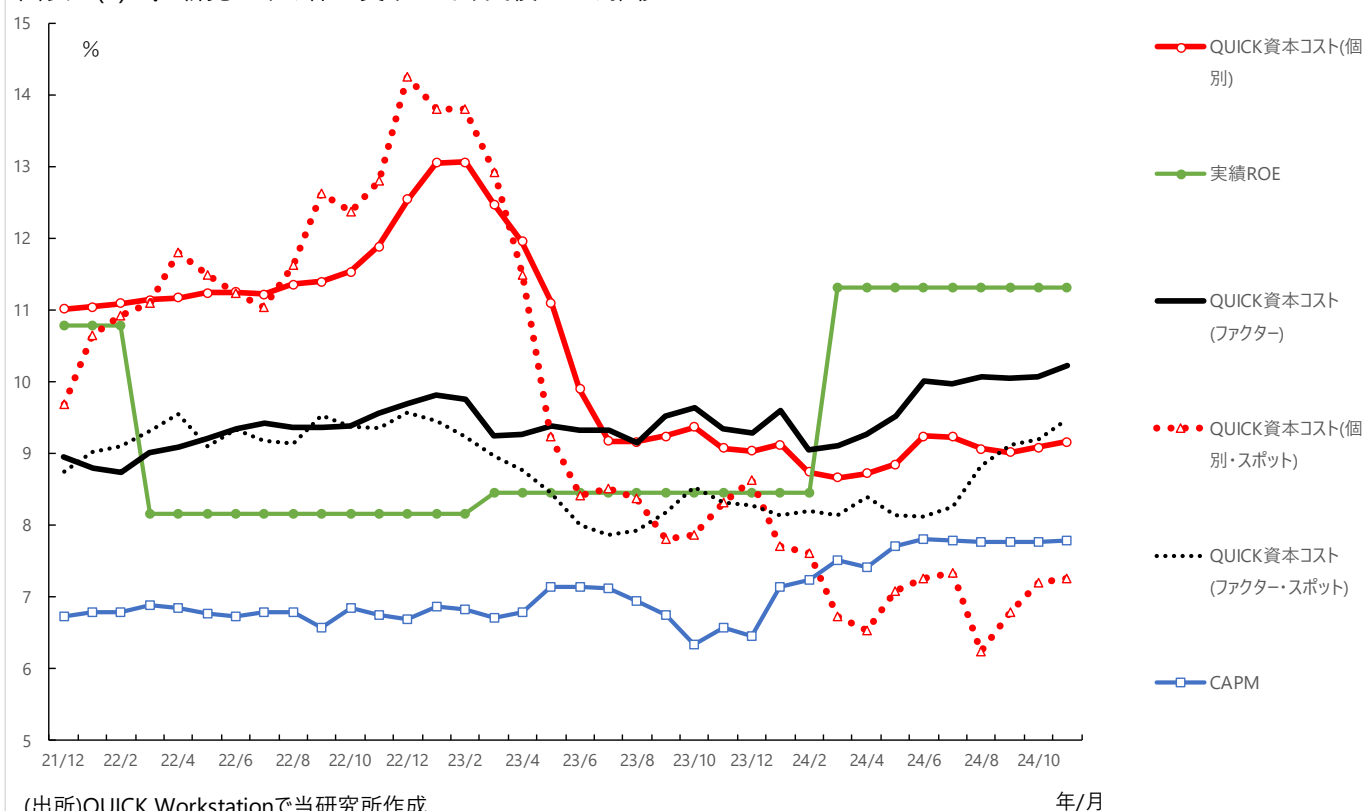


CAPM や QUICK 株主資本コストを示したが、これらの資本コストは推計値に過ぎない。

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。

以上に示してきたように、株主資本コストは様々な計測方法があるが、同社の ROE は図表 5-(3)-1 にあるように、24 年 3 月以降は当研究所で提示した方法の株主資本コストを超えている。良好な水準を確保しているといえそうだ。

図表5-(3)-1. 新晃工業の株主資本コスト、実績ROEの推移



図表5-(3)-2. 新晃工業の要因・期間別のQUICK株主資本コスト

要因	期間	中長期	直近
		過去36カ月の市場価値	計算日前日の市場価値
市場全体		10.23%	9.48%
個別銘柄		9.17%	7.26%

(注)データは24年11月末を基に計算

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成





6. 当面の業績動向

産業空調、データセンター向け空調が好調に推移

(1) 24/3 期通期の業績実績～16%増収、44%営業増益

24/3 期通期の連結業績は、売上高が 519 億円(前期比 16%増)、営業利益が 86 億円(同 44%増)。製造拠点の国内回帰を背景に、産業空調を中心とした投資が続いたほか、AI やクラウドサービスの拡大を見据えたデータセンターへの投資が広がるなど、良好な環境が持続したことが背景。産業向け・データセンター向けなど 5 つの重点ターゲットに対する販売が順調に進捗。製品・サービスの付加価値向上に努めたほか、価格改定効果もあり、営業利益は国内を中心に大きく伸長した。

(2) 25/3 期上期の業績実績 ★UPDATED

25/3 期上期の連結業績は、売上高が前年同期比 8.6%増の 242 億円、営業利益が同 40.9%増の 36 億円。売上高は上期計画比 4.3%増、営業利益は同 27.2%増だった。製造拠点の国内回帰による産業空調の需要やデータセンターのサーバー冷却向け空調機器の需要などで、市場環境が堅調だったことが背景。

なお、四半期毎の連結業績をみると、2Q3 カ月は 1Q3 カ月に比べ落ち込んだように見えるが、3(3)で示した SSA プロジェクトの生産平準化によるものだ。引き合い自体は強かったが、SSA プロジェクトの成果により適正な生産・受注水準を導き出し実行したと、会社側ではしている。

図表6-(2)-1. 25/3期四半期別業績 (百万円、%)

		25/3期			
		1Q3カ月		2Q3カ月	
		金額	前年同期比 増減率	金額	前年同期比 増減率
売上高	日本	10,779	28.6	10,721	3.9
	アジア	876	▲ 41.6	1,837	▲ 12.4
	調整額	▲ 10	—	▲ 2	—
	連結計	11,651	17.9	12,550	1.1
営業利益	日本	1,985	119.6	1,667	5.7
	アジア	▲ 35	赤字転落	▲ 77	赤字転落
	調整	8	▲ 11.1	22	83.3
	連結計	1,958	111.2	1,603	0.2

(注)売上高は内部売上高を含むベース

(出所)決算資料で当研究所作成

(3) 25/3 期の業績計画 ★UPDATED

上期の好調を受け、25/3 期通期の連結業績計画は、売上高が 540 億円→550 億円(前期比 6%増)、営業利益が 91 億円→95 億円(同 10%増)。国内の好調な需要を背景に、上期・下期の生産平準化に取り組





んだほか、データセンター向けの案件の獲得、製品・サービスの付加価値向上に努めた成果で、売上高および営業利益は過去最高の見通し。

なお、25/3 期通期連結業績予想だが、下期だけでみると、営業利益は従来予想比で約 3.6 億円減少している(図表 6-(3)-2)。この理由は、上期のアジアセグメントの利益率低下を受け、アジアの下期利益を見直したと、加えて、国内では、上期実績を鑑み、下期の物量を生産キャパシティの範囲内でコントロールする生産平準化を、SSA プロジェクトに基づき実施するためだ。中長期的な成長につながる取り組みにリソースを配分することを目的としている。会社側では、25/3 期連結業績見通しは、中期経営計画の成長ペースを上回って推移する見込みとしている。

図表6-(3)-1. 営業利益の要因分析 (百万円)

	24/3期 実績	25/3期 計画
前期実績営業利益	5,998	8,627
要因	売上増による利益増	1,124
	売上総利益率上昇	776
	販管費の増加	-1,027
当期実績・計画営業利益	8,627	9,500

(注1)前期実績営業利益は24/3期実績欄なら23/3期

(注2)当期実績・計画営業利益は24/3期実績欄なら24/3期

(出所)会社資料で当研究所作成

図表6-(3)-2. 25/3期予想の上期・下期内訳

(単位：百万円、%)

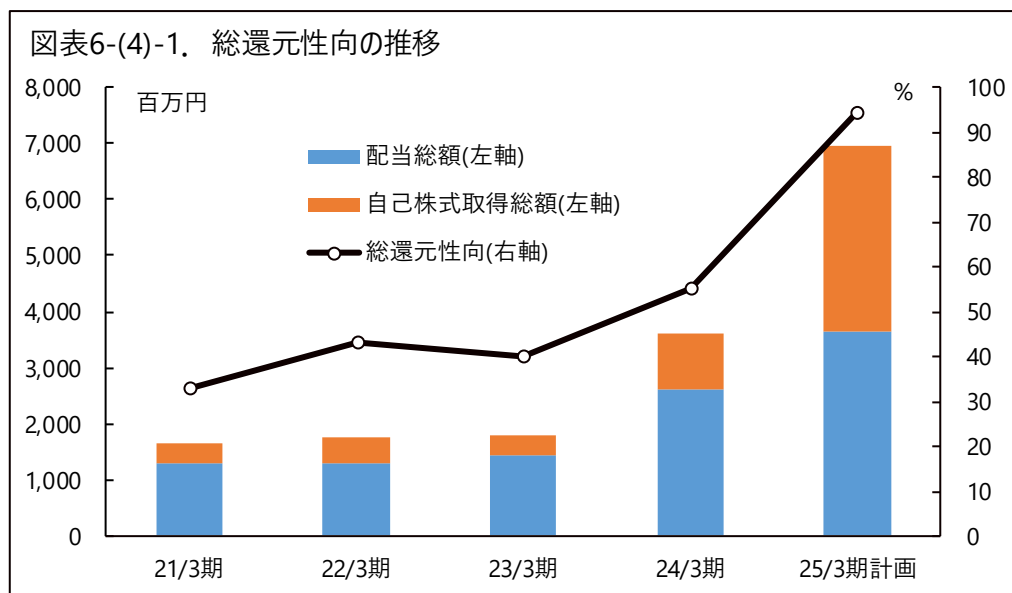
		下期			通期		
		従来予想 (5/14発表)	修正予想 (11/12発表)	増減額	従来予想 (5/14発表)	修正予想 (11/12発表)	増減額
2025年3月期 (下期・通期は 予想数値)	売上高	30,800	30,799	△ 1	54,000	55,000	1,000
	売上総利益	12,400	12,090	△ 310	20,700	21,000	300
	売上総利益率	40%	39%	-1%	38%	38%	0
	営業利益	6,300	5,939	△ 361	9,100	9,500	400
	営業利益率	20%	19%	-1%	17%	17%	0

(出所)会社資料

(4) 株主還元 ★UPDATED

中期経営計画において、配当性向 50%(D0E3.5%を下限)を目標として株主還元の強化を図るとしている。25/3 期の配当は、業績予想の上方修正に伴い、従来予想比 15 円増の 1 株あたり 150 円を予定(株式分割を考慮しない場合の予想金額)。





株主優待		
	保有株式数	優待内容
1年以上継続保有	100株以上1000株未満 1000株以上	図書カード1000円相当 カタログギフト5000円相当

(注1) 予想通りに配当を実施。24年5月14日決議の自己株式取得上限額である33億円全額取得できた場合

(注2) 総還元性向は24年9月末時点での発行済株式数(自己株式除く)をもとに計算

(注3) 株主優待は株式分割を考慮しない場合の予想金額

(出所) 会社資料で当研究所作成

(5) 業績動向をみる上でのポイント ★UPDATED

足元の業績を牽引するデータセンターや半導体関連の設備投資は順調。現時点でリスクを挙げるとすれば、建設業・物流業の動向。新晃工業の空調機器はゼネコン・サブコンへの製品納入が中心であり、ゼネコンやサブコンの動向に左右されやすい。建設業や物流業で進められている働き方改革がマイナスの方向で働き、業績面で影響が出てくると、新晃工業の取り扱い製品・サービスの価格、輸送コストなどへの影響が懸念される。中国の景気動向も懸念材料。売上・利益規模は依然小さいため、業績面での懸念はあまり大きくないとみている。なお、中国での販売に頼るだけでなく、中国で生産した製品を日本やASEANで販売するなどの施策にも取り組んでいる。

なお、図表6-(5)-1に過去の会社計画と実績について示した。20/3期以降は、超過達成が続く。事業環境の好調継続に加え、会社の慎重な姿勢も一因と思われる。





図表6-(5)-1. 過去の会社計画と実績の比較

期・計画・実績 \ 金額・判定		金額(百万円)				判定(注を参照)			
		売上高	営業利益	経常利益	純利益	売上高	営業利益	経常利益	純利益
15/3期	期初計画	39,000	4,700	4,900	2,900				
	上期決算発表時の計画	39,000	4,700	4,900	2,900	○	○	○	○
	実績	39,189	4,252	4,636	2,610	◎	×	×	×
16/3期	期初計画	40,000	4,500	4,800	2,800				
	上期決算発表時の計画	40,000	4,500	4,800	2,800	○	○	○	○
	実績	41,462	6,033	6,411	4,199	◎	◎	◎	◎
17/3期	期初計画	41,000	5,500	5,900	3,750				
	上期決算発表時の計画	41,000	5,500	5,900	3,750	○	○	○	○
	実績	38,578	5,502	5,669	3,964	×	◎	×	◎
18/3期	期初計画	41,000	5,600	6,000	4,000				
	上期決算発表時の計画	41,000	5,600	6,000	4,000	○	○	○	○
	実績	40,416	5,480	5,714	3,891	×	×	×	×
19/3期	期初計画	41,500	5,800	6,000	4,000				
	上期決算発表時の計画	41,500	5,800	6,000	4,000	○	○	○	○
	実績	40,974	5,376	5,777	4,155	×	×	×	◎
20/3期	期初計画	42,000	6,500	6,750	4,390				
	上期決算発表時の計画	42,800	7,700	7,900	5,150	◎	◎	◎	◎
	実績	44,263	9,008	9,526	5,996	◎	◎	◎	◎
21/3期	期初計画	—	—	—	—				
	上期決算発表時の計画	38,300	4,950	5,250	3,700				
	実績	39,177	6,565	6,997	5,021	◎	◎	◎	◎
22/3期	期初計画	41,500	5,200	5,600	3,800				
	上期決算発表時の計画	41,500	5,200	5,600	3,800	○	○	○	○
	実績	41,964	5,712	6,048	4,097	◎	◎	◎	◎
23/3期	期初計画	43,000	5,750	6,100	4,180				
	上期決算発表時の計画	43,000	5,750	6,100	4,180	○	○	○	○
	実績	44,805	5,998	6,540	4,514	◎	◎	◎	◎
24/3期	期初計画	46,500	6,300	6,700	4,600				
	上期決算発表時の計画	50,000	7,100	7,420	5,320	◎	◎	◎	◎
	実績	51,943	8,627	9,120	6,580	◎	◎	◎	◎
25/3期	期初計画	54,000	9,100	9,500	6,800				
	上期決算発表時の計画	55,000	9,500	10,000	7,350	◎	◎	◎	◎
	実績								

(注1)◎は期初計画に比べ上期決算発表時が増額、実績が上期決算発表時に比べ上振れ

(注2)○は期初計画に比べ上期決算発表時の修正なし、実績が上期決算発表時と同額

(注3)×は期初計画に比べ上期決算発表時が減額、実績が上期決算発表時に比べ下振れ

(出所)決算短信などで当研究所作成





7. 主な非財務情報

(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

東証が要請する「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に対し、同社は 24 年 6 月に発行したコーポレートガバナンス報告書において、以下のように開示している。

『当社は、23 年 3 月に東京証券取引所から公表された「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を踏まえ、23 年 11 月に当社グループ中期経営計画「move.2027」を公表しました。

既存市場における更なる収益性の向上と新市場での挑戦に対する成長投資を行うとともに、配当性向の引き上げや自己株取得などの株主還元強化を進め ROE10%以上を目指す資本コスト経営を推進いたします。また、これらの施策によって価値創造ストーリーを実現し PBR1 倍を通過点とした一層の企業価値向上を目指してまいります。』

(2) コーポレートガバナンス体制

同社の企業統治体制は監査等委員会設置会社であり、経営方針等の重要事項に関する意思決定機関および監督機関として取締役会、経営の監査・監督機関として監査等委員会を設置するとともに、迅速な事業経営を推進するため執行役員制度を採用している。取締役会は 13 名(社内 7 名、社外 6 名)で構成され、そのうち監査等委員が 5 名(社外 3 名)、独立社外取締役は 6 名(1/3 以上)である。また、取締役の多様性の観点では、女性取締役が 3 名である(図表 7-(2)-1)。

代表取締役は 2 名。代表取締役社長兼社長執行役員の末永聡氏(1962 年 3 月生まれ)は、1984 年 4 月に同社入社。入社以来、国内および海外の営業部門に携わり、20 年 6 月から現職を務める。代表取締役副社長兼副社長執行役員の青田徳治氏(1962 年 3 月生まれ)は、現三菱 UFJ 銀行での勤務を経て、2014 年 2 月に同社入社。15 年 6 月に取締役に就任し、20 年 6 月より現職を務める。



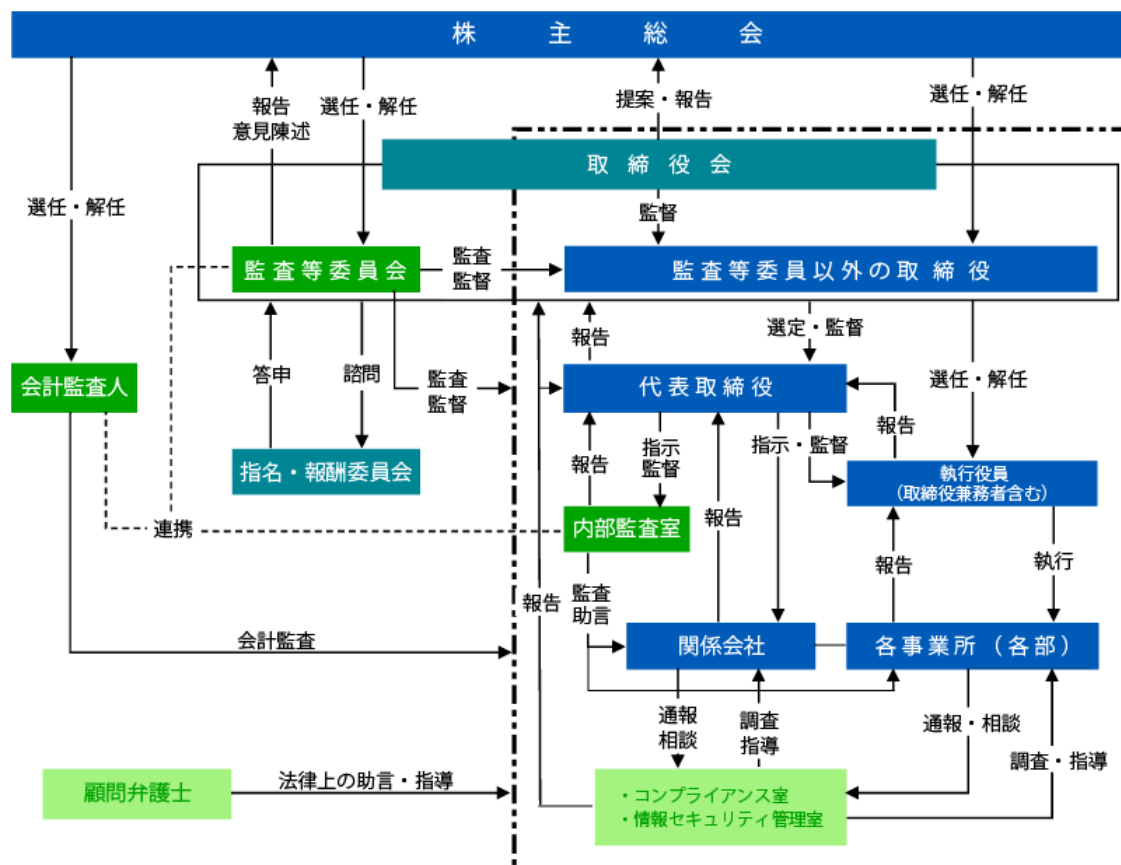


図表7-(2)-1. コーポレートガバナンス体制、取締役・監査役の状況

組織	組織形態	監査等委員会設置会社
取締役(監査等委員除く)	定款上の取締役の員数	10名以内
	定款上の取締役の任期	1年
	取締役会の議長	社長
	取締役の人数	8名(女性2名)
	社外取締役の人数	3名
	社外取締役のうち独立役員の人数	3名
	取締役へのインセンティブ付与	業績連動報酬制度を導入
監査等委員	定款上の監査等委員の員数	5名以内
	監査等委員の人数	5名(女性1名)
	社外監査等委員の人数	3名
	社外監査等委員のうち独立役員の人数	3名
独立役員	独立役員の人数	6名
その他	買収防衛策の導入の有無	なし

(出所)有価証券報告書(24/3期)、コーポレートガバナンス報告書(24年6月発行)で当研究所作成

図表7-(2)-2. コーポレートガバナンス体制の概略図



(出所)新晃工業HP





(3) サステナビリティの取り組み ★UPDATED

(A) サステナビリティの考え方

同社は、空気調和(AIR CONDITIONING)を提供する企業として、これからの未来に責任を持ち「CONDITIONING FUTURE」というスローガンのもと、サステナビリティを重視した経営を推進している。

社会的課題の解決による持続可能な社会の実現への貢献とともに、変化の激しい時代に対応できるレジリエンスを備えた組織づくりに努め、企業価値の向上を実現していく方針である。

～新晃グループの ESG 基本方針～

- ・環境保全および環境負荷低減に取り組み、社会の発展に貢献します。
- ・顧客への信頼と満足の提供のため、高品質の製品・サービスを提供します。
- ・取引先への信頼と満足の提供のため、相互の発展に向けての協力関係の構築に努めます。
- ・株主・投資家への信頼と満足の提供のため、適正な利益還元と情報開示に努めます。
- ・従業員の信頼と満足の提供のため、公平に処遇し、働きやすい職場づくりに努めます。

(B) サステナビリティ推進体制

同社では、社長を委員長とし、グループ全体から選任した「ESG/CSR 担当社員」で構成されたサステナビリティ委員会を設置している。同委員会にて、サステナビリティに関する方針の策定、具体的な取り組み課題と実行計画の立案、目標の設定、進捗状況の管理を行っている。これらの内容は取締役会に報告され、重要な課題については取締役会の決議を経て、全社に展開するなど、取締役会が適切に監督する体制となっている。

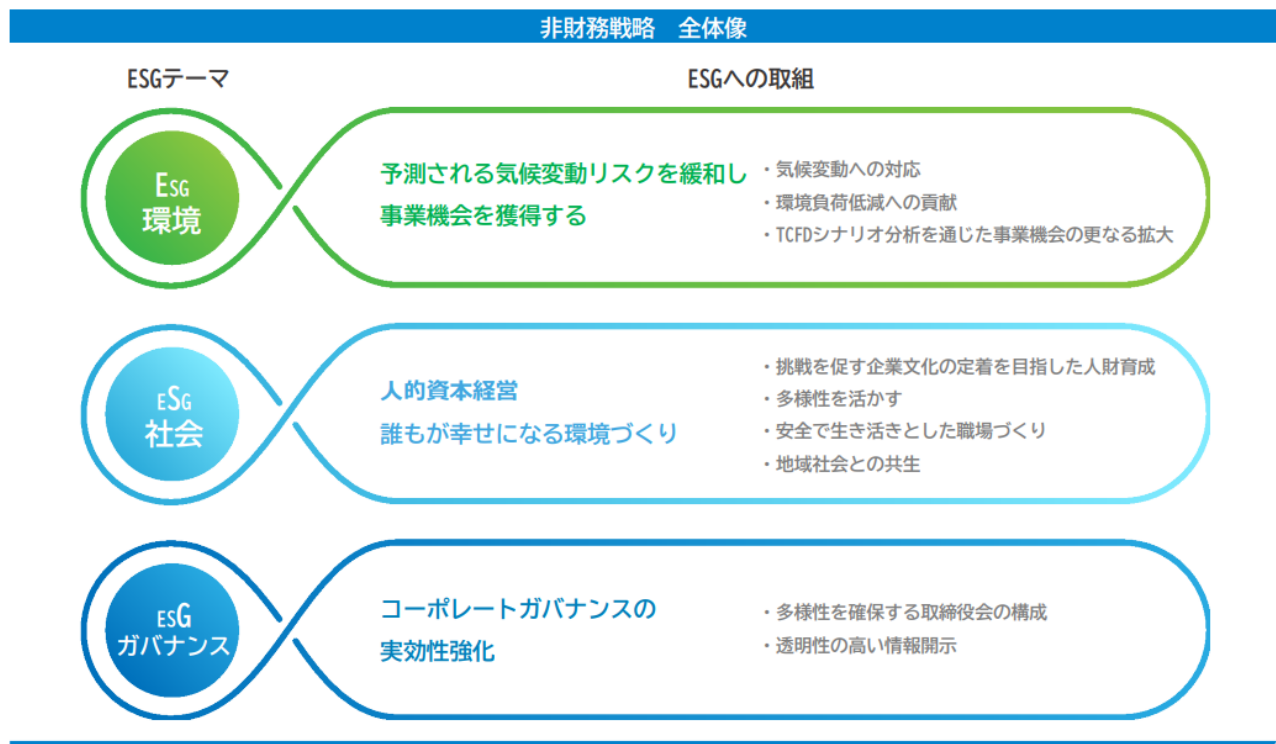
(C) 戦略

同社は、前中期経営計画「move.2025」において、取り組むべき ESG テーマをマテリアリティ(重要課題)として特定し、具体的なアクションプランを定めて取り組みを推進してきた。23 年 11 月に新たに公表した中期経営計画「move.2027」において、ESG を軸とした非財務戦略を推進する方針で、マテリアリティと中長期目標およびアクションプランをもとに、PDCA(計画・実行・評価・改善)サイクルを回し、持続可能な社会の実現と企業価値の向上を図っていく。





図表7-(3)-1. 中期経営計画「move.2027」の非財務戦略 全体像



(出所)会社資料

(D) 環境への取り組み

同社は『脱炭素推進による気候変動への対応』を重要な経営課題と認識し、中期経営計画「move.2027」において、省エネ性に優れた製品の開発や使用材料の削減、エネルギー資源の有効活用などに取り組んでいる。これらの事業活動および製品を通じた環境負荷低減の取り組みにより、持続可能社会の実現に貢献する方針である。

◇気候変動への対応

気候変動への対応においては、23/3 期に 31/3 期目標である CO₂ 排出量 50%削減(20/3 期比)を前倒しで達成した。灯油を使用し加熱する製造設備の電気式への切り替えや、CO₂ フリー電力への切り替えなどを実施し、CO₂ 排出量は前期比 57%削減の 1,681tCO₂、KPI(数値目標)の基準期である 20/3 期比では 53%削減となった。24/3 期においても、CO₂ フリー電力への切り替えを順次進めるなど、CO₂ 排出量削減に取り組み、前期比 34%削減の 1,108tCO₂、20/3 期比 69%削減と、さらなる削減を達成。今後も引き続き、ESG マテリアリティのひとつである『2050 年までに CO₂ 排出量実質ゼロ』の実現に向け、CO₂ 排出量削減に引き続き取り組んでいく方針である。



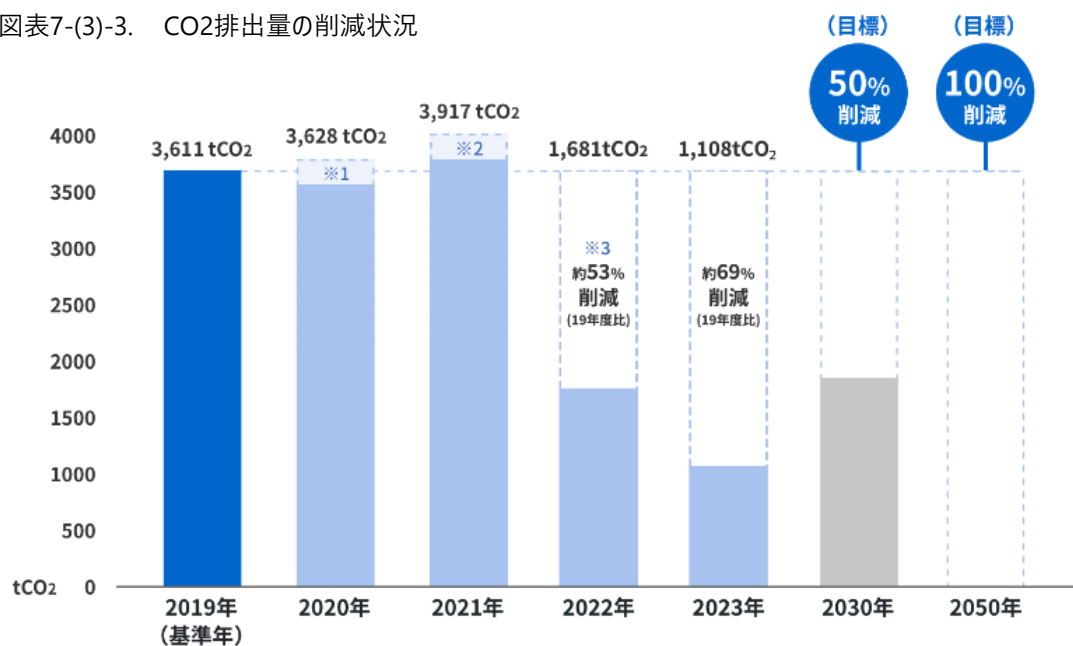


図表7-(3)-2. 気候変動への対応

テーマ	内容	中長期目標および進捗
事業消費電力のCO ₂ フリー電力への切替	同社事業活動におけるCO ₂ 排出の多くを占める電力の使用について、CO ₂ フリー電力への切替を進める	2030年度目標：全切替 23/3期実績：一部拠点を除きCO ₂ フリー電力への切替完了
CO ₂ を排出する燃料使用量の削減	CO ₂ を排出する各種燃料について、代替熱源として電気式による加熱への切り替えを推進し、燃料使用削減を進める	灯油を使用し加熱する製造設備について、電気式ヒーターに更新を完了
輸送に関わる環境負荷低減	輸送の効率化や積載効率を念頭に置いた製品設計等、上流から下流まで物流面において環境負荷の低減を目指した取り組みを進める	輸送効率化を目的に、一部地域へ輸送中継地点を設置し中継地点までの輸送車両の積載効率の最大化を実現 製品開発段階において、搬入時の積載性を考慮した開発を継続実施中

(出所)会社資料で当研究所作成

図表7-(3)-3. CO₂排出量の削減状況



- ※1 2020年度 … SINKO AIR DESIGN STUDIO稼働開始および神奈川工場北エリア取得による増加
※2 2021年度 … SINKO AIR DESIGN STUDIOの稼働、神奈川工場オフィス棟稼働開始および北エリア稼働による増加
※3 2022年度 … 製造過程において灯油を使用し加熱する設備の電気式への切り替えやCO₂フリー電力への順次切り替え等による減少

(出所)新晃工業HP





◇製品を通じた環境負荷低減への貢献

同社の主力製品である AHU は、熱の搬送に地球温暖化係数(GWP)の高いフロンガスを使用せず、自然冷媒である冷温水を利用するため、「環境にやさしい」という特徴を持つ。地球温暖化など気候変動の問題は、顧客の購買行動に影響を与えており、気候変動に対応することは同社にとってビジネスチャンスとなり得る。同社においては、業界最高水準の省エネ性を有する高効率ファンコイルや、低 GWP フロンを採用したヒートポンプ AHU など、脱炭素・省エネ強化に寄与する製品の開発に注力しており、これらの製品を通じて環境負荷の低減に貢献する方針である。

このほか、製品の使用材料の削減やリサイクル材料の使用、CO₂ フリー電力による製品生産など、製造過程における環境負荷低減対策についても推し進めていく。

◇TCFD 提言に基づく気候関連情報の開示

同社は、2022 年に TCFD(気候変動関連財務情報開示タスクフォース)提言への賛同を表明。また、TCFD 提言に沿った気候変動のシナリオを分析し、それぞれの対応策を策定している。

同社が特定した重要なリスクと機会およびシナリオ分析の主な結果は以下の通りである。なお、シナリオ分析に当たっては、脱炭素社会への移行を想定する 1.5℃/2℃シナリオおよび経済活動を優先する 4℃シナリオを採用している。

図表7-(3)-4. TCFD提言に基づくシナリオ分析と対応策

<1.5℃/2℃シナリオ>

リスク/機会の タイプ	重要なリスク/機会	シナリオ分析の結果に基づく 事業への影響 (重要なリスク/機会の説明)	時期	営業利益への インパクト	対応策
移行リスク (市場)	原材料コストの上昇	炭素税導入等により原材料の調達コストが増加した際、コスト増につながる	中長期	中 7.5億円減少	・製造の省エネ化・効率化 ・調達価格を安定化させるための代替手段の検討
機会 (製品/サービス)	顧客のGHG削減・省エネに寄与する製品の需要増(水冷媒)	GHG排出規制/フロン利用に関する規制が強化され、「水」冷媒製品の需要増が見込まれる	中長期	大 21億円増加	・空調設備の省エネ性能強化/技術開発

<4℃シナリオ>

リスク/機会の タイプ	重要なリスク/機会	シナリオ分析の結果に基づく 事業への影響 (重要なリスク/機会の説明)	時期	営業利益への インパクト	対応策
物理リスク (急性)	風水害の激甚化による事業停止リスク	気候変動により台風や洪水等の風水害リスクが上昇し、販売拠点が被災すると、営業活動が困難になりビジネス機会を逃す	中長期	小	・調達・製造のBCP強化

(出所)有価証券報告書(24/3期)で当研究所作成





(E) S:人的資本経営

◇ダイバーシティの推進

同社は、多様なバックグラウンドを持つ人材が活躍しており、社員一人一人がお互いを認め合い、新たな価値創造を目指すダイバーシティ経営を推進。社内公募にて、性別、国籍、年齢にとらわれず選ばれたメンバーで構成された「ダイバーシティ推進委員会」を設置し、同委員会にて「企業の中核人材における多様性の確保や人材育成方針、社内環境整備方針」における施策を立案し、実行している。

同社では、育児と仕事の両立を経験した他社の女性管理職による座談会を開催するなど、女性総合職のキャリアアップのための環境整備に取り組んでいる。大阪市が実施する、女性が働きやすい職場環境の整備に積極的に取り組み、一定の基準を満たしている企業等を認証する「大阪市女性活躍リーディングカンパニー」認証において、同社は最高位の三つ星を取得。24年2月には、特に優れた取り組みを行っている企業として「2023年度大規模企業部門優秀賞」を受賞した。





8. 大株主の状況、リスク等

(1) 大株主の状況 ★UPDATED

25/3 期半期報告書に記載されている大株主の状況は、図表 8-(1)-1 の通り。筆頭株主の明晃は、創業家である藤井家に関連し、同社取締役の藤井智明氏が代表取締役を務めている。第 4 位のダイキン工業(6367)は同社の資本業務提携先であり、相互の事業拡大や取引関係の強化を目的に株式を保有している。

図表8-(1)-1. 大株主の状況

24年9月末時点

順位	株主名 (常任代理人)	保有株式数 (千株)	保有比率 (%)
1	明晃	4,507	18.40
2	日本マスタートラスト信託銀行(信託口)	2,712	11.07
3	STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505025 (常任代理人 みずほ銀行決済営業部)	1,875	7.66
4	ダイキン工業	1,350	5.51
5	日本カストディ銀行(信託口)	945	3.86
6	NORTHERN TRUST CO.(AVFC) RE 009-016064-326 CLT (常任代理人 香港上海銀行東京支店)	796	3.25
7	三菱UFJ銀行	743	3.03
8	日本生命保険	621	2.53
9	新晃持株会	426	1.74
10	THE BANK OF NEW YORK MELLON 140042 (常任代理人 みずほ銀行決済営業部)	363	1.48
	計	14,342	58.57

(注)大株主には自己株式を除く。保有比率は自己株式を除く発行済株式数に対する保有株式の割合

(出所)半期報告書(25/3期)で当研究所作成

(2) 事業等のリスク

24/3 期有価証券報告書に記載されている事業等のリスクのうち、特に重要なリスクについては以下の通り。

経済・景気に係るリスク

同社グループの営業収入は、大規模の事務所、工場、病院、ホテル、商業施設等の建築設備投資に依存しており、国内の経済情勢、特に民間企業および公的機関による建設投資需要の影響を受ける。海外事業としては中国における収益が主な割合を占めており、同国の経済情勢等の影響を受ける。

同社グループでは、各国の経済動向を注視し、直接的に景気の影響を受けやすい民間の新築物件に依存せず、官民の更新比率を高めるほか、中小規模の建物向けの市場展開を進めることでリスク対策を講じているが、景気減退およびそれに伴う需要の縮小は、同社グループの業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。





経営戦略に係るリスク

市場競争の激化

同社グループは、国内事業が売上の約 85% を占め、主要市場である AHU 市場は、大手を含め複数の企業が競合している。また海外企業が参入してくる可能性もあり、今後とも激しい競争が予想される。

当リスクは随時発生する可能性があるため、同社グループは、個々の現場ごとへの対応力という市場要求に応える最適な組織運営を行うほか、SIMA プロジェクトを推進し、個別設計・生産の対応力をさらに強化することで圧倒的な競争力の確保を目指しているが、これらの取り組みが予測通りの成果を上げられない可能性や、価格競争の激化等で同社グループの売上高の成長が鈍化する可能性があり、これらが同社グループの業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

製品需要の変化

市場において競争優位を保持するためには、社会の需要に即した製品開発が不可欠である。同社グループは、事務所、工場等の空調機器を製造・販売する事業を行っているため、例えば省エネルギー関連法令等の改正など大規模建物に係る環境規制による市場要求等の変化に大きな影響を受ける。

当リスクは随時発生する可能性があるため、同社グループは、定期的に部門横断的な委員会を開催し、将来の社会需要および動向を予測して研究開発を進めるほか、パートナーとの共同開発によって、外部の技術も活用することで製品開発を加速させているが、予測を超える需要の変化があった場合には、同社グループの業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

原材料の価格変動

製品を構成する主要原材料は、国際的な経済情勢等の影響を受けるため、同社製品に使用される銅、アルミニウムは常に価格変動リスクを抱えている。

同社グループは、主要な原材料について先物取引を分散して行うことで、急激な価格変動など不確実性の低減に努めているが、恒久的な価格高騰や当該コストの製品価格への適切な反映など有効な対応ができない場合は、同社グループの収益性を圧迫し、業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

部品の納期遅延

世界的な半導体不足を背景に同社製品に組み込む制御機器やモーター等の納期が長期化している。サプライヤーとの情報連携を密にして在庫の確保に努めるほか、一部製品はモジュール化を進めることで調達部品点数を減らし部品調達難への対応を進めている。このほか、顧客における部品調達難が工期に影響する可能性があり、現場の情報収集と納期調整に努めている。しかしながらこれら対応が有効でない場合は、売上計上時期のずれ込みや仕掛の増加に伴う生産効率の低下が想定され、同社グループの業績および財務状況に悪影響を及





ばす可能性がある。

気候変動に係るリスク

同社グループは、TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)提言への賛同を表明している。1.5°C/2°Cシナリオと4°Cシナリオに分けて気候変動によるリスクと機会を分析し、その対応とともに同社ホームページにてTCFD提言に基づく気候関連の情報開示を行っている。気候変動がもたらす機会への対応としては、主に温室効果ガス使用量の少ないセントラル空調方式やエネルギー効率の高いヒートポンプ空調方式の拡販を推進し、リスクへの対応としては、主に炭素税導入等による原材料価格上昇に対し各種生産性向上策を進めている。これらの対応が不十分な場合には、同社グループの業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

労働力不足

国内の生産年齢人口は減少を続けており、労働者の不足・労働費の上昇は技術・製造分野で顕著になっている。またそうした背景を受け、近年の生産現場は外国人労働者が増加し、伝統的な阿吽の呼吸によるものづくりが転換期を迎えるなど、人手不足による各種影響の長期化が見込まれる。

同社グループは、SIMA プロジェクトを核にした業務プロセスのイノベーションを通じて、生産性向上と各工程の省力化を進めるなど対策に努めているが、人手不足による人件費の上昇または当該コストの製品価格への適切な反映など有効な対応ができない場合は、同社グループの収益性を圧迫し、同社グループの業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

品質クレーム

同社グループは、品質管理体制を整え、厳格な品質基準に基づいて製品を製造しているが、当リスクは随時発生する可能性があり、全ての製品について欠陥がなく、クレームによる費用が発生しないという保証はない。

同社グループは、製販の連携を深め品質管理体制を強固にすることに加え、製造物責任賠償については保険に加入しているが、大規模なクレームが発生した場合には、多額のコストや同社グループの評価に重大な影響を与え、業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

国際情勢

同社グループの海外事業は中国を中心にアジア地域で営業展開し、売上の約15%を占めている。今後、アジア地域で国際紛争、テロ事件、政情不安や大規模デモ、感染症などが発生した場合や、それらの影響による社会的混乱の拡大から従業員の活動が制限され、現地の生産もしくは工事が大幅に遅れるなど経済活動に波及する場合は、同社グループの戦略遂行に影響を与え、業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。





コンプライアンスに係るリスク

同社グループは企業倫理の確立による健全な事業活動を遂行するため、内部統制システムを整備するとともにコンプライアンス室を設置し、コンプライアンス体制の構築・維持に努めている。また法令・定款および社会規範に違反する行為の発生または発生する恐れを発見した際の相談窓口を設置し、役員・従業員への啓発活動を実施するなど、企業倫理の向上および法令順守の強化に努めている。

しかしながら、コンプライアンス上のリスクを完全には回避できない可能性があり、法令等に抵触する事態が発生した場合、同社グループの社会的信用に重大な影響を与え、その対応費用を含め同社グループの業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

情報セキュリティに係るリスク

同社グループは、事業活動を通して、顧客や取引先の営業上・技術上の機密情報を有している。同社グループでは、情報セキュリティ管理室を設置し、これら情報の取り扱いに関する規程類の整備や従業員への周知徹底を図るなど、情報セキュリティを強化している。

しかしながら、情報セキュリティ上のリスクを完全には回避できるものではなく、コンピュータウイルスの感染や不正アクセス、その他不測の事態により、これら情報が流失した場合や重要データの破壊、改ざん、システム停止などが生じた場合には、同社グループの社会的信用に重大な影響を与え、その対応費用を含め同社グループの業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

大規模災害や重大な伝染病等に係るリスク

同社グループは、セントラル空調機器メーカーとして国内で唯一、AHU の製造拠点を 2 拠点保有するなど、大規模な自然災害に際し復旧が可能となる業務体制としている。また、伝染病等への対策については、部門をチームに分け勤務エリアを分散する、出社が困難な時には遠隔操作ツールを活用して在宅勤務をするなど、事業継続計画を策定している。

しかしながら、当リスクの発生可能性を合理的に見積もることは困難であり、想定を超える規模の災害や重大な伝染病等が発生した場合、出社が制限される可能性があるほか、サプライチェーンが途絶し外部から調達している原材料などの入手ができず生産が停滞する、建築現場が閉所され製品の出荷が滞るなど製品供給に重大な影響を与え、同社グループの業績および財務状況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

通期・四半期で重要 KPI を俯瞰する

(1) 通期

図表9-(1)-1. 損益計算書を中心とした主要関連項目

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
全社計(百万円)									
受注高	23,950	23,648	25,601	29,238	24,691	24,274	29,181	31,198	37,315
生産高	36,490	33,515	35,701	35,718	39,023	34,301	37,961	40,601	47,141
売上高	41,462	38,578	40,416	40,974	44,263	39,177	41,964	44,805	51,943
受注残高	8,063	8,920	9,904	13,366	9,268	10,036	13,428	16,326	20,883
日本									
受注高	20,909	20,919	21,875	26,313	22,386	21,830	25,994	27,462	31,368
生産高	28,814	27,069	28,721	32,027	33,585	29,028	31,633	34,245	39,989
売上高	34,064	32,111	34,095	36,813	38,900	33,913	35,787	38,634	44,426
受注残高	7,403	8,622	9,535	12,050	8,735	9,380	12,464	14,737	17,815
アジア									
受注高	3,040	2,728	3,725	2,925	2,305	2,444	3,186	3,735	5,946
生産高	7,675	6,445	6,979	3,690	5,438	5,273	6,327	6,355	7,152
売上高	7,398	6,466	6,321	4,160	5,362	5,263	6,177	6,170	7,517
受注残高	659	297	368	1,315	532	655	964	1,589	3,067
営業利益(百万円)									
合計	6,033	5,502	5,480	5,376	9,008	6,565	5,712	5,998	8,627
日本	5,605	5,087	5,420	6,233	9,036	6,608	5,857	6,018	8,448
アジア	382	382	25	-894	-59	-89	78	-68	135
調整額	45	31	35	37	31	46	45	47	43
損益計算書主要項目(百万円)									
売上高	41,462	38,578	40,416	40,974	44,263	39,177	41,964	44,805	51,943
売上総利益	14,026	13,297	14,065	14,042	17,938	15,200	14,852	15,263	19,100
販売費及び一般管理費	7,993	7,795	8,584	8,665	8,929	8,635	9,139	9,265	10,473
営業利益	6,033	5,502	5,480	5,376	9,008	6,565	5,712	5,998	8,627
経常利益	6,411	5,669	5,714	5,777	9,526	6,997	6,048	6,540	9,120
税引前利益	6,446	5,843	5,838	5,872	8,440	7,326	6,048	6,622	9,561
法人税等	2,089	1,670	1,882	2,213	2,920	2,319	1,847	2,091	2,801
非支配株主利益	156	208	63	-496	-476	-13	103	16	178
親会社株主利益	4,199	3,964	3,891	4,155	5,996	5,021	4,097	4,514	6,580
対売上高構成比(%)									
売上総利益	33.8%	34.5%	34.8%	34.3%	40.5%	38.8%	35.4%	34.1%	36.8%
販売費および一般管理費	19.3%	20.2%	21.2%	21.1%	20.2%	22.0%	21.8%	20.7%	20.2%
営業利益	14.6%	14.3%	13.6%	13.1%	20.4%	16.8%	13.6%	13.4%	16.6%
その他									
法人税負担率(%)	32.4%	28.6%	32.2%	37.7%	34.6%	31.7%	30.5%	31.6%	29.3%
EPS(円)	155.71	150.05	149.12	159.52	230.06	194.25	159.12	178.62	265.11
DPS(円)	33	36	40	43	58	50	50	57	105
配当性向(%)	21.2%	24.0%	26.8%	27.0%	25.2%	25.7%	31.4%	31.9%	39.6%
BPS(円)	1,163.71	1,277.28	1,415.51	1,524.19	1,696.25	1,893.95	2,015.13	2,187.08	2,469.30

(出所)QUICK Workstationや決算資料で当研究所作成





図表9-(1)-2. 貸借対照表およびキャッシュフロー計算書の主要関連項目

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
貸借対照表の主要項目(百万円)									
流動資産	34,678	32,886	35,579	38,077	41,794	39,453	42,134	45,853	51,693
現金及び預金	11,564	12,771	13,992	15,495	17,447	13,985	14,125	14,332	17,735
受取手形・売掛金 及び契約資産	21,041	18,067	19,793	21,186	20,420	18,779	20,901	23,552	26,009
有価証券	0	0	0	0	2,000	5,000	5,000	5,000	4,999
棚卸資産	1,882	1,849	2,287	1,997	1,942	2,033	2,770	3,384	3,700
固定資産	19,738	20,102	23,514	24,093	23,313	29,547	29,912	31,673	36,344
有形固定資産	12,194	12,087	12,044	12,460	12,602	16,123	16,618	17,229	19,076
無形固定資産	1,529	1,354	1,223	1,031	913	828	874	959	1,097
資産合計	54,417	52,989	59,094	62,170	65,108	69,000	72,046	77,526	88,038
流動負債	15,451	12,247	15,159	15,150	15,252	12,355	12,682	14,656	18,455
支払手形 及び買掛金	8,961	7,270	9,270	9,056	7,262	6,822	7,807	8,585	11,113
短期有利子負債	1,862	1,647	1,446	1,249	1,619	1,397	1,130	1,137	995
固定負債	4,990	4,611	4,218	4,703	3,601	5,663	5,381	5,187	5,675
長期有利子負債	1,856	1,411	1,008	941	318	2,711	2,462	1,995	1,599
純資産	33,975	36,130	39,716	42,316	46,254	50,981	53,982	57,683	63,907
自己資本	31,161	33,344	36,857	39,722	44,213	48,933	51,587	55,158	61,089
負債純資産合計	54,417	52,989	59,094	62,170	65,108	69,000	72,046	77,526	88,038
キャッシュフロー計算書の主要項目(百万円)									
営業活動CF	4,050	5,160	5,825	3,572	7,244	5,623	3,638	4,090	8,911
税前利益	6,446	5,843	5,838	5,872	8,440	7,326	6,048	6,622	9,561
減価償却費	742	802	805	791	949	889	958	1,036	1,320
売上債権	-2,029	2,450	-1,584	-1,713	647	1,697	-1,322	-2,378	-2,177
棚卸資産	-90	-48	-419	220	35	-81	-770	-575	-242
仕入債務	929	-1,343	1,904	-18	-1,731	-455	677	659	2,360
投資活動CF	-858	-1,204	-2,873	-1,051	-3,633	-9,251	-1,217	-1,653	-2,228
FCF	3,192	3,956	2,952	2,521	3,611	-3,628	2,421	2,437	6,683
財務活動CF	-1,838	-2,221	-1,738	-957	-1,484	308	-2,299	-2,293	-3,353
配当支払	-675	-983	-967	-1,045	-1,232	-1,506	-1,296	-1,279	-1,814
自己株式の取得	-486	-842	-380			-351	-483	-551	-1,001
期末残高	11,266	12,473	13,694	15,197	17,297	13,985	14,125	14,332	17,735

(出所)QUICK Workstationや決算資料で当研究所作成





図表9-(1)-3. 収益性・安全性・成長性に関する主要関連項目

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
< ROEのデュボン分解 >									
売上高親会社株主利益率(%)	10.1%	10.3%	9.6%	10.1%	13.5%	12.8%	9.8%	10.1%	12.7%
総資産回転率(回)	0.78	0.72	0.72	0.68	0.70	0.58	0.60	0.60	0.63
総資本/自己資本(倍)	1.75	1.59	1.60	1.57	1.47	1.41	1.40	1.41	1.44
< 資産収益性 >									
ROE	14.0%	12.3%	11.1%	10.9%	14.3%	10.8%	8.2%	8.5%	11.3%
税前ROIC (運用ベース)	21.8%	21.1%	21.0%	19.5%	31.5%	21.2%	17.1%	16.4%	22.3%
税前ROIC (調達ベース)	17.3%	15.1%	13.9%	12.8%	19.5%	12.4%	10.3%	10.3%	13.5%
税前ROIC (ネット調達ベース)	25.9%	23.3%	21.6%	20.3%	31.4%	16.8%	13.9%	13.6%	18.8%
< 資産効率性 (資産は期中平均、回転期間を月表示) >									
総資産	15.32	16.70	16.64	17.76	17.25	20.54	20.17	20.03	19.12
投下資本 (運用ベース)	7.85	8.36	7.74	7.86	7.62	9.12	9.19	9.36	8.70
投下資本 (調達ベース)	9.81	11.09	11.24	11.90	11.94	15.19	15.48	15.20	14.09
ネット投下資本 (調達ベース)	6.64	7.30	7.27	7.58	7.47	10.38	11.46	11.39	10.39
手元流動性	3.17	3.78	3.97	4.32	4.74	5.89	5.45	5.15	4.86
売上債権	5.84	6.08	5.62	6.00	5.64	6.00	5.67	5.95	5.72
棚卸資産	0.53	0.58	0.61	0.63	0.53	0.61	0.69	0.82	0.82
棚卸資産 (売上原価ベース)	0.80	0.89	0.94	0.95	0.90	0.99	1.06	1.25	1.29
買入債務	2.49	2.52	2.46	2.68	2.21	2.16	2.09	2.20	2.28
運転資本	3.88	4.14	3.78	3.94	3.96	4.46	4.27	4.58	4.27
有形・無形固定資産	3.97	4.22	3.96	3.92	3.66	4.67	4.92	4.78	4.43
< 財務安全性 >									
有利子負債(百万円)	3,721	3,059	2,454	2,198	1,947	4,122	3,602	3,140	2,594
ネット有利子負債(百万円)	-7,846	-9,713	-11,538	-13,305	-15,510	-9,877	-10,533	-11,200	-15,141
ネットD/Eレシオ(倍)	-0.25	-0.29	-0.31	-0.33	-0.35	-0.20	-0.20	-0.20	-0.25
自己資本比率(%)	57.3%	62.9%	62.4%	63.9%	67.9%	70.9%	71.6%	71.1%	69.4%
< 成長性 >									
売上高	6%	-7%	5%	1%	8%	-11%	7%	7%	16%
営業利益	42%	-9%	-0%	-2%	68%	-27%	-13%	5%	44%
投下資本 (運用ベース)	4%	-6%	-0%	6%	4%	8%	8%	10%	6%
運転資本	9%	-9%	1%	10%	7%	-7%	13%	16%	1%
固定資産	0%	-2%	-1%	2%	0%	25%	3%	4%	11%

(注1)投下資本(運用ベース) = 売上債権 + 棚卸資産 - 買入債務 + 有形・無形固定資産

(注2)投下資本(調達ベース) = 自己資本 + 有利子負債

(注3)ネット投下資本(調達ベース) = 自己資本 + 有利子負債 - 金融資産

(出所)QUICK Workstationや決算資料で当研究所作成





(2) 四半期 ★UPDATED

図表9-(2)-1. 損益計算書を中心とした主要関連項目(四半期ベース)

	23/3期		24/3期		25/3期			
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
外部売上高(百万円)								
日本	10,388	12,189	8,383	10,319	12,124	13,600	10,779	10,721
アジア	2,259	2,059	1,495	2,092	1,873	2,057	871	1,829
連結計	12,646	14,249	9,879	12,411	13,996	15,657	11,651	12,550
営業利益(百万円)								
日本	1,924	2,604	904	1,577	2,791	3,176	1,985	1,667
アジア	-127	115	13	11	23	88	-35	-77
調整額	11	11	9	12	12	10	8	22
合計	1,809	2,730	927	1,600	2,826	3,274	1,958	1,603
売上高営業利益率(%)								
日本	18.5%	21.4%	10.8%	15.3%	23.0%	23.4%	18.4%	15.5%
アジア	-5.6%	5.6%	0.9%	0.5%	1.2%	4.3%	-4.0%	-4.2%
損益計算書主要項目(百万円)								
売上高	12,646	14,249	9,879	12,411	13,996	15,657	11,651	12,550
売上原価	8,358	8,963	6,557	8,297	8,490	9,499	7,054	8,236
売上総利益	4,288	5,285	3,322	4,113	5,507	6,158	4,596	4,314
販売費及び一般管理費	2,480	2,555	2,395	2,513	2,680	2,885	2,638	2,711
営業利益	1,809	2,730	927	1,600	2,826	3,274	1,958	1,603
営業外収益	155	73	218	92	193	99	300	154
営業外費用	26	28	17	31	25	36	28	80
経常利益	1,938	2,775	1,128	1,661	2,994	3,337	2,230	1,677
特別利益	0	162	0	264	176	0	47	644
特別損失	58	23	0	0	0	0	0	0
税引前利益	1,879	2,916	1,128	1,925	3,171	3,337	2,277	2,322
法人税等	685	819	352	593	989	867	705	673
非支配株主利益	-58	104	18	19	51	90	9	73
親会社株主利益	1,253	1,991	757	1,313	2,131	2,379	1,562	1,576
対売上高構成比(%)								
売上総利益	33.9%	37.1%	33.6%	33.1%	39.3%	39.3%	39.4%	34.4%
販売費及び一般管理費	19.6%	17.9%	24.2%	20.2%	19.1%	18.4%	22.6%	21.6%
営業利益	14.3%	19.2%	9.4%	12.9%	20.2%	20.9%	16.8%	12.8%
その他								
法人税負担率(%)	36.5%	28.1%	31.2%	30.8%	31.2%	26.0%	31.0%	29.0%
投下資本(運用ベース、百万円)	33,797	36,539	35,396	34,858	38,106	38,769	37,724	32,558
投下資本(調達ベース、百万円)	56,153	58,290	58,926	59,368	60,324	63,683	63,978	63,152
ネット投下資本(調達ベース、百万円)	36,533	38,958	39,894	37,585	40,160	40,949	42,511	41,908

(注1)投下資本(運用ベース) = 売上債権 + 棚卸資産 - 買入債務 + 有形・無形固定資産

(注2)投下資本(調達ベース) = 自己資本 + 有利子負債

(注3)ネット投下資本(調達ベース) = 自己資本 + 有利子負債 - 金融資産

(出所)QUICK Workstationや決算資料で当研究所作成





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）

本文の株主総利回り(TSR：Total Shareholder Return)の分析に関する補足解説を行う。この解説は、完全資本市場を仮定するファイナンス理論に基づいている。また、本分析においては以下の文献を参考に行っている。山口勝業、「わが国産業の株式期待リターンサプライサイド推計」、証券アナリストジャーナル（2005.9）

また、図表 A1-1 には、仮想企業における配当、自己株取得による各種指標への影響シミュレーションを示している（PBR=2 倍、1 倍、0.5 倍のケース別）。

$$\text{株主総利回り (TSR)} = \text{配当インカム・リターン} + \text{キャピタル・リターン (株価変動リターン)}$$

株価変動によるキャピタル・リターンは、以下の（A）と（B）の 2 通りに分解できる。

$$\text{(A) キャピタル・リターン} = \text{BPS 成長率} \times \text{PBR 変動率 (株価} = \text{BPS} \times \text{PBR)}$$

$$\text{(B) キャピタル・リターン} = \text{EPS 成長率} \times \text{PER 変動率 (株価} = \text{EPS} \times \text{PER)}$$

ファイナンス理論に基づく、株価は配当によって配当分だけ下落する（配当落ち）。また、株価は自己株取得によって影響を受けない（株式価値に中立）。

配当は BPS、自己株取得は BPS と EPS に影響する。また、上記の株価変化の想定の下で、PBR、PER にも影響する。以下、影響度についてまとめてみる。

（A）株価変動を BPS と PBR に分けるケース

$$\text{(A) 株主総利回り (TSR)} = \text{配当インカム・リターン} + (\text{BPS 成長率} + \text{PBR 変動率})$$

配当、自己株取得による株主総利回り（TSR）、その構成要素への影響について考える。

① 配当による影響

（a） 配当利回り

- ・配当支払いによって配当インカム・リターンは上昇する。
- ・配当インカム・リターンは、配当利回り（配当÷株価）である。

（b） BPS

- ・配当により BPS は減少する。減少率は、配当÷BPS（=DOE、株主資本配当率）である。
- ・配当利回りが DOE に比べて低い場合は（=PBR が 1 倍超）、（A）式における「配当インカム・リターン+BPS 成長率」（ファンダメンタル・リターン）が低下する。その低下分だけ、理論値での PBR が上昇し、株主総利回り（TSR）は不変である。その逆の場合は（=PBR が 1 倍未満）、そのファンダメンタル・リターンが上昇し、PBR が低下し、株主総利回り（TSR）は不変となる。

（c） PBR

- ・PBR は株価÷BPS で、分母の BPS は上記（b）のように減少する。





- ・また、分子である株価は市場で変動し、それによっても PBR が変化する。この PBR の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。
- ・PBR の変化のうち、「株式市場での評価の変化」をより厳密に捉えるために、「PBR の変化に含まれるファイナンス理論に基づく変化（理論値）」と、「それ以外の変化」に分けることを試みる。「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。
- ・ファイナンス理論に基づく PBR の変化（理論値）とは、株価は配当分だけ下落すると想定し（配当落ち）、その場合の PBR の変化である。計算は、以下の通り。
- ・PBR への影響は、分子である株価の配当による減少率（配当利回り）と分母である BPS の配当による減少率（＝DOE）の差によって決まる。

$$\begin{aligned}\text{配当による PBR への影響} &= \left((1 - \text{配当利回り}) \div (1 - \text{DOE}) \right) - 1 \\ &\doteq -\text{配当利回り} + \text{DOE}\end{aligned}$$

- ・配当利回り < DOE（＝PBR が 1 倍超）の場合、PBR が上昇し、配当利回り > DOE の場合（＝PBR が 1 倍未満）、PBR が低下する。配当利回り = DOE の場合（＝PBR が 1 倍）、PBR は不変である。
- ・上記の理論値において、配当による株主総利回り（TSR）への影響はゼロ（中立）である。

<まとめ>

トータル・リターンへの影響：	ゼロ
配当インカム・リターンへの影響：	+ 配当利回り
キャピタル・リターンへの影響：	- 配当利回り
（BPS の成長率への影響：	- DOE）
（PBR への影響（理論値）：	- 配当利回り+DOE）

- ・なお、後述するように、PBR の変化のうち、自己株取得による変化（理論値）も同様に算出する。そして、実際のデータからそれらの理論値を除いた「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。

② 自己株取得による影響

(a) 配当利回り

- ・配当利回りへの影響はない。

(b) BPS

- ・BPS への影響は、自己株取得株数の発行済株式数に対する比率（a）、PBR によって決まる。

$$\begin{aligned}\text{自己株取得による BPS への影響} &= \left((1 - a \times \text{PBR}) \div (1 - a) \right) - 1 \\ &= \left(a \div (1 - a) \right) \times \underline{(1 - \text{PBR})}\end{aligned}$$

- ・下線部を見ると、BPS の増加／減少は、PBR=1 が分岐点となることが分かる。PBR > 1 であれば BPS が減少、PBR < 1 であれば増加、PBR = 1 であれば不変となる。





・また、 a は 1 より十分に小さい場合が多いと考えられることから、

$$a \div (1 - a) \approx a$$

$$\text{自己株取得による BPS への影響} \approx a \times (1 - \text{PBR})$$

(c) PBR

- ・PBR は株価／BPS で算出され、分母の BPS は上記 (b) のように増加／減少する。
- ・一方、実際の市場では株価が変動し、PBR が変化する。この PBR の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。
- ・PBR の変化のうち、「株式市場での評価の変化」をより厳密に捉えるために、「PBR の変化に含まれるファイナンス理論に基づく変化（理論値）」と、「それ以外の変化」に分けることを試みる。「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。
- ・ファイナンス理論に基づく PBR の変化（理論値）とは、自己株取得によって株価は変わらないと想定し、その場合の PBR の変化である。それは分母である BPS の変化率によって決まる。計算は、以下の通り。

$$\begin{aligned} \text{自己株取得による PBR への影響} &= (1 \div (1 + \text{自己株取得による BPS への影響})) - 1 \\ &\approx - \text{自己株取得による BPS への影響} \\ &\approx a \times (\text{PBR} - 1) \end{aligned}$$

- ・ $\text{PBR} > 1$ の場合、BPS が減少して PBR が上昇し、 $\text{PBR} < 1$ の場合、BPS が増加して PBR が低下し、 $\text{PBR} = 1$ の場合、BPS、PBR が共に不変となる。
- ・上記の理論値において、自社株買いによる株主総利回り（TSR）への影響はゼロ（中立）である。

<まとめ>

配当インカム・リターンへの影響：なし

キャピタル・リターンへの影響：なし

$$(\text{BPS の成長率への影響}) : \approx a \times (1 - \text{PBR})$$

$$(\text{PBR への影響 (理論値)}) : \approx a \times (\text{PBR} - 1)$$

a : 自己株取得株数の発行済株式数に対する比率

- ・PBR の影響については、配当、自己株取得による影響（理論値）を算出する。実際のデータから理論値を除いた「それ以外の変化」に「株式市場による評価の変化」が含まれると考える。





(B) 株価変動を EPS と PER に分けるケース

(B) 株主総利回り (TSR) = 配当インカム・リターン + (EPS 成長率 + PER 変動率)

配当、自己株取得による株主総利回り (TSR)、その構成要素への影響について考える。

① 配当による影響

(a) 配当利回り

- ・配当支払いによって配当インカム・リターンは上昇する。
- ・配当インカム・リターンは、配当利回り (配当 ÷ 株価) である。

(b) EPS

- ・EPS への影響はない。

(c) PER

- ・PER は株価 ÷ EPS で算出され、分母の EPS は変わらない。
- ・分子である株価は市場で変動し、それによって PER が変化する。この PER の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。
- ・PER の変化のうち、「株式市場での評価の変化」をより厳密に捉えるために、「PER の変化に含まれるファイナンス理論に基づく変化 (理論値)」と、「それ以外の変化」に分けることを試みる。「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。
- ・ファイナンス理論に基づく PER の変化 (理論値) とは、株価は配当分だけ下落すると想定し (配当落ち)、その場合の PER の変化である。計算は、以下の通り。
- ・PER への影響は、分子である株価の配当による減少率 (配当利回り) で決まる。

配当による PER への影響 = - 配当利回り

- ・上記の理論値において、配当による株主総利回り (TSR) への影響はゼロ (中立) である。

<まとめ>

株主総利回り (TSR) への影響：	なし
配当インカム・リターンへの影響：	+ 配当利回り
キャピタル・リターンへの影響：	- 配当利回り
(EPS の成長率への影響：	なし)
(PER への影響 (理論値)：	- 配当利回り)

- ・なお、後述するように、PER の変化のうち、自己株取得による変化 (理論値) も同様に算出する。実際のデータから理論値を除いた「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。





② 自己株取得による影響

(a) 配当利回り

- ・配当利回りへの影響はない。

(b) EPS

- ・EPS への影響は、自己株取得の発行済株式数に対する比率（a）によって決まる。

$$\begin{aligned}\text{EPS への影響} &= 1 \div (1-a) - 1 \\ &= a \div (1-a) \\ &\asymp a \text{ (a が 1 よりも十分に小さい場合が多いと考えられるため)}\end{aligned}$$

(c) PER

- ・PER は株価÷EPS で算出され、分母の EPS は上記（b）のように増加する。
- ・一方、実際の市場では株価が変動し、PER が変化する。この PER の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。
- ・PER の変化のうち、「株式市場での評価の変化」をより厳密に捉えるために、「PER の変化に含まれるファイナンス理論に基づく変化（理論値）」と、「それ以外の変化」に分けることを試みる。「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。
- ・ファイナンス理論に基づく PER の変化（理論値）とは、自己株取得によって株価は変わらないと想定し、その場合の PER の変化である。それは分母である EPS の変化率によって決まる。計算は、以下の通り。

$$\begin{aligned}\text{自己株取得による PER への影響} &= (1 \div (1 - \text{自己株取得による EPS への影響率})) - 1 \\ \text{EPS への影響} &= 1 \div (1-a) - 1, \text{を代入すると} \\ &= 1 \div (1 \div (1-a)) - 1 \\ &= -a\end{aligned}$$

- ・上記の理論値において、自社株買いによる株主総利回り（TSR）への影響はゼロ（中立）である。

<まとめ>

配当インカム・リターンへの影響：なし

キャピタル・リターンへの影響：なし

（EPS の成長率への影響： $\asymp a$ ）

（PER への影響（理論値）： $-a$ ）

- ・PER の影響については、配当、自己株取得による影響（理論値）を算出する。実際のデータから理論値を除いた「それ以外の変化」に「株式市場による評価の変化」が含まれると考える。





図表A1-1. 仮想企業での配当、自己株取得による影響(ファイナンス理論)

自己株式取得・配 当支払の前後	項目・式(記号)・単位			ケース別：PBR		
				2倍	1倍	0.5倍
自己株取得・配当 前	売上高	a	億円	2,000	2,000	2,000
	親会社株主利益	b	億円	100	100	100
	自己資本	c	億円	1,000	1,000	1,000
	ROE	d=b/c	%	10.0%	10.0%	10.0%
	株式数	e	億株	1	1	1
	EPS	f=b/e	円	100	100	100
	BPS	g=c/e	円	1,000	1,000	1,000
	株価	h	円	2,000	1,000	500
	時価総額	i=e*h	億円	2,000	1,000	500
	PER	j=h/f	倍	20.0	10.0	5.0
	時価総額/親会社株主利益	k=i/b	倍	20.0	10.0	5.0
自己株取得	PBR	l=h/g	倍	2.0	1.0	0.5
	時価総額/自己資本	m=i/c	倍	2.0	1.0	0.5
	自己株取得金額	n	億円	50	50	50
	% of 自己資本	n/c	%	5%	5%	5%
	% of 時価総額	n/i	%	3%	5%	10%
	自己株取得株数	o=n/h	億株	0.025	0.05	0.1
	% of total	o/e	%	3%	5%	10%
自己株取得後	時価総額	p=i-n	億円	1,950	950	450
	変化率	p/i-1	%	-2.5%	-5.0%	-10.0%
	株数	q=e-o	億株	0.98	0.95	0.9
	変化率	q/e-1	%	-2.5%	-5.0%	-10.0%
	株価	r=p/q	円	2,000	1,000	500
	変化率	r/h-1	%	0.00%	0.00%	0.00%
	自己資本	s=c-n	億円	950	950	950
	変化率	s/c-1	%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	BPS	t=s/q	円	974	1,000	1,056
	変化率	t/g-1	%	-2.6%	0.0%	5.6%
	EPS	u=b/q	円	102.6	105.3	111.1
	変化率	u/f-1	%	2.6%	5.3%	11.1%
	ROE	v=b/s	%	10.5%	10.5%	10.5%
	変化率	v/d-1	%	5%	5%	5%
	PER	w=r/u	倍	19.5	9.5	4.5
	変化率	w/j-1	%	-2.5%	-5.0%	-10.0%
	PBR	x=r/t	倍	2.05	1	0.47
	変化率	x/l-1	%	2.6%	0.0%	-5.3%
配当支払	DPS	y	円	20	20	20
	配当総額	z=y*e	億円	20	20	20
	配当利回り	aa=y/h	%	1.0%	2.0%	4.0%
	DOE	ab=y/g	%	2.0%	2.0%	2.0%
配当支払後	株価	ac=h-y	円	1,980	980	480
	変化率	ac/h-1	%	-1.0%	-2.0%	-4.0%
	時価総額	ad=i-z	億円	1,980	980	480
	変化率	ad/i-1	%	-1.0%	-2.0%	-4.0%
	自己資本	ae=c-z	億円	980	980	980
	BPS	af=ae/e	円	980	980	980
	変化率	af/g-1	%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
	PBR	ag=ac/af	倍	2.02	1	0.49
	変化率	ag/l-1	%	1.0%	0.0%	-2.0%
	EPS	f	円	100	100	100
	PER	ah=ac/f	倍	19.8	9.8	4.8
	変化率	ah/j-1	%	-1.0%	-2.0%	-4.0%

(注)完全資本市場を仮定するファイナンス理論に基づくシミュレーション

(出所)当研究所作成





(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

ファイナンス理論（完全資本市場を仮定）では、配当、自己株取得ともに、事業価値を増やすものではなく、株主総利回り（TSR）への影響がない（株主にとって価値中立）。

企業価値・株主価値を増やすのは、WACC を上回る ROIC を期待できる事業である。

一方、実際の株式市場では、株主還元（配当、自己株取得）を投資家が評価する場合も多い。これは、情報の非対称性（投資家は経営者ほどには企業の内部状況を知らない）があるために、配当、自社株買いが株主総利回り（TSR）を高める可能性が考えられる。以下が、その考え方である。

(a) シグナリング理論

配当：経営者が先行きの企業業績に自信を持っていることのシグナル

自己株取得：経営者が現状の株価が割安と考えていることのシグナル

(b) フリーキャッシュフロー理論／エージェンシー理論

経営者は株主（プリンシパル）の代理人（エージェント）として株主価値を最大化する経営を求められている。しかし、情報の非対称性によって、投資家は経営者がそれから外れた経営をしても、完全には知ることができない。例えば、企業に余剰資金（フリーキャッシュフロー、FCF）があると WACC より低い事業に投資をして、株主価値を毀損するかもしれない。この価値毀損がエージェンシーコストである。

配当や自社株買いによって FCF が株主へ還元されれば、余剰資金が減少して経営者の裁量が制限され、エージェンシーコストが下がり、株主価値が高まる。

この考えに基づくと、潤沢な余剰資金（持ち合い株を含む）を持つ企業で、投資機会（WACC を上回る ROIC を期待できる事業）が少ない場合、株主還元を増やすことでエージェンシーコストを下げ、株主価値を高めることができる。

言い換えれば、こうしたネットキャッシュ企業では、エージェンシーコストが高く（経営者の裁量が大きく）、保有するキャッシュの市場価値が簿価より低く評価されている。そのキャッシュが株主還元に使われることで簿価と同水準の価値が実現し、株主価値が高まると言える（毀損されていた価値の回復）。

一方、余剰資金が多い企業、成熟期にある企業でも、経営者が株主価値を最大化するために有効活用することを期待されれば、エージェンシーコストは高くない。「株主還元だけを増やせば良い」というわけではなく、将来の投資計画を含めて、キャッシュフローの用途について投資家へ説明することで、情報の非対称性を縮小し、エージェンシーコストを下げ、株主価値を高めることができる。

また、株式市場が株主還元を評価するとすれば、それが経営者の意識変化を示し、株主価値増大の主役である事業価値向上への対応を期待していると考えられる。このため、会社は株主還元策だけでなく、事業資産の価値向上策を含めた方針を示すことが大事であろう。





Appendix 2 ～株主資本コストの見方

(1) 株主資本コストとは

株主資本コストとは、企業が事業を行うために調達した資本に係るコストのうち、株主より出資を受けて調達した資本に対するコストを指す。投資家の観点からみると、投資家が要求をする最低限の要求収益率と定義することもできる。つまり、株主の期待収益率と考えられる。東京証券取引所が上場企業に要請する「資本コストや株価を意識した経営」でも重要視されており、企業・投資家ともに重要視していかなばならない指標の 1 つと言えよう。算出法は複数あり、各々の算出値には、ばらつきがある。ただ、株主資本利益率（ROE）が株主資本コストを上回れば、企業価値が向上するというのがほぼ一致している概念だ。

(2) QUICK 株主資本コストの算出法

株主資本コストの算出法としては、比較的算出が簡便な方法として CAPM（Capital Asset Pricing Model）を用いた手法が挙げられる。リスクフリー・レート（一般的に 10 年物国債利回り）＋ベータ（個別資産の市場全体に対する感応度）×マーケットリスクプレミアム（投資家が資金を安全資産から、リスク資産に向ける際に要求する超過収益率）で示されるのが一般的だ。

さらに、ここでは QUICK 株主資本コストを紹介する。QUICK 株主資本コストは QUICK が株価との関連性を高め、精緻な結果を追求したモデルである。CAPM による手法よりも優れた分析というよりも、多面的な分析が可能な手法と言えるだろう。以下の手順で算出した 4 つの指標より構成される。

- (a) QUICK 株主資本コスト（ファクター）→ (b) で得られたインプライド株主資本コストをファクター感応度に回帰した推定値。マルチファクターモデル（QUICK4 ファクターモデル：Mkt・SMB・HML・DMS）から各ファクターの回帰係数を算出。次に、個別銘柄のファクター感応度を説明変数、個別銘柄の株式リスクプレミアムを被説明変数とするクロスセクションの回帰式での係数推定を行う。説明変数は、マルチファクターモデルから得られた各ファクターの回帰係数。被説明変数は (b) で求めたインプライド株主資本コストから長期リスクフリー・レートを差し引いたもの。前述のファクターモデルで計算される値に長期リスクフリー・レートを足したものを QUICK 株主資本コスト（ファクター）とする。
- (b) QUICK 株主資本コスト（個別）→ 株式評価モデル（残余利益モデル）によって算出した株価について、市場の株価をよりよく説明する割引率を逆算した、インプライド株主資本コストの推定値。過去 36 か月の市場株価と、各月末時点で入手可能であった業績予想値を用いて算出する残余利益モデルの理論価格を一致させる（誤差 2 乗和を最小にする）割引率。
- (c) QUICK 株主資本コスト（ファクター・スポット）→ (d) から得られたインプライド株主資本コストをファクター感応度に回帰した推定値。マルチファクターモデル（QUICK4 ファクターモデル：Mkt・SMB・HML・DMS）から各ファクターの回帰係数を算出。次に、個別銘柄のファクター感応度を説明変数とし、個別銘柄の株式リスクプレミアムを被説明変数とするクロスセクションの回帰式での係数推定を行う。説明変数は、マルチファクターモデルから得られた各ファクターの回帰係数。被説明変数は (d) で求めたイン

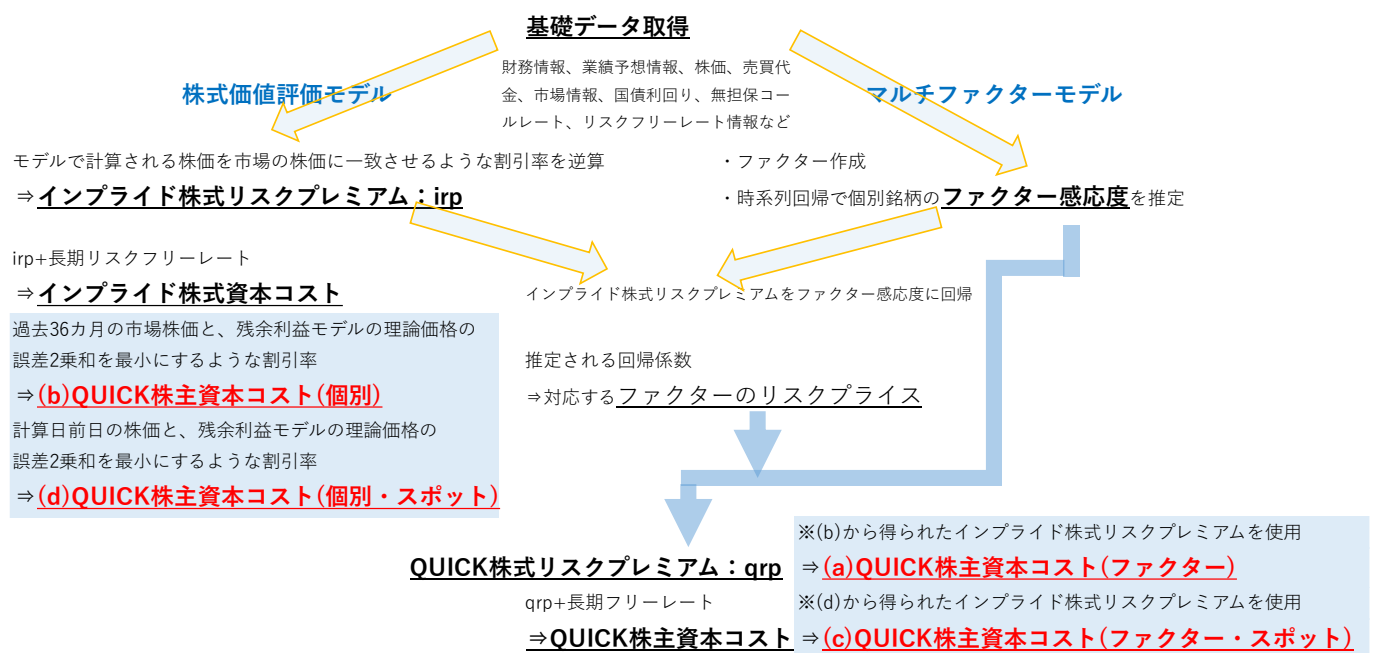




プライド株主資本コストから長期リスクフリー・レートを差し引いたもの。前述のファクターモデルで計算される値に長期リスクフリー・レートを足したものを QUICK 株主資本コスト（ファクター・スポット）とする。

- (d) QUICK 株主資本コスト（個別・スポット）→株式評価モデル（残余利益モデル）によって算出した株価について、市場の株価と一致するような割引率を逆算した、インプライド株主資本コストの推定値。計算日前日の株価と、計算日までに入手可能な業績予想を用いて算出する残余利益モデルの理論価格を一致させる（誤差 2 乗和を最小にする）割引率。なお、この手順を図式化したものが図表 A2-1 である。

図表A2-1. QUICK株主資本コストの算出の流れ



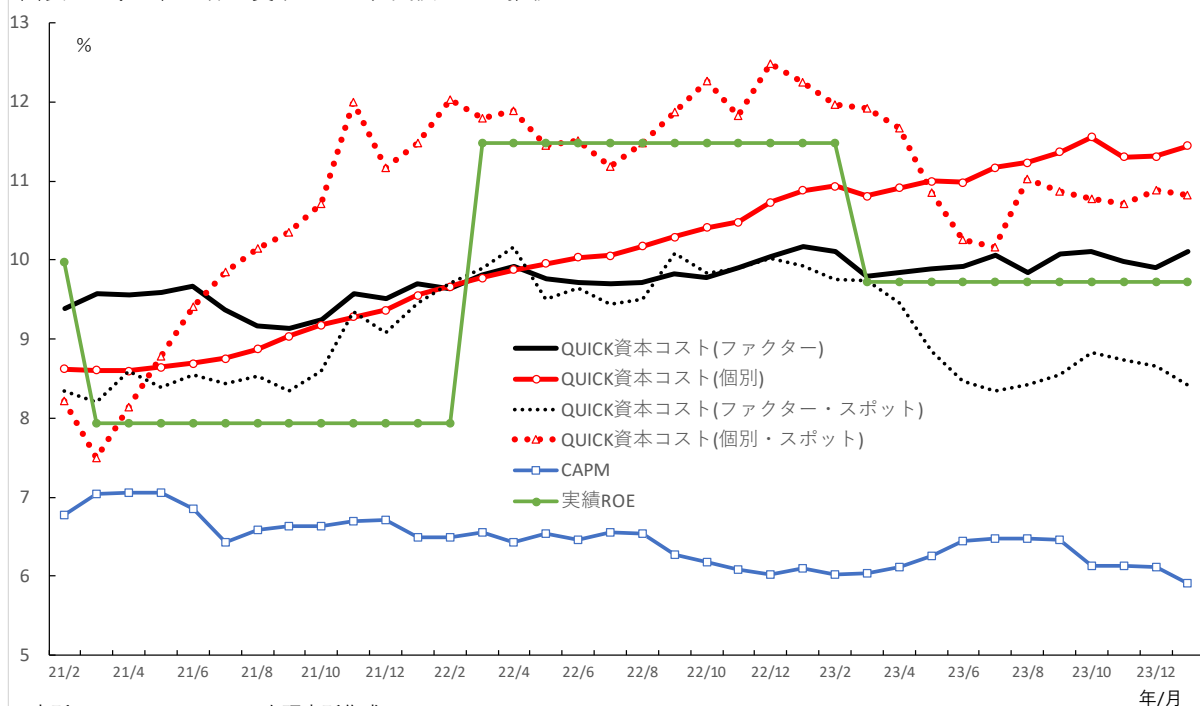
(出所)QUICK資料で当研究所作成

(3) 具体的な活用方法

(2) による算出法に従い、対象企業を X 社として作成したのが、図表 A2-2。株主資本コストは自己資本利益率（ROE）と比較するのが一般的であり、参考として CAPM も加えてみた。時系列でどのように推移したかが分かるようになっている。



図表A2-2. X社の株主資本コスト、実績ROEの推移



さらに QUICK 株主資本コストは、多様な見方ができる。図表 A2-3 をみていただきたい。4 つの QUICK 株主資本コストは期間（中長期、直近）と要因（市場全体、個別銘柄）に分けることができ、多様な見方の分析が可能となる。

図表A2-3. 要因・期間別のQUICK資本コスト

要因 \ 期間	中長期	直近
	過去36カ月の市場価値	計算日前日の市場価値
市場全体	(a)ファクター	(c)ファクター・スポット
個別銘柄	(b)個別	(d)個別・スポット

(出所)QUICK資料で当研究所作成

実際の事例として X 社のデータを入力したのが図表 A2-4。これをみると、株主資本コストは市場全体および個別銘柄要因が中長期および直近でみて、どのように動くかが分かる。つまり、市場全体と個別銘柄の要因を比べることが可能だ。

図表A2-4. X社の要因・期間別のQUICK資本コスト

要因 \ 期間	中長期	直近
	過去36カ月の市場価値	計算日前日の市場価値
市場全体	10.10%	8.42%
個別銘柄	11.45%	10.82%

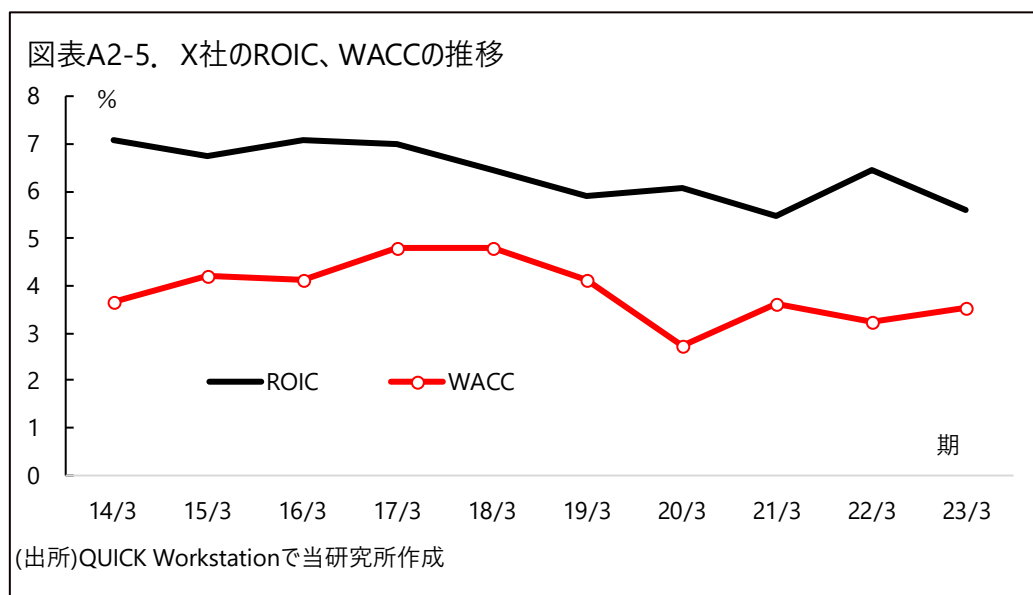
(出所)QUICK資料で当研究所作成



(1) で ROE と株主資本コストを比較することが一般的としたが、本レポートでは ROE に加え、投下資本利益率 (ROIC) と WACC (Weighted Average Cost of Capital) の比較も行なってみた (図表 A2-5)。ROIC は $(1 - \text{実効税率}) \times (\text{営業利益}) \div (\text{株主資本} + \text{有利子負債})$ で計算。WACC は企業全体の資本コストを算出する際に用いられるもので、株主資本コスト (CAPM による算出) と負債コストの加重平均で計算した。

ROIC は、企業が投資者から集めた資金を用いて取得した投下資本から得られるリターンの割合。ROIC が WACC を上回る場合、企業価値は投下資本を上回る。逆に ROIC が WACC を下回る場合は、企業価値は投下資本を下回り、投資者から調達した資金の価値を毀損していることになる。

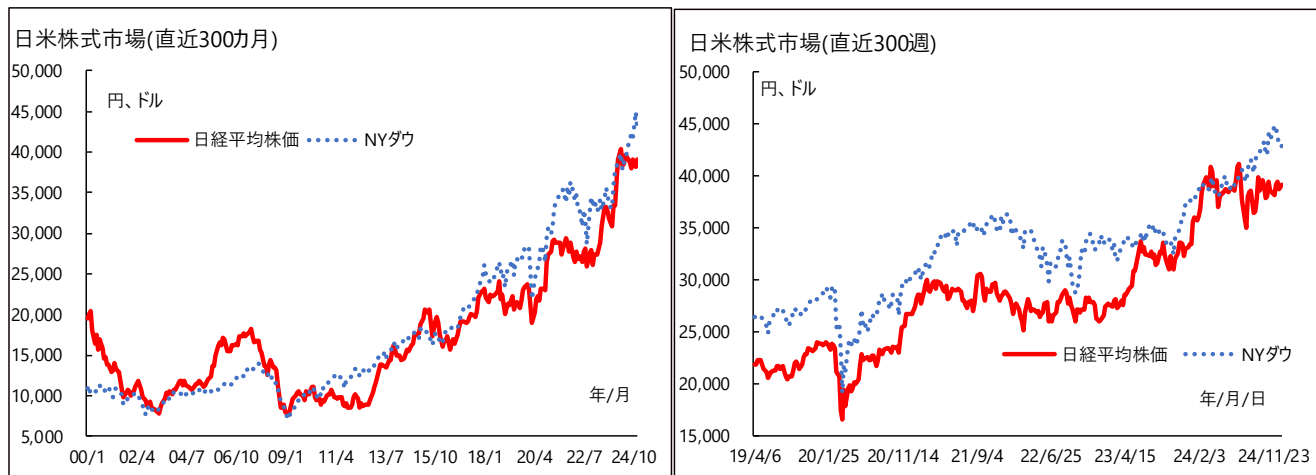
ここで、QUICK 株主資本コスト、ROE、ROIC による分析で分かることを整理すると、企業価値向上のために、資本コストは十分に引き下げられているかが、市場要因および個別銘柄要因でみることができる。また、ROIC の分析を加えることで、株主資本コストの観点から調達による運用資産の効率性が十分かなどが検証できる。



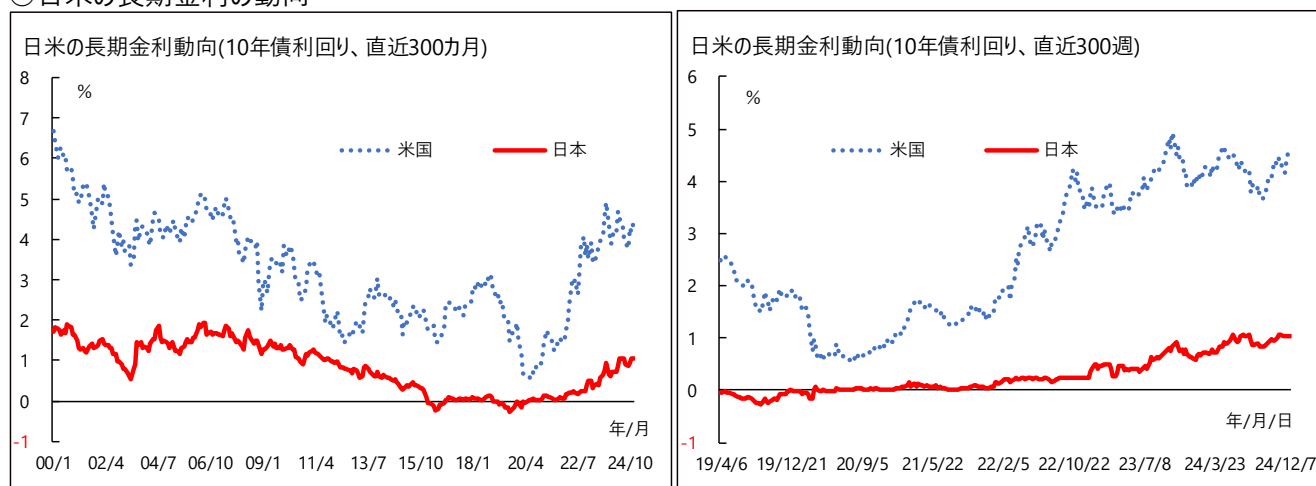


Appendix 3 ～為替・金利・経済・産業・株式市場の動向 ★UPDATED

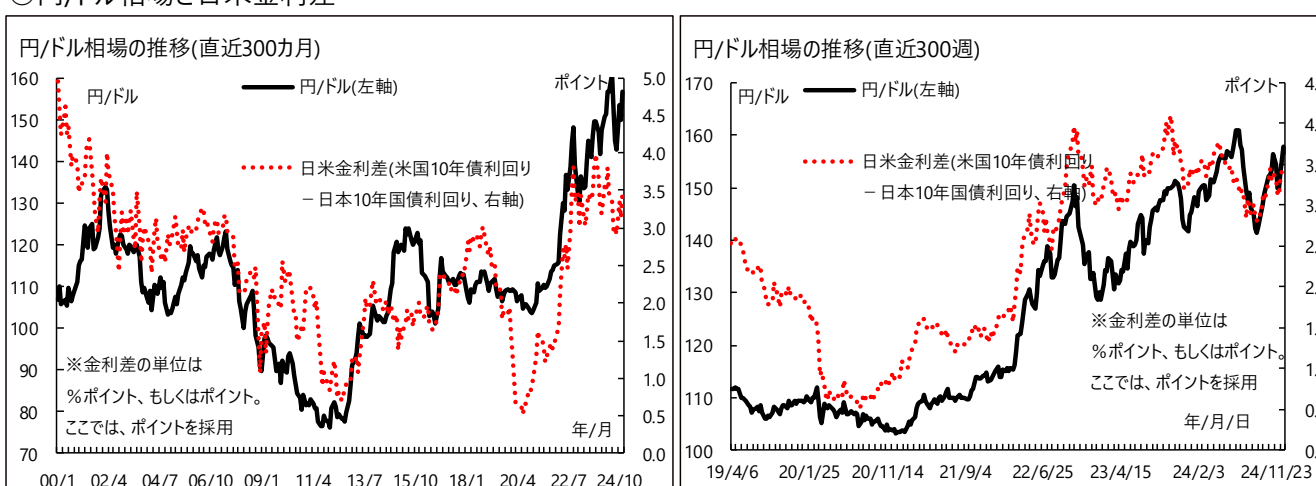
○日米の株式市場の推移



○日米の長期金利の動向



○円/ドル相場と日米金利差



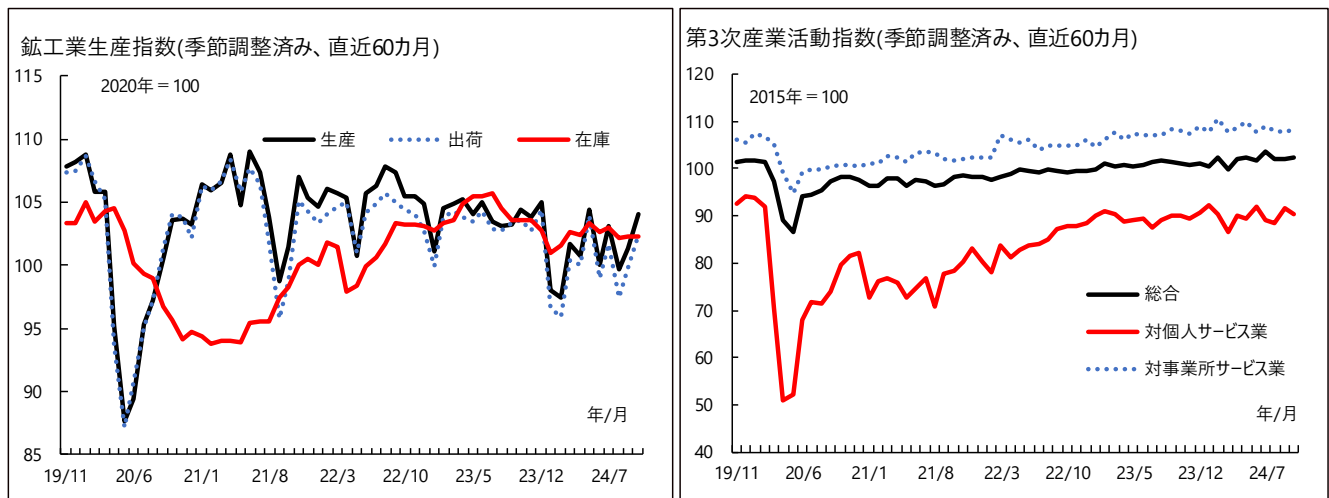
※上記の図表に関し、直近300ヵ月の計測期間は00年1月～24年12月、直近300週の計測期間は19年4月6日～24年12月23日
出所はQUICK Workstationで当研究所作成

※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、必ずご確認下さい。

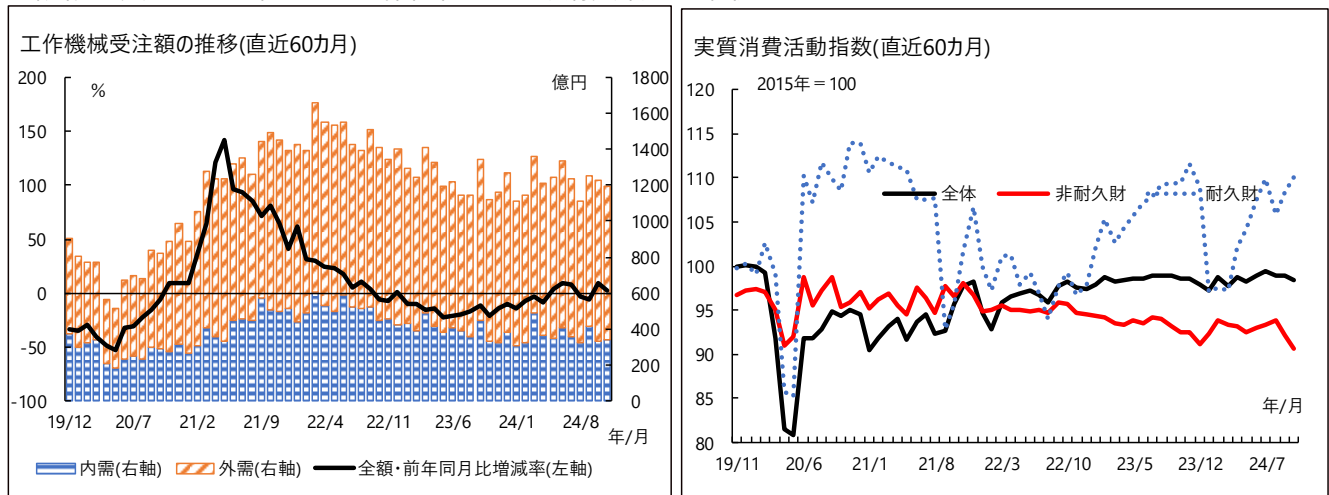




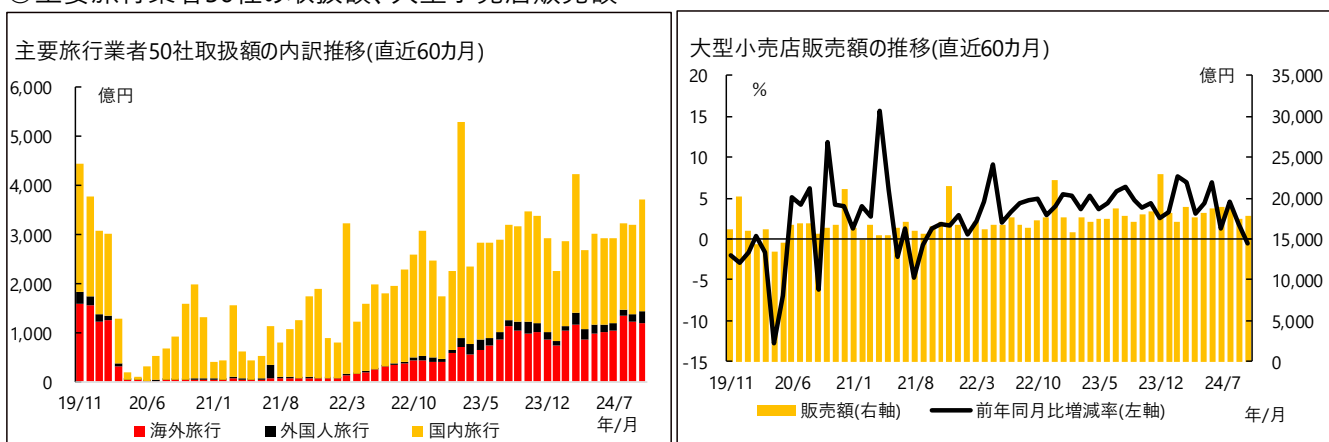
○製造業と非製造業の代表的指数の推移



○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

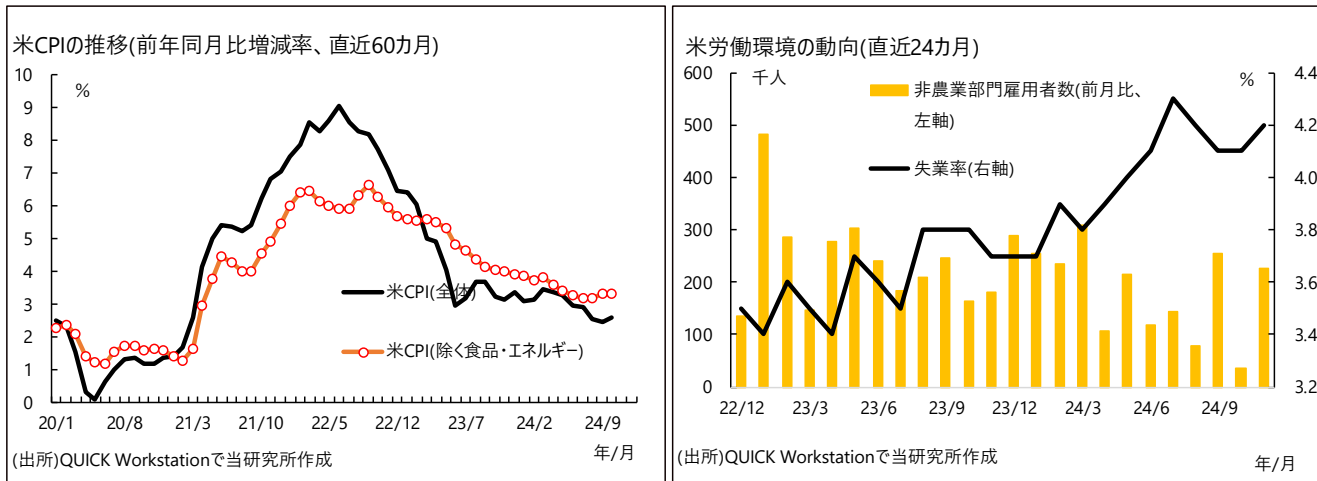


※上記の図表に関し、出所はQUICK Workstationで当研究所作成



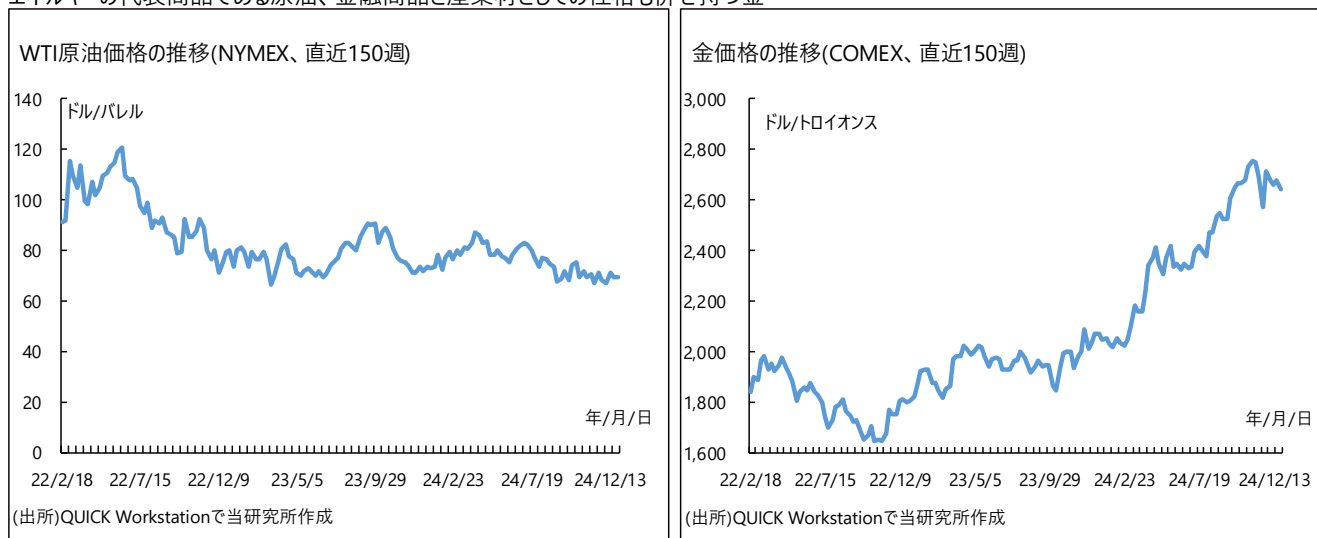


○米国の物価と労働環境

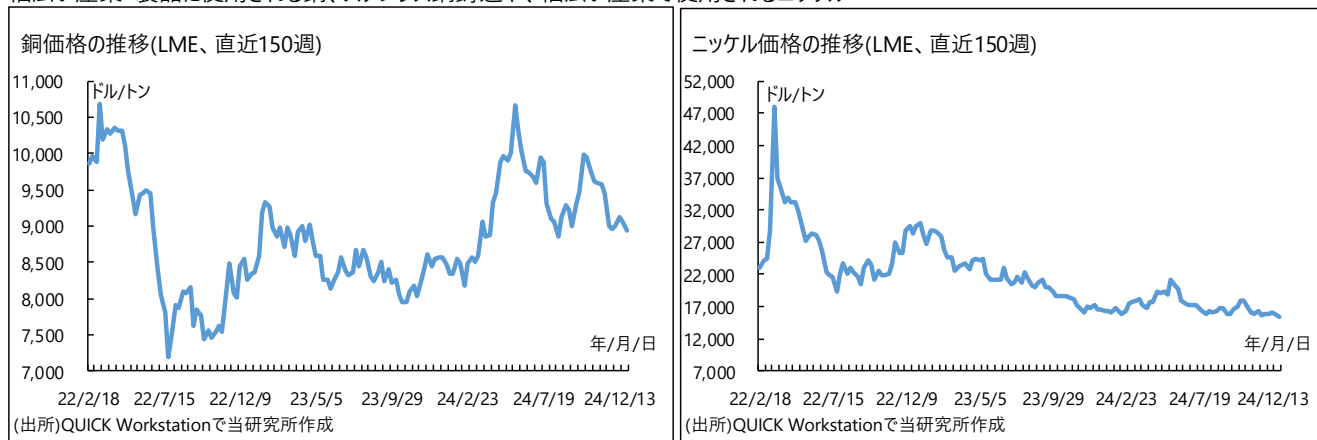


○主な商品の価格動向

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



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



※上記の商品価格に関する4つの図表の計測期間は22年2月18日から24年12月23日まで





○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	1,665		1,619		548	
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	153	9.2	391	24.2	9	1.6
0.5倍以上1倍未満	573	34.4	586	36.2	41	7.5
1倍以上2倍未満	511	30.7	384	23.7	160	29.2
2倍以上	428	25.7	258	15.9	338	61.7

ご参考：レポート対象企業

新晃工(6458) プライム 1.49倍

(注)データは24年12月23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)

※計測データは24/12/23現在				各年末順位								
順位	企業名	コード	時価総額	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1	トヨタ (7203)		448,104	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	三菱UFJ (8306)		217,219	2	3	2	4	6	18	9	5	5
3	ソニーG (6758)		203,005	25	16	11	6	4	4	2	3	2
4	リクルート (6098)		185,277	60	41	22	17	9	12	4	13	10
5	日立 (6501)		179,482	29	34	26	38	26	30	21	19	14
6	ファストリ (9983)		169,230	17	14	21	9	10	6	17	8	8
7	キーエンス (6861)		155,604	21	13	5	5	5	3	3	4	4
8	三井住友FG (8316)		144,972	10	9	9	14	15	27	26	10	16
9	NTT (9432)		140,715	3	2	3	2	2	5	5	2	3
10	SBG (9984)		131,359	8	4	4	3	3	2	7	6	15
11	伊藤忠 (8001)		120,642	46	43	37	35	32	26	24	16	17
12	任天堂 (7974)		119,103	48	30	12	20	12	8	15	11	12
13	中外薬 (4519)		115,553	49	61	41	30	13	7	19	24	18
14	東エレクト (8035)		111,329	97	62	39	60	35	20	6	21	7
15	東京海上 (8766)		110,353	26	26	34	25	29	34	34	23	24
16	KDDI (9433)		109,505	5	5	7	7	7	13	11	7	9
17	信越化 (4063)		101,552	34	23	20	29	18	11	8	15	6
18	三菱商 (8058)		101,042	30	20	19	15	22	33	25	18	11
19	みずほFG (8411)		96,187	11	11	17	18	30	38	40	29	29
20	三井物 (8031)		95,523	41	37	40	36	40	40	33	20	20
21	SB (9434)		94,388	—	—	—	8	8	19	16	12	19
22	第一三共 (4568)		85,300	71	70	67	46	17	10	23	9	22
23	JT (2914)		82,460	4	6	6	13	19	29	31	26	23
24	三菱重 (7011)		75,114	70	64	108	93	93	128	166	86	69
25	キャノン (7751)		69,262	15	15	14	22	33	56	39	36	35
26	HOYA (7741)		69,021	59	59	66	43	34	22	18	30	28
27	アドテスト (6857)		68,953	417	279	308	247	109	92	76	95	47
28	ホンダ (7267)		67,399	9	10	8	12	14	23	22	25	21
29	武田 (4502)		65,578	16	24	18	37	11	21	29	17	27
30	セブン&アイ (3382)		63,017	14	21	29	19	38	41	32	28	34

ご参考：レポート対象企業

855	新晃工 (6458)	970	999	1,084	1,042	1,093	1,033	1,071	1,048	1,230	970
-----	------------	-----	-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-----

(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、適時性など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。

野村インベスター・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、野村證券株式会社、野村インベスター・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、野村インベスター・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。

