



2025年9月22日

各 位

会 社 名 株式会社P I L L A R
代表者名 代表取締役社長 岩波 嘉信
(コード番号 6490 東証プライム)
問合せ先 取締役副社長執行役員 宿南 克彦
(TEL. 06-7166-8281)

スポンサードリサーチレポート発行のお知らせ

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

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

詳細につきましては、次ページ以降をご参照ください。

以上

企業レポート

東証プライム・機械

2025年9月22日

PILLAR (6490)

担当アナリスト

黒田真路

星野英彦 CMA

キャピタルグッツ・リサーチ&アド
バイザリー (CGRA)

次期中計に向けて、投資家目線で進化する PILLAR の成長戦略に期待したい

- 総括**：PILLAR（以下、同社）は、「半導体」と「脱炭素」をテーマにした高収益・高成長のニッチ企業である。また、時価総額が初めて 1,000 億円を超えた辺りから、国内外において投資家層の拡がりが見られ始めているうえ、マネジメントの株主意識も高まっている。踊り場的な業績環境の中、自己株取得を考慮した 26/3 期 1 株当たり配当金は過去最高を更新する見込みである。さらに役員の業績連動報酬の評価項目に株価水準が新たに加わった点も注目に値する。2026 年 5 月には、27/3 期からスタートする次期中期経営計画の発表が予定されており、成長戦略や株主還元、非財務項目などの内容の充実が期待される。本レポートでは、同社キーパーソンへ「目指す姿」や「次期中計への想い」などのインタビューを実施したうえ、先行指標を用いた業績動向、株価バリュエーションの考え方や株主還元、ESG 経営の進化などを掲載した。
- 業績動向**：26/3 期の業績は、売上が前期比 0.8% 減の 575 億円、営業利益は同 9.1% 減の 103 億円（営業利益率 17.9%）が予想されている。2025 年 8 月 6 日の発表された 26/3 期 1Q の売上高は、前年同期比 3.1% 増の 134 億円、営業利益は同 8.4% 増の 27 億円（同 20.0%）となり、通期予想に対しては、売上が 23.4%、営業利益は 26.2% と順調な進捗率であった。1Q 四半期受注高は、同 8.0% 増の 144 億円（BB レシオ 1.1 倍）を確保しており、堅調な受注環境にある。本レポートにおいては、業績先行指標を用いて、下期に向けた業績の安心感と、同社独自の成長戦略や価格改定効果の業績貢献などを説明しているものの、大手半導体製造装置メーカーにおいて業績の先行き不透明感が台頭し始めている点には注意が必要と CGRA は考える。
- ESG 経営**：中計「One2025」で掲げた非財務項目は、「女性管理職比率 5% 以上」を除くと、概ね順調な進捗が見られている。また、2024 年度の CDP は、「気候変動」と「水セキュリティ」において B スコアの評価を獲得した（2023 年度は「気候変動」のみ B スコア）。特筆すべき点は、2025 年度から役員の業績連動報酬に新たに株価水準（対日経平均相対）が加わったことであり、より株主目線での経営が期待される。
- 株価バリュエーションと株主還元**：業績は踊り場状況にあるものの、2025 年度の自己株取得を加味した 1 株当たり配当金は過去最高を更新している。今回、CGRA では、3 つのアプローチで株価バリュエーション分析を試みた。時価総額が近い半導体 3 社との比較においては、株式市場が同社業績の回復が相対的に遅れると考えている可能性がある。他方、サム・オブ・ザ・パーツのアプローチで算出される期待株価は約 5,700 円と試算された。

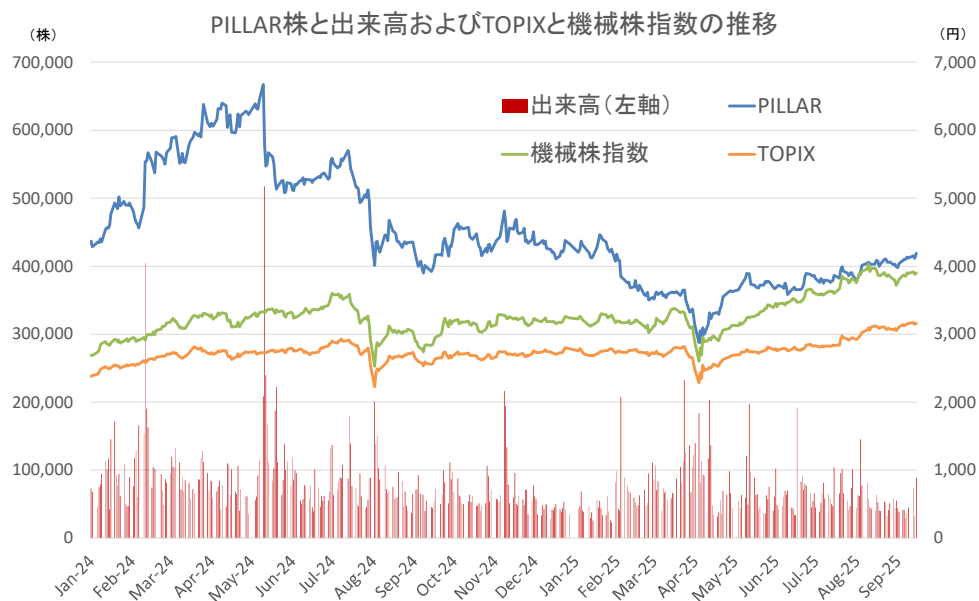
連結業績および各種株価データ

トレーディング・データ	業績推移：億円	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3会予	
株価（25年9月18日）	4,190	302	406	487	586	579	575	
52週レンジ：円	4,520~2,810	48	113	138	142	113	103	
時価総額：億円	1,049	50	118	141	150	114	103	
発行済株式総数：千株	25,042	82	82	107	107	82	72	
平均売買代金（20日）：億円	1.8	EPS：円	144.6	350.4	442.9	462.5	355.8	308.6
会社予想PER：倍	13.5	ROE：%	7.8	16.8	18.6	16.7	11.5	-
PBR（23/3末）：倍	1.3	1株配当金：円	50.0	106.0	133.0	159.0	125.0	105.0
予想1株配当金：円	105.0	配当性向：%	34.6	30.3	30.0	34.4	35.1	34.0
予想配当利回り：%	2.5	FCF	20	104	55	-105	73	-
ROIC（25/3）：%	9.5	NetCash	117	208	211	57	100	-

目次

- ・ 会社概要と製品紹介：p3
- ・ PILLAR における 3つの注目ポイント：p4～5
- ・ 前回レポートからの変化点：p6
- ・ 宿南取締役副社長執行役員インタビュー：p7
- ・ 和田取締役専務執行役員インタビュー（研究開発）：p8
- ・ 中期経営計画「One2025」の概要と進捗：p9
- ・ 26/3期連結業績の進捗状況：p10
- ・ 電子機器関連事業の概況：p11～12
- ・ （藤原常務執行役員インタビュー：p13）
- ・ 産業機器関連事業の概況：p14～15
- ・ （芹田常務執行役員インタビュー：p16）
- ・ ESG 経営の進化：p17
- ・ 株価バリュエーションの考え方：p18
- ・ 株主還元方針：p19
- ・ 連結損益計算書と貸借対照表、キャッシュ・フロー：p20～21

図表 1：PILLAR 株のパフォーマンス



会社概要と製品紹介

「半導体」と「脱炭素」をドライバーとする高成長・高収益企業

電子機器と産業機器の2つの事業が高い成長と収益性を実現

同社は、電子機器関連事業（25/3期報告セグメント売上高構成比67%、営業利益構成比78%、営業利益率22.6%）と産業機器関連事業（同33%、同22%、同13.2%）の2つの事業セグメントを有している。

電子機器関連事業は、半導体や液晶の洗浄装置や半導体工場の薬液供給設備に組み込まれる“ふっ素樹脂”を加工した継手やチューブ・配管材およびペローズポンプなど、数千種類に及ぶ製品展開を図っている。特に、主力製品である継手は高い耐薬品性、耐熱性およびクリーン度が求められ、豊富なラインアップと実績が評価され、世界シェア90%を誇るデファクトスタンダードの地位を確立している。

産業機器関連事業は、火力・原子力発電所、石油精製や石油化学などの設備向けに、ポンプやバルブに装着されるメカニカルシールやグランドパッキン、ガスケットなどを製造している。これら製品は液体やガスの漏れを防ぎ、プラントの安全性とアウトプットの向上に寄与する重要部品である。また、補修部品の売上高構成比が60%前後と高く、業績の安定性と高い収益性を両立している点も特徴の1つである。なお、同事業は半導体製造装置の一種であるCMP（ケミカルメカニカルポリッシング）装置向けロータリージョイントを含んでおり、近年の業績の押し上げ効果に貢献している。グローバルな半導体設備投資に加え、「脱炭素社会」の実現に向けた原子力発電設備や水素、アンモニアなどの設備投資が同社業績のドライバーである。

ニッチだが、極めて重要なシール製品の安定供給が高成長・高収益なビジネスモデルを実現

今後は徐々に業績の回復期待が高まりそうだ

同社業績は、半導体設備投資の拡大と民間設備投資の回復、タンケンシールセーコウのグループ会社化も寄与し、24/3期には過去最高売上高586億円、過去最高営業利益142億円（営業利益率24.2%）に達した。ただし、原材料費や人件費などの高騰が収益性を圧迫し、営業利益率としては23/3期の28.4%が過去最高である。

過去を振り返ると、減収減益期間は概ね2期間。ただし、今回は関税影響が不透明

過去5年間（21/3~25/3期）における営業利益の平均成長率は、電子機器関連事業が+42.7%、産業機器関連事業が+27.2%と、いずれも高い成長性を実現している。コロナ禍以降、21/3期から24/3期まで4期連続で増収増益決算となったが、25/3期業績は、売上が前期比1.1%減の580億円、営業利益は同20.2%減の113億円（同19.5%）に転じた。26/3期は2期連続の減収減益が予想される一方、過去を振り返るとコロナ禍を除く減益期間は2期間にとどまっており、今後は徐々に業績の回復期待が高まりそうだ。

図表2：各事業セグメントの特徴と主要製品および顧客業種

25/3期実績	電子機器関連事業	産業機器関連事業
売上高：億円	390	189
営業利益：億円	88	25
営業利益率：%	22.6	13.2
過去最高益：億円	118 (23/3)	29(24/3)
過去5年平均売上成長率：%	17.6	13.5
過去5年平均利益成長率：%	42.7	27.2
主要製品	継手（フィッティング）、ペローズポンプ チューブ、ユニオン支承など	メカニカルシール ガスケット、グランドパッキン
顧客・用途	半導体・液晶工場の洗浄・薬液設備 半導体/液晶製造装置に組み込まれて使用	CMPメーカー 石油化学、鉄鋼、LNGプラント、各種発電設備など

出所：CGRA作成

PILLAR における 3 つの注目ポイント

ポイント①：同社株価の先行指標である DOE の反転が期待される

CGRA では、同社株価の先行指標として DOE（純資産配当率）を重視しており、同社株価は底入れから反転期へ移行しつつあるとみている。DOE は「ROE（自己資本利益率）×配当性向」で試算される指標で、24/3 期の同社 DOE は 5.7%（ROE16.7%×配当性向 34.4%）と機械セクター内でトップクラスであった。このことは、株価上昇の源泉であるキャピタルゲインを示す資本効率（ROE）が高く、さらにインカムゲインを示す配当性向（株主還元）も積極的であることを示しており、同社経営陣の株価意識の高さを裏付けるものである。26/3 期の DOE は、期待 ROE10%に、同社予想配当性向 34.0%を掛け合わせた 3.4%程度と試算される。これは 25/3 期実績 DOE の 4.1%から低下する見通しである。

しかし、2025 年 5 月 14 日に発表された自社株取得（上限 100 万株、上限 20 億円、発行済株式総数の 4.3%）を加味した総還元性向ベースの DOE は 6.1%へ上昇する計算となる。なお、前回、自社株取得を実施した 23/3 期における総還元性向ベースの DOE は 7.3%に達し、その後の業績拡大と、上場来高値の株価形成への貢献が見られた。現在は株主還元が先行しているが、今後の業績回復を通じた株価反転が期待されよう。

ポイント②：電子機器関連事業の受注高は堅調を維持

2025 年 4～6 月期における電子機器関連事業の受注高は、前年同期比 14.1%増、前四半期比 0.2%減の 94 億円を確保した。受注高を売上高で除した BB レシオも、1.1 倍となり、前四半期の 0.9 倍から改善が見られており、先行きの業績安心感に繋がる内容である。製品の価格転嫁や中国を中心とした海外での需要増および新規顧客の獲得などが主因であり、回復力に欠けるものの、底堅い受注環境が持続している。大手半導体製造装置メーカー各社における売上高棚卸資産比率を見ると、2023 年 6 月末には 1.7 倍にまで上昇し、過剰在庫が懸念されていたが、2025 年 3 月末には 1.1 倍にまで低下し、過剰感が薄れてきた面も、同社受注高の回復に寄与したものと推測される。ただし、2026 年 6 月末時点では売上高の減少に伴い、1.4 倍に上昇している。年後半に向けては、受注の下振れリスクも考慮すべきかもしれないと CGRA は考える。

ポイント③：中国における半導体国産化の動きを取り込む戦略が奏功

2025 年 7 月 25 日、半導体製造装置大手の SCREEN ホールディングスが発表した 2025 年 4～6 月期決算は、前年同期比 1.2%増収ながら同 12.2%営業減益に転じた。また、7 月 31 日に東京エレクトロンが発表した 4～6 月決算は、同 1.0%減収同 12.7%営業減益に転じたうえ、通期業績予想を下方修正された。両社ともに米国関税影響で、先端ロジック半導体メーカーが設備投資を先送りしたうえ、近年の業績けん引役であった中国向け需要が一服したことが主因である。

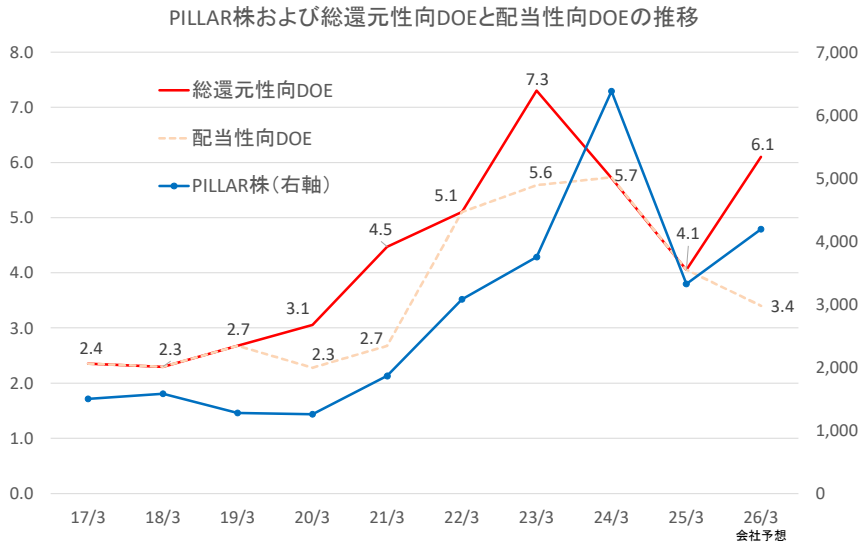
一方、PILLAR の 2025 年 4～6 月決算は、前年同期比 3.1%増収 8.4%営業増益となり、通期予想営業利益に対する進捗率は 26.2%を確保、通期予想も据え置かれた。このように、製造装置メーカーと同社の業績動向に差が見られた。理由の 1 つに、中国需要に対する戦略の違いがありそうだ。同社は、独自の中国戦略として、中国滁州にある生産拠点 Pillar Technology を活用した中国における半導体および半導体製造装置の国産化需要を取り込む施策を進めている。その成果として、4～6 月期における中国を含むアジア地域の売上高は同 32.5%増の 25 億円へ達し、海外売上高比率は 1Q としては過去最高の 31.3%（前年同期比 +6.6pt）に到達した。

株主還元が同社株価をけん引しているが、本格的な株価上昇には ROE の改善を伴う業績の再加速が必要

お客様の過剰在庫問題は概ね解消したが、先行きの業績悪化懸念が台頭

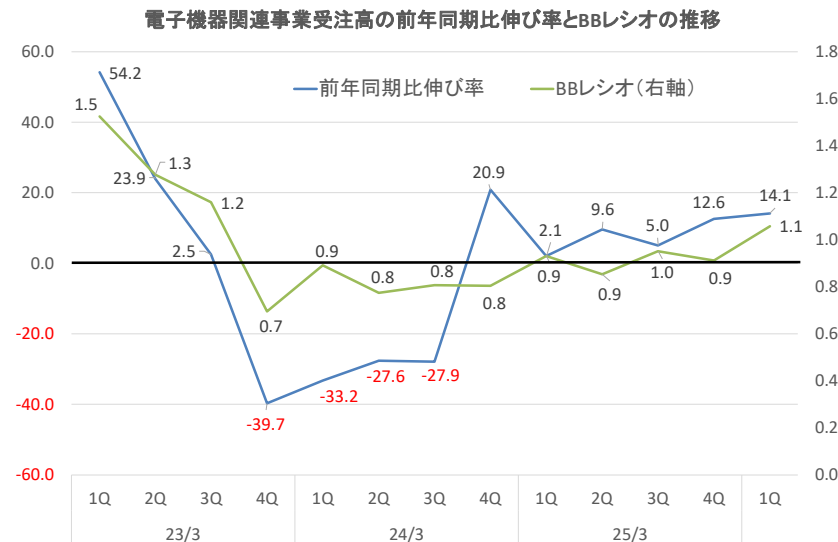
同社独自の中国戦略が奏功し、業績への貢献が見られ始めている

図表 3 : 株価先行指標である総還元性向 DOE は上方へ反転



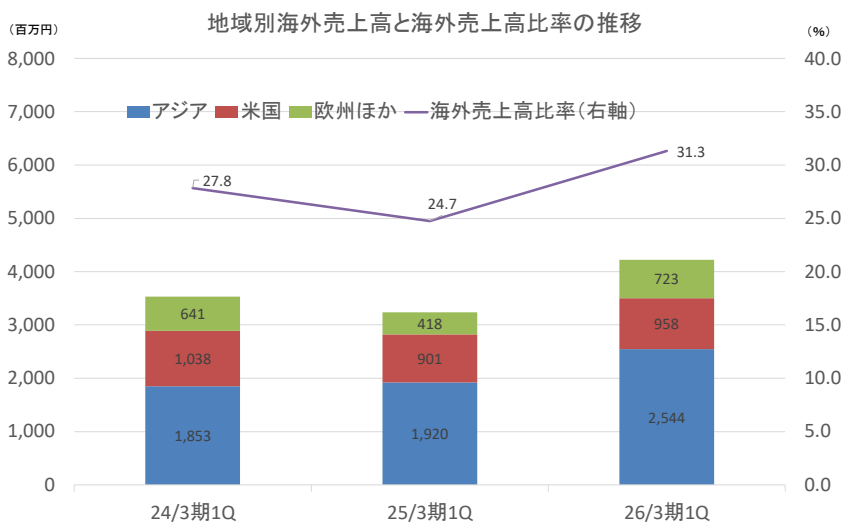
同社株価の先行指標として有効性が高い総還元性向ベースのDOEは上方へ反転

図表 4 : 総じて堅調な受注環境が持続している



総じて堅調な受注環境が継続しているものの、本格回復にはほど遠い

図表 5 : 独自の中国戦略が奏功、海外売上高比率が上昇傾向



同社独自の中国における地産地消戦略が奏功し、海外売上高の拡大基調が続く

出所：会社資料などから CGRA 作成

前回レポートからの変化点

業績調整局面の長期化が継続している

ロジック、メモリー関連設備投資の回復遅れが長期化している

前回のフォローアップレポート（2024年4月3日発行）以降、同社は25/3期業績予想として、売上高620億円（前期比5.8%増）、営業利益130億円（同8.5%減）が提示された。当初は下期以降の半導体向け需要回復が期待されたものの、客先における在庫調整の長期化も加わり、2025年2月6日発表の25/3期第3四半期決算では、通期予想売上高が620億円から570億円（前期比2.7%減）、予想営業利益も130億円から110億円（同22.6%減）へ下方修正された。最終的な25/3期決算の着地としては、売上高580億円、営業利益113億円となり、修正後の同社予想をクリアした。

続く26/3期業績予想は、売上高575億円（前期比0.8%減）、営業利益103億円（同9.1%減）が提示され、2025年8月6日発表の1Q決算では、売上高が前期比3.1%増の134億円、営業利益は同8.4%増の27億円を確保し、通期予想営業利益に対する進捗率は26.2%と順調な滑り出しが確認された。

最近半導体製造装置各社から弱気な業績見通しが発表されている

2025年6月3日付でWSTSが発表した春季世界半導体市場見通しでは、2025年暦年の半導体市場は、前年比11%増の7,008億ドルへ増加し、2026年は同9%増の7,207億ドルの見通しである。2025年7月3日、SEAJ（日本半導体製造装置協会）が発表した半導体製造装置需要予測では、2025年度の半導体製造装置需要は、前年度比2%増の48,634億円にとどまるも、2026年度は同10%増の53,498億円へ加速する見通し。

しかし、米国半導体関税の影響を見極めたいとする思惑から、一部ロジックメーカーを中心に設備投資の先送りが見られているうえ、メモリー投資も不透明感が強い模様。2024~2025年において業績をけん引した中国向け需要の減少などもあり、東京エレクトロンは2025年7月31日発表の25/3期1Q決算と同時に、2025年度通期業績予想の下方修正を発表した。

半導体設備投資の回復遅れと顧客の在庫調整の長期化が同社業績の悪化要因

米国半導体関税の影響を見極めたいとする思惑が半導体設備投資の先送りを招いている

図表6：前回レポートからの変化点

	前回レポート（24年4月3日）	今回レポート	
株価：円	6,080	4,190	
1株当たり予想配当金：円	149.0	105.0	
配当利回り：%	2.5	2.5	
予想PER：倍	14.2	13.5	
PBR：倍	2.4	1.3	
TOPIX	2,714	3,189	
予想売上高：億円	570 (24/3)	575 (26/3)	
予想営業利益：億円	136 (24/3)	103 (26/3)	
半導体出荷額 (CY、億ドル、%)	2024	5,883(+13%YoY)	6,305(+20%YoY)
	2025E	-	7,008(+11%YoY)
	2026E	-	7,207(+9%YoY)
半導体製造装置需要予測 (FY、億円、%)	2024	40,348 (+27%YoY)	47,681 (+29%YoY)
	2025E	44,383 (+10%YoY)	48,634 (+2%YoY)
	2026E	-	53,498 (+10%YoY)
	2027E	-	55,103 (+3%YoY)
USドル：円	151.6	147.1	

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

宿南取締役副社長執行役員インタビュー

当社株価は相対的に低位にとどまっている印象

Q：投資家層の変化とマネジメントの株価意識についてお話しください

2023年に当社時価総額が初めて1,000億円に到達して以降、IR件数は増加傾向にあります。2024年の面談回数は、前年比1.3倍の延べ200件を超え、そのうち外国人投資家の比率が約19%（前年比+4pt）へ増加しました。岩波社長も昨年初めて海外IRを行い、ロンドンの機関投資家を訪問しました。今年はロンドンに加え、新たにシンガポールの機関投資家を訪問予定です。国内外の投資家の皆様からの御要望などを把握し、経営にフィードバックするなど、岩波社長も私も従来以上に株価を意識した経営を心掛けています。また、昨年からは統合報告書に基づいたSRミーティングも始めました。非財務項目を中心としたサステナビリティ活動に関して、ESG責任投資家の方々と議論させて頂いております。

なるべく早く売上高1,000億円の達成を実現し、更なる企業価値の向上を目指します

Q：中長期に目指す姿を教えてください

なるべく早い時期に売上規模を1,000億円水準へ引き上げたいと考えています。収益性も大事ですが、企業規模を大きくし、事業基盤の強化を図ることで、独自の差別化された製品投入を可能とする強い企業体質を構築し、その先の1,500億円、2,000億円へとチャレンジしたいです。そのためにも、新しい用途や商材開発、更には新事業などに対して、積極果敢に挑戦する「攻め」の社内風土づくりを進めています。例えば、営業部門では、岩波社長を交えた提案大会を開催し、攻めの提案営業への組織改革が進んでいます。開発部門では、約200名の技術者を三田イノベーションセンターへ集約しました。セグメント間の垣根を越えて、職位別にフリーディスカッションを行うなど、ブレインストーミングを活性化させることで、現場浸透を図っています。

Q：現在の株価水準をどのように分析されていますか

現在の株価水準（＝インタビュー開催日：8月28日終値4,055円）は、割安に評価されていると感じています。日本を代表する半導体製造装置メーカーと比較すると、時価総額や出来高の面が不十分であり、同じマルチプルで評価されることは難しいと認識しています。しかしながら、時価総額が1,000～3,000億円規模の半導体関連企業と比較した際でも、当社のPERが相対的に低位にとどまっているように思います。引き続きIRの強化に加え、株主還元を含む開示内容の充実を図ることで、投資家層の拡大と適正な評価を頂けるように努力したいと考えています。

次期中計では、スタートダッシュを図り、業績回復と情報開示を、株主還元を通じて、株主価値の最大化を目指します

Q：業績動向と次期中計に向けた想いをお話しください

26/3期業績は、当社半導体関連のお客様の業績前提に概ね則った内容としており、下期以降の業績回復を想定しています。ただし、中国を中心とした好調な海外売上高に関しては、当社独自の成長戦略が奏功しています。27/3期業績に関しては、現在の踊り場局面を脱し、本格的な回復局面を迎えるとの見方がお客様のコンセンサスとなっています。当社次期中計は27/3期から始まりますが、この機会をしっかりと捉え、スタートダッシュしたいと考えています。また、次期中計では、株主還元を含む財務面の開示強化に加えて、非財務項目の開示内容の充実を図ることで、当社のサステナビリティ活動をアピールしたいです。

Q：株主還元をどのようにお考えですか

株主還元に関しては、引き続き充実させたいです。現中計期間中の株主還元方針は、「配当性向30%以上」を掲げていますが、自己株取得を実施しており、25/3期実績と26/3期（予想）の2期間における総還元性向は平均48.5%となる見通しです。また、次期中計では、株主還元方針の見直しを検討する予定です。国内外の投資家の皆様に安心して当社株を保有して頂くとともに、個人投資家数を増やしたいと考えています。

和田取締役専務執行役員インタビュー

新たな用途や商材開発を通じ、財務面に貢献できる研究開発を展開します

Q：事業機会と獲得に向けた対応策をどのようにお考えですか

当社の継手は、世界シェア 90%を誇るデファクト製品であり、引き続き国内市場でのシェアの維持を目指します。一方で、当社ピラフロン製品の強みを活かし、お客様の課題解決や要望に応える新しい商材開発を進めることで、用途の開拓やターゲット市場の拡張を図ります。これまで当社は、半導体の前工程を中心とした事業展開してきましたが、今後は後工程においても高いクリーン度が求められるため、参入を検討しています。現在、当社連結売上高の約 7 割が半導体市場に依存しています。市場の浮き沈みの影響を軽減するためにも、商材の多角化に加え、医薬分野などのクリーン度を求められる分野への展開を強化する方針です。

組織が一体となった開発活動を強化し、当社の強みを活かした用途や商材開拓を進めます

Q：保有する知的資本と人材について教えてください

研究開発では、中期経営計画で掲げた施策の実現に向けて優先順位を明確化しつつ、知的資本の十分な拡充が図られています。並行する開発案件に対しては、柔軟に対応しつつ、長期的視点に立った技術者の育成とキャリア採用を推進しています。特に、今後の半導体産業における微細化および積層化を見据え、ケミカル系や樹脂などの素材関連に強みを持つ人材採用を進めています。また、新設した三田イノベーションセンターでは、技術者の「働きやすさ」と「働きがい」を重視し、働く環境の改善を図っています。同センターは、電子機器と産業機器分野の技術者を集約することで、両事業間の技術交流を促し、組織が一体となった開発活動を推進しています。

Q：研究開発は財務面とどのように連動していますか

現在、合計 20 件の開発テーマ（うち 5 件は半導体分野）を掲げ、短中長期のスケジュールに基づいた開発が進行しています。当社の開発は、基本にお客様と共同で行い、新製品件数などの KPI を設定することで、商品化の確度を高めています。さらに、産学連携を図ることで、開発スピードを向上させています。単体ベースの 5 年以内新製品売上高比率は 8%強ですが、改良製品が多いため、実際の比率は更に高いと認識しています。開発の時間軸については、素材分野を中心に 2030 年を目安としたロードマップを策定し、欧米での規制強化への先行対応や、PFAS フリーの代替材料の開発などを進めています。耐食性やクリーン度、高温・高圧対応などに関する独自の知見や技術を確立し、お客様や材料メーカーとの共同開発を加速するとともに、機密保持の観点からも競合に対して優位性を確保しています。

スケジュールに基づいた実効性の高い研究開発を通じて、財務面に貢献できる組織運営を図ります

Q：次期中計に向けた想いをお聞かせください

社会や産業構造が大きく変化する時代にあって、変化を先読みできる技術者を育成し、要素開発を更に強化することが重要です。樹脂素材や摺動材などの高い潜在力を持つ素材開発を強化することで、新製品の創出につなげていきます。半導体分野では、新しいニーズが継続的に生まれる一方、産業機器分野では既存製品に対する要望が減少する傾向にあります。ただし、全固体電池や SAF などの次世代技術の引き合いが増加傾向にあり、こうした新しいニーズを的確に捉え、技術対応力を強化することで、当社の優位性を発揮できる用途や商材の開発へつなげていきます。

Q：研究開発はマテリアリティとどのように結び付いていますか

当社が提供するシール製品は、お客様の省エネ、環境負荷の低減、アウトプットの最大化に貢献するものであり、当社のマテリアリティで掲げる「脱炭素と省エネルギー」、「循環経済と省資源」、「化学物質による汚染防止と水資源保全」の解決へ貢献するとともに、ESG 経営における根幹を支える製品です。

中期経営計画「One2025」の概要と進捗

企業価値（経済価値×社会価値）の更なる向上を目指す

2023年5月12日、同社は26/3期を最終年度とする3ヶ年中期経営計画「One2025」を発表した。全社基本方針としては、(1) コア事業の進化、(2) グローバル競争力の強化、(3) 新規事業基盤の創造、(4) サステナブル経営の発展、(5) 成長を支える財務戦略、を掲げ、企業価値（経済価値×社会価値）のさらなる向上を目指すとともに、次の100年へ飛躍するための基盤づくりを行う方針である。

現中計は26/3期が最終年度、27/3期から次期中計がスタートへ

ROE、配当性向及び成長投資以外の事業目標の達成は難しそう

同中計では、最終年度となる26/3期において、売上高660億円、営業利益170億円（営業利益率25.7%）、ROE10%以上に加え、配当性向30%以上、3ヶ年累計設備投資250億円が事業目標に掲げられている（売上高と営業利益はともに過去最高の更新を予想）。セグメント別では、電子機器関連事業の売上高が480億円、営業利益を145億円（営業利益率30.2%）、産業機器関連事業では売上高が180億円、営業利益を25億円（同13.8%）で計画されている。

ただし、26/3期業績予想は、売上高575億円、営業利益103億円（営業利益率17.9%）が対外公表されている。ROE、配当性向及び成長投資は、事業目標をクリアしそうであるが、売上高と営業利益に関しては、下回る可能性が高そうだ。

非財務項目の重点目標は概ねクリア可能

また、非財務目標として、以下の9つの重点目標が設定されている。環境貢献項目として、①GHG排出量を2013年度比25%削減（Scope1&2）、②PRTR法に基づく3物質の使用を禁止、③CDPスコア「B」以上の獲得と維持。人財活躍/組織成長項目として、④女性管理職比率5%以上、⑤男性育休取得率75%以上、⑥1人当たり人財育成投資額+20%、⑦多様な人財活用に関するマネジメント研修の実施、⑧DX人財育成の研修の実施、⑨デジタルツールを活用した専門スキルの継承、高度習得の効率化、である。非財務項目に関しては、概ね重点目標をクリア可能である。

サステナビリティの向上に向けた非財務KPIが初めて開示された

図表7：「One2025」数値目標

連結					
	BTvision22		One2025		
	2022年度	2025年度	増減	増減率	
	実績	目標			
売上高	48,702	66,000	17,298	35.5%	
営業利益	13,842	17,000	3,158	22.8%	
営業利益率	28.4%	25.7%	-2.7 P	-	
ROE	18.6%	10%以上	-	-	
配当性向	30.0%	30%以上	-	-	
成長投資	(3ヶ年累計) 3,715	(3ヶ年累計) 25,000	21,285	672.9%	
セグメント別					
電子機器関連事業					
売上高	36,819	48,000	11,181	30.3%	
営業利益	11,759	14,500	2,741	23.3%	
産業機器関連事業					
売上高	11,844	18,000	6,156	51.9%	
営業利益	2,059	2,500	441	21.4%	

出所：同社説明会資料などからCGRA作成

26/3 期連結業績の進捗状況

26/3 期期初の業績予想は減収減益を想定

中計「One2025」の最終年度となる26/3期業績は、期初時点において、売上高が前期比0.8%減の575億円、営業利益は同9.1%減の103億円（営業利益率17.9%）、1株当たり当期純利益308.68円が提示され、中計事業目標を下回る内容となった。

製品値上げを中心に堅調な業績推移が継続しているが、受注高自体は踊り場の様相にある

26/3 期 1Q 決算は順調な業績進捗が確認された

2026年8月6日に発表された26/3期1Q（2025年4～6月）決算は、売上高が前年同期比3.1%増の134億円、営業利益は同8.4%増の27億円（営業利益率20.0%）、経常利益は為替差損を計上したため、同5.4%減の27億円、四半期純利益は同0.7%増の19億円となった。通期予想に対する売上高の進捗率は23.4%、営業利益の進捗率は26.2%となり、過去4年間の1Q決算において、最も順調な進捗が確認された。

値上げを含む増収効果が営業利益のけん引役

26/3期1Q営業利益の増減分析（25/3期1Q：25億円→26/3期1Q：27億円）としては、値上げを含む増収効果が+6億円、円高影響が-1.5億円、材料費・外注・製品構成などの影響が-0.4億円、製造経費-1億円、販売管理費など-1.1億円である。為替の円高進行影響を除けば、各減益項目は25/3期4Qをピークに改善傾向にある。

受注残高は4四半期ぶりに増加に転じた

26/3期1Qの受注高は、前年同期比8.0%増、前四半期比2.4%減の144億円となり、6四半期連続で前年同期を上回った。受注高を売上高で除したBBレシオは1.1倍となり、3四半期連続で1.0倍を上回っており、先行きの業績安心感を醸成させる内容であった。また、1Q期末の受注残高は、4四半期ぶりに増加に転じ、133億円（月商約3ヶ月分）へ改善が見られた。

図表8：26/3 期 1Q は順調な業績進捗が確認された

(百万円、%)	25/3			26/3			進捗率
	通期	通期予想	YoY	1Q実績	1Q実績	YoY	
受注高	55,189	-	-	13,375	14,454	8.0	-
売上高	57,988	57,500	-0.8	13,096	13,499	3.1	23.4
営業利益	11,335	10,300	-9.1	2,496	2,705	8.4	26.2
営業利益率	19.5	17.9	-1.6pt	19.0	20.0	+0.9pt	-
経常利益	11,474	10,300	-10.2	2,924	2,765	-5.4	26.8
当期利益	8,299	7,200	-13.2	1,962	1,977	0.7	27.4

図表9：緩やかながらも四半期受注高は着実に回復基調を維持

(億円、%、倍)		24/3				25/3				26/3
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
受注高	電子機器関連	81	82	82	84	82	90	86	94	94
	産業機器関連	40	43	46	44	50	44	47	53	50
	合計	121	126	129	128	133	135	134	148	144
前年同期比	電子機器関連	-33.1	-27.6	-27.9	20.8	2.1	9.5	5.0	12.5	14.1
	産業機器関連	21.4	41.9	47.1	65.7	27.2	1.9	2.2	20.8	-1.7
	合計	-21.5	-12.9	-11.6	33.3	10.4	6.9	4.0	15.4	8.1
BBレシオ	電子機器関連	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	0.9	1.1
	産業機器関連	1.1	0.9	1.1	0.8	1.2	0.9	1.1	1.0	1.1
	合計	1.0	0.8	0.9	0.8	1.0	0.9	1.0	0.9	1.1
受注残高		225	198	181	151	154	135	133	123	133

出所：会社資料などからCGRA作成

電子機器関連事業の概況

継手は世界的なデファクトスタンダードの地位を確立

電子機器関連事業は、半導体洗浄装置や半導体・液晶工場の洗浄・薬液設備に組み込まれる継手やベローズポンプ、チューブなどの、ふっ素樹脂を応用・加工した「ピラフロン製品」を展開している。主力製品である半導体洗浄装置用の継手は、世界的なデファクトスタンダードの地位を確立している。

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

日本を代表する高収益企業並みの収益性を誇る

25/3 期の営業利益率は 22.6%（過去最高は 22/3 期の 32.0%）を確保しており、機械セクターを代表する高収益企業である SMC（24.0%）、ファナック（19.9%）と同水準の収益力を有している。また、東京エレクトロン（28.7%）、SCREEN ホールディングスの SPE 事業（26.4%）にはやや及ばないものの、材料価格の高騰や福知山第二工場の減価償却負担増などを考慮しても、価格改定や今後の増産効果などから、さらなる改善余地があると CGRA は考える。

高い信頼性と豊富なラインアップ、独自の金型技術が強みの源泉

同社製品は、半導体の微細化・積層化が進む中、半導体洗浄装置や半導体工場の洗浄・薬液供給工程において、薬液の漏れ防止や歩留まりの改善、設備の小型化などのニーズに対応しつつ、高品質かつ数千種類もの製品ラインアップを揃え、カスタマイズ対応によって高い信頼性を獲得している。更に、独自の射出成形、金型技術や製品設計技術を活かした差別化された高い成形技術が強みの源泉である。

業績動向：26/3 期 1Q 営業利益の進捗率は 28.8%に達した

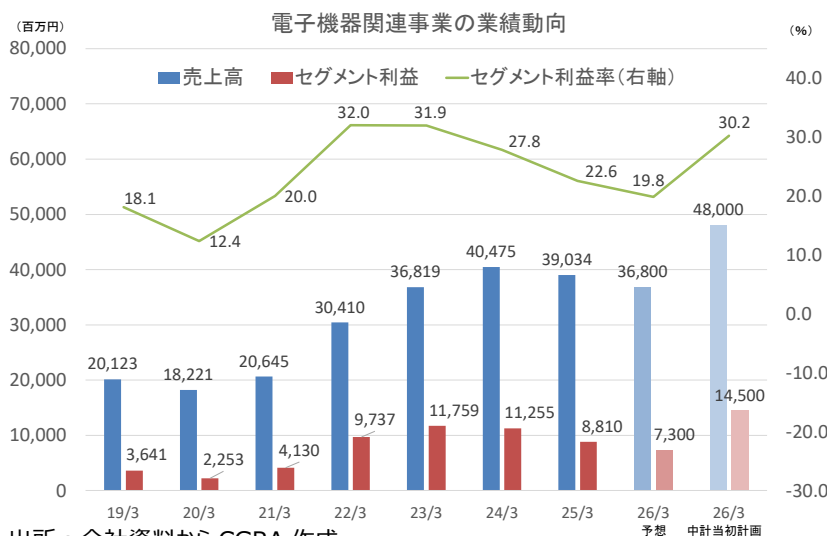
同事業の 26/3 期業績は、期初時点において売上高が前期比 5.7%減の 368 億円、営業利益は前期比 17.1%減の 73 億円（営業利益率 19.8%）が予想されている。1Q 決算は、低調な国内販売を好調な海外販売でカバーしたものの、材料費高騰などから売上高が同 0.5%増の 89 億円、営業利益は同 1.4%増の 21 億円（同 23.6%）と小幅な増収増益となった。営業利益の進捗率は 28.8%に達したものの、通期予想は据え置かれた。

順調な業績進捗が見られたが、四半期受注高の本格的な回復局面の到来が待たれる

受注動向：想定よりも遅れ気味であるが、堅調な受注環境が続く

26/3 期 1Q の受注高は、前年同期比 14.1%増の 94 億円を確保、6 四半期連続で前年同期を上回った。国内顧客における在庫調整の進展に加え、製品の価格改定、中国を中心とした好調な海外受注などが主因であり、下期以降に回復感が強まる想定である。

図表 10：受注高の早期回復に期待したい



出所：会社資料から CGRA 作成

電子機器関連事業の外部環境

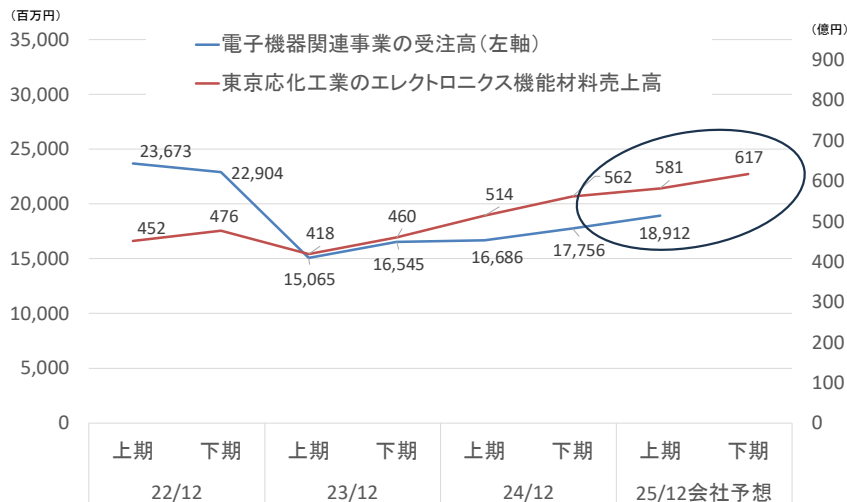
東京応化工業と荏原は今下期の需要回復を想定

CGRA は、半導体関連企業であり、12 月決算企業であるレゾナックと荏原を PILLAR の業績先行指標として注目している。前回レポートでは、レゾナックの半導体・電子材料部門と荏原の半導体向けを中心とした真空ポンプを手掛けるコンポーネント部門の売上高見通しを用いて、外部環境を説明した。今回、新たに半導体のフォトレジストに強い東京応化工業のエレクトロニクス機能材料部門の業績見通しから電子関連事業の動向を考察した。

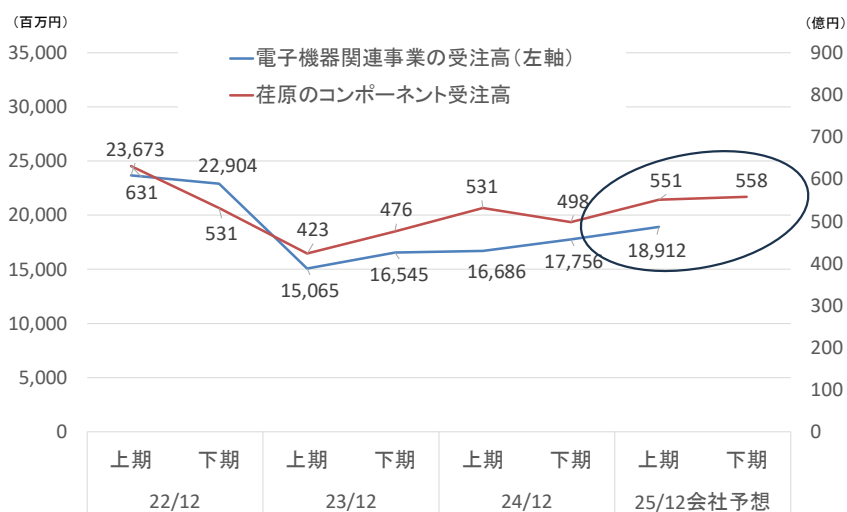
新たにフォトレジストを手掛ける東京応化工業の予想売上高を用いて下期の動向を考察した

東京応化工業の 2025 年 1~6 月期におけるエレクトロニクス機能材料の売上高は、生成 AI 向けをけん引役に前年同期比 13.2%増となり、注目の半導体前工程用フォトレジストは同 10.0%増となった。2025 年 12 月期通期の売上高は、前期比 11.4%増、うち半導体前工程用フォトレジストは同 10.0%増を予想している。一方、荏原の同期間におけるコンポーネント（＝半導体設備投資の先行指標）部門の受注高は、同 3.8%増、通期では同 7.9%増の見通しであり、緩やかな回復を想定している。

図表 11：東京応化工業の予想売上高は下期以降の回復を示唆



図表 12：荏原のコンポーネント受注は緩やかな回復局面入りを示唆



出所：各社の決算資料から CGRA 作成。同社受注高の決算期を統一調整済み

電子機器関連事業：藤原常務執行役員インタビュー

当社独自の成長戦略を展開することで、高い収益性と安定成長を実現します

Q：26/3期1Q決算の総括をお願いします

26/3期業績は、期初時点において減収減益を予想していました。26/3期1Q決算は、まずまずの内容で、概ね計画線上で推移しました。受注高は、製品の価格改定効果やスポット案件、関税前の駆け込み需要と見られる案件もあり、前年比プラスを確保しました。ただし、本格回復にはほど遠く、踊り場状況が続いています。昨年見られた客先における過剰在庫問題は、ほぼ解消しましたが、完全な適正化には少し時間が必要です。売上高に関しては、中国での地産地消を目指した販売戦略が奏功しており、国内販売の不振を中国を中心とした好調な海外販売でカバーしました。営業利益は、昨年度から実施している販売価格の改定が進み、先行していた材料価格の上昇影響の吸収が進んでいます。

独自の成長戦略が奏功、半導体設備投資を上回る成長率の実現を目指します。

Q：中長期的な「あるべき姿」をどのように見えていますか

中長期的な「あるべき姿」としては、更なる収益性の向上を目指すことに加えて、継手以外の新たな大型商材を開発することで、ビジネスの厚みを持たせていきたいと考えています。26/3期1Q営業利益率は23.6%と、25/3期1Q実績の23.4%を若干上回る収益性を確保しましたが、新設の福知山第二工場が本格稼働を始めた際には、22/3期2Qに記録した過去最高営業利益率33.4%と同水準あるいはそれを上回る収益性の確保が期待されます。今後の成長余地に関しては、2030年のグローバル半導体1兆ドル市場に向けて、半導体の微細化と積層化が進む中、後工程に近い部分で洗浄工数の増加が見込まれるため、半導体市場の成長率を上回る成長の実現を目指しています。

Q：期待される事業機会や戦略を教えてください

注力する地域としては、引き続き中国市場を重要視しています。滁州工場を生産拠点とした地産地消を展開することで、取引先企業数が増加傾向にあります。当社独自の金型と射出成形技術の優位性を活かし、競合他社に対してアドバンテージを確保出来ていると自負しています。現在、中国での売上規模は年間60億円程度ですが、中国政府主導の半導体製造装置の国産化（現在推定25%）が進むことで、当社売上高の更なる拡大に期待しています。また、樹脂不足に伴い、受注をお断りせざるを得なかった中国ローカル企業を含め、新規顧客の開拓を進めています。欧米に関しても、徐々に市場シェアの上昇を伴う拡販戦略が奏功しています。

新規用途や商材の開発を通じて、高い収益性を伴う、継続的な事業成長を実現します。

Q：次期中計に向けた想いをお聞かせください

次期中計がスタートする27/3期以降に関しては、米国半導体関税などを見極めたうえでの策定を考えています。現中計の施策として掲げた「既存市場・製品の強化」、「更なる競争力向上に向けた基盤強化」については、着実に実行しており、需要回復とともに、収益性を伴う業績拡大の実現が可能であると考えています。ただし、「新規事業の創出」は、十分な成果があげられず次期中計に向けた課題です。

Q：強みと課題を教えてください

当社の強みは、射出成形機をクリーンルーム内に設置し、高いクリーン度を確保するとともに、コンタミ問題を極限まで抑えた独自の差別化された生産技術にあります。また、総合シールメーカーとして、100年にわたって培った知見を活かした新たな製品開発に展開を図れることも当社の競争力の源泉です。リスク要因は、注力する中国事業に伴う地政学的な不確実性のほか、金型技術などの独自ノウハウに関する情報漏洩問題の対策が課題です。

産業機器関連事業の概況

各種プラントの安全・最適稼働のために必要不可欠な製品を供給

産業機器関連事業は、遠心ポンプなどの流体を制御するメカニカルシール製品やバルブおよびポンプなどのシール材として使用されるグランドパッキン製品、配管と配管のつなぎ目に設置されて漏れを防ぐガスケット製品などを手掛ける。LNG 設備や石油精製・石油化学、火力・原子力発電設備、水素やアンモニアなどのカーボンニュートラル関連設備や半導体などの様々な装置やプラントに組み込まれて使用される。

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

高い収益性を維持しつつ、中長期的な安定成長が期待可能

産業機器関連事業の業績は、老舗メカニカルシールメーカーであるタンケンシールセーコウのグループ会社化（24/3 期）に加え、石油や電力関連などの設備投資の回復、CMP 向けロータリージョイントの成長などを背景に堅調な推移を見せている。顧客設備の安全・安定稼働を支え、耐摩耗性や耐薬品性、高耐圧性などを実現する技術力が評価され、過去 4 年間平均営業利益率は 15.6%と、高い収益性を確保している。

CMP 向けロータリージョイントは引き続き成長余地が大きそうだ

同事業は、半導体のウエット工程で使用される CMP 装置向けロータリージョイントも手掛けており、成長の柱を担っている。CMP は半導体の微細化、積層化、環境対応に加え、生成 AI の登場による平坦化精度の向上や研磨工数が構造的に増加する傾向にある。また、新規顧客の獲得も加わることで、近年の業績拡大をけん引している。

業績動向：中計目標営業利益は 2 年前倒しで達成

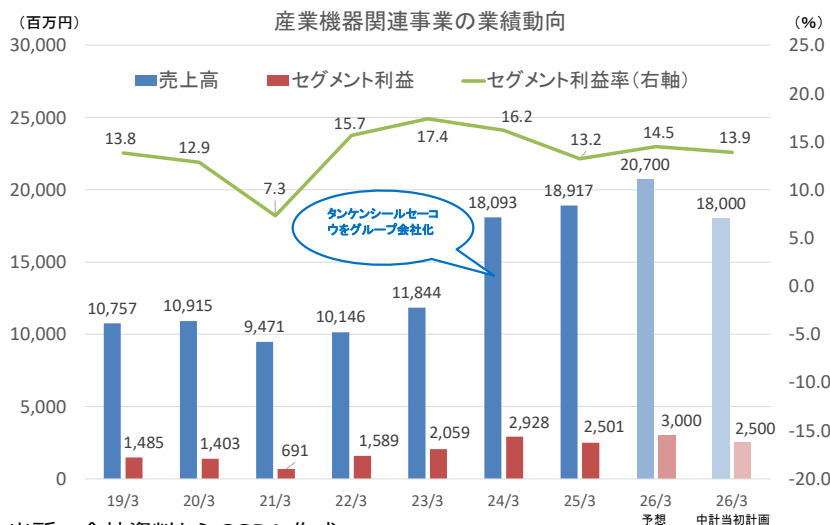
同事業の 26/3 期業績は、売上高が前期比 9.4%増の 207 億円、営業利益は同 20.0%増の 30 億円（営業利益率 14.4%）が期初時点で予想されている。既に、中計最終年度の目標売上高 180 億円、営業利益 25 億円を 2 年前倒しで達成しており、26/3 期は更なる上積みが期待される。26/3 期 1Q 決算は、売上高が同 8.7%増の 45 億円、営業利益は同 44.3%増の 5 億円（同 12.9%）を確保、営業利益の進捗率は 19.8%に留まったが、例年 1Q 営業利益は 16~17%の進捗率であり、順調に推移していると考えられる。

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

受注動向：堅調な受注環境が継続している

26/3 期 1Q 受注高は、前年同期比 1.7%減の 50 億円となり、9 四半期ぶりに前年同期を割り込んだ。ただし、前年の大型案件の反動影響によるものであり、CMP 向けを中心に堅調な受注環境が継続している模様である。

図表 13：業績好調続くタンケンシールセーコウなどが業績をけん引



出所：会社資料から CGRA 作成

産業機器関連事業を取り巻く外部環境

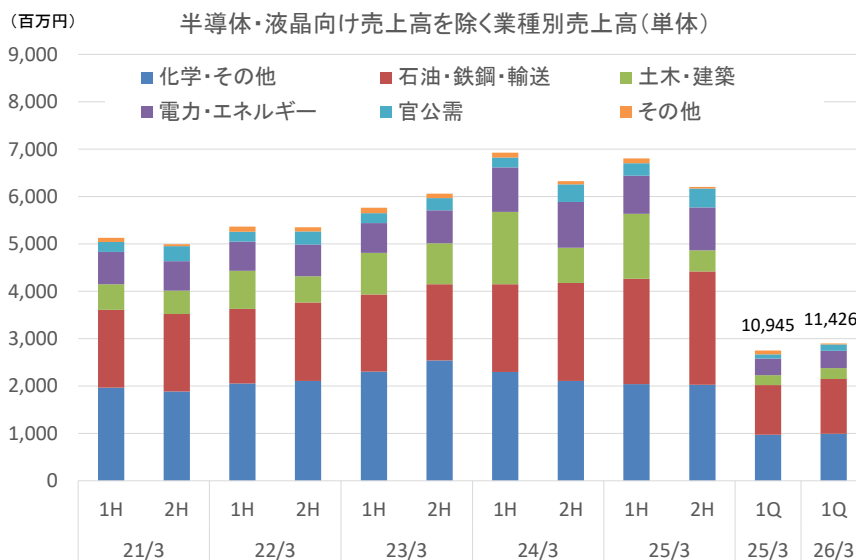
既存顧客向け売上高は回復傾向を強める

半導体・液晶分野およびタンケンシールセコウなどを除く単体ベースの既存顧客向け売上高は堅調に推移している。米国環境規制に適合した高気密・高耐圧性を有するパッキン EDP シリーズの拡販やプラントの安全化対策、国内外の石油精製向け予備品や船舶向け需要増に支えられ、石油・鉄鋼・輸送向け売上高が順調に拡大している。電力・エネルギー向けは、国内外の火力発電設備向け需要が堅調に推移している。一方で、化学・その他向けに関しては、国内エチレン業界の稼働率低下や業界の再編に向けて伸び悩み傾向にある。しかし、中長期的には、水素やアンモニア関連のエネルギーソリューションに関する設備投資、原子力発電所の再稼働や新設、鉄鋼業界における水素還元製鉄や電炉化に伴う新たな設備投資が期待される。

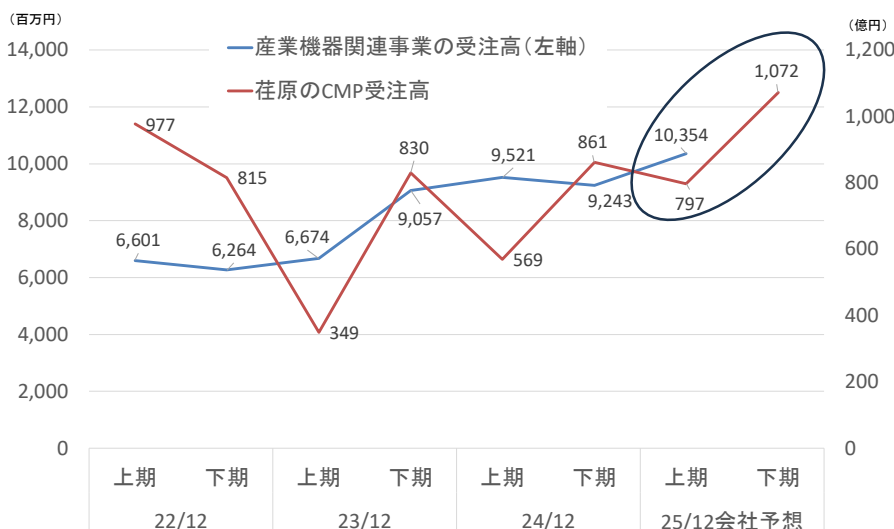
また、同事業にはCMP向けロータリージョイントが含まれており、今回、新たに荏原のCMP受注高と産業機器関連事業の受注高推移を示すグラフを掲載した。今下期に向けてはCMP向けに受注拡大が期待できそうだ。

CMP 向けに安定的な需要拡大が見込まれる上、「脱炭素」をキーワードとした中長期的な成長余地は大きい

図表 14：半導体・液晶以外の既存顧客向け売上高が回復傾向を強める



図表 15：荏原のCMP受注高が産業機器関連事業の業績先行指標



出所：決算説明会資料などから CGRA 作成

産業機器関連事業：芹田常務執行役員インタビュー

現中計は 2 年前倒しで計画を達成、「攻め」の営業組織の構築を進めます

Q：26/3 期 1Q 決算の総括をお願いします

26/3 期 1Q 業績は、社内計画を上回る好決算でした。海外において採算の良い大口案件の売上計上に加えて、CMP 向けロータリージョイントも前年同期に比べて好調でした。CMP は半導体の積層化に伴う平坦度の向上や、工数が増加傾向にあるため、今後も安定成長が見込まれます。営業利益は、増収効果に加えて、製品構成の改善、さらには継続的な製品価格の改定効果などが奏功しています。世界的なインフレ局面の中、価格転嫁を容認して頂ける状況に変化しています。1Q 受注高は、前年同期比 1.7%減となりましたが、昨年の大口案件の反動であり、トレンドに大きな変化はありません。ただし、米国の政権交代後に期待していた北米案件は思ったほど動いていません。

Q：中長期的に「あるべき姿」をどのように見えていますか

当社は連結売上高の約 7 割を半導体設備投資に依存しており、半導体の設備投資変動の影響を受けやすい収益構造にあります。このため、半導体設備投資への収益依存度の低下を図るためにも筋肉質な収益構造を構築し、業績への安定貢献を目指しています。好業績が続くタンケンシールセーコウをグループ会社化した理由もそこにあります。現在、更なる成長に向けて、用途開発、生産技術、材料、更には在庫保有の在り方などの様々な戦略を検討しています。例えば、生産工程での技術革新が進むことで、半導体の洗浄工程で使用されなかった製品が、新しいプロセスで採用されるケースもあります。このような状況を踏まえて、シール製品の強みや特徴を活かした機能部品分野への参入を検討することで、新しい付加価値の提供を実現できる「攻め」の提案営業体制の構築を目指しています。

Q：期待される事業機会や戦略を教えてください

タンケンシールセーコウの得意とするカーボン技術と、PILLAR が得意とする SiC 技術を融合し、新製品開発や共同購買などを推進することで、他社が苦手な部分への提案営業を検討しています。また、新規分野としては、水素製造の電解装置や小型原子炉 SMR などの引き合いが来ています。化学分野では、半導体材料を扱うメーカーの設備投資は堅調です。脱炭素化に向けた新エネルギー用途では、水素関連が遅れ気味であり、戦略の見直しが必要ですが、アンモニアや CCU、CCUS などは、商用化に向けた案件が動き始めています。特に、足元では LNG 関連の設備投資が活発化しています。新製品展開としては、サブスクによる包括メンテナンス提案や、圧力や温度、振動を検知してシール寿命の予知を可能とするデバイスの事業化を検討しています。

Q：次期中計に向けた想いをお聞かせください

現中計は経営目標を 2 年前倒しでクリアしました。次期中計に関しては、今年 8 月にワーキンググループがキックオフしましたが、具体的な施策の策定はこれからです。そのような中、2024 年からお客様と「技術交流会」を開催しています。お客様の特許や保有する技術などを分析し、当社の保有する技術やノウハウを活用した提案営業を通じて、新しい用途開拓を進めています。更に、今年 4 月には営業統括部を新設しました。従来の管理機能を中心とした営業本部を改め、外部から営業人材も採用し、開発部門と一緒に戦った戦略的な「攻め」の提案営業を強化しています。営業品質の向上と収益貢献を訴求可能な体制構築を次期中計における施策の 1 つと考えています。

Q：強みと課題を教えてください

産業機器関連事業は、当社創業以来の歴史ある事業です。現在、世界的にエネルギーの変革期を迎えており、あらゆる側面で当社の可能性を市場に示すことが重要であり、「技術交流会」の開催や外部から積極的な人材採用も行い、戦略的な提案営業を推進しています。

現中計は 2 年前倒しで計画をクリア、「あるべき姿」の実現に向けた攻めの戦略を実行します

次期中計では戦略的な「攻め」の提案営業を展開する方針

ESG 経営の進化

「INTEGRATED REPORT2025」が発行された

2025年8月29日、同社統合報告書2025が発行された。昨年の68ページから84ページへ拡充が図られ、マネジメントページ数の増加、強みや競争優位性、グローバル戦略に加えて、サステナビリティ項目の内容の充実が図られている。創業時のベンチャー精神を忘れず、全社でチャレンジしたいとの想いが伝わる内容に仕上がっている。ただし、社外取締役に関しては、昨年同様、4名のメッセージ形式の内容に留まった。座談会形式など、現場の生の声が伝わる内容に期待したい。

非財務項目の充実に加え、より株価意識の高まりが感じられる

環境：CDPは「気候変動」と「水セキュリティ」で「B」スコア

2024年度は、Scope1-3に基づくCO₂排出量などに関する第三者認証を取得したうえ、生物多様性（TNFD）の情報開示を行う準備に着手している。環境貢献型製品の売上高は、2025年度目標31億円に対して、1年前倒しで達成するとともに、2030年目標60億円に向けた拡販が進められている。2023年度のCDPは、「気候変動」のみが「B」スコアであったが、2024年度は「気候変動」と「水セキュリティ」において「B」スコア（マネジメントレベル）の評価を獲得した。TCFDは、温度別にリスク内容と対策、時間軸が整理されているが、今後は財務インパクトの説明が求められるよう。

人財戦略/組織成長：中計に掲げる非財務目標は概ねクリア

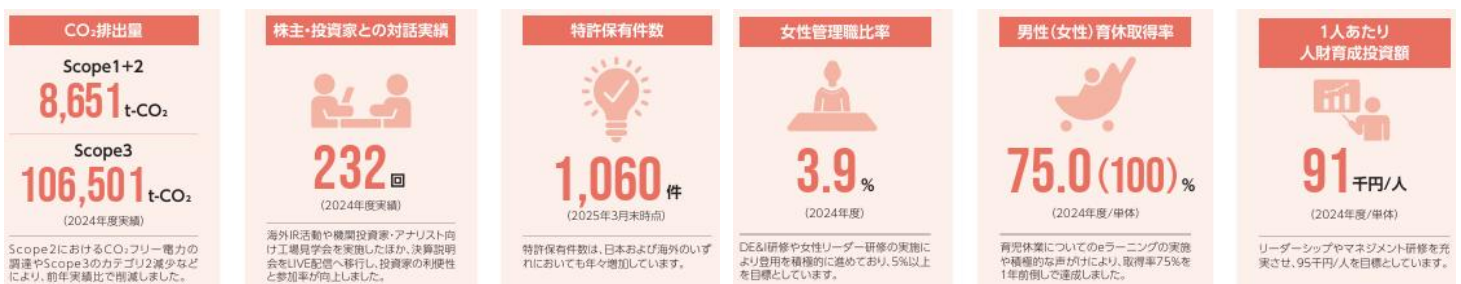
現在進行中の中期経営計画「One2025」は、財務面における数値目標の達成は難しい状況にある。しかし、非財務項目の人財活躍/組織成長で掲げた6つの項目に関しては、「女性管理職比率5%以上」を除くと、「男性育休取得」や「1人あたり人材育成投資額」などは概ね計画通りに進捗している印象である。ただし、人的資本のパートは、仕組みや取り組みの説明が中心であり、現場への浸透が伝わる内容のコンテンツが欲しい。特に、社員の「貢献意欲」や「やりがい」「誇り」などを示すエンゲージメントスコアは22年度の64に対して、23年度は61、24年度も62にと留まっている。エンゲージメントスコアを基軸とした座談会や人財戦略の展開に期待したい。

人財戦略に関しては、現場浸透が見えるコンテンツの開示に期待したい

役員報酬：2025年度から株価が業績連動報酬の評価項目に加わった

同社は監査等委員会設置会社であり、取締役の人数（社内5名、社外4名、うち女性1名。社外比率44.4%）とメンバーに変更はない。また、2024年度を取締役会は年7回と少なく、取締役アンケートでも時間や審議内容の充実を求める意見がでている。ただし、役員報酬の固定報酬は50~60%に変わりはないが、業績連動報酬の評価指標に、従来のROEやESG項目に加えて、2025年度から株価水準（対日経平均相対）がKPIとして加わった点は興味深い。

図表16：主な非財務データ



出所：同社統合報告書2025

株価バリュエーションの考え方

株式市場は同社の相対的な業績回復遅れを示唆している

CGRA では、同社の妥当株価の算出にあたって、3つのアプローチを考えてみた。最初は、同社と時価総額が近い半導体関連 3 社（TOWA、トーカロ、ローツェ）との単純比較である。同社の予想 PER13.5 倍に対して、TOWA は 23.0 倍、トーカロは 15.7 倍、ローツェは 14.6 倍であり、3 社平均予想 PER は 17.8 倍となり、同社は相対的に低位な状況にある。また、25/3 期末 BPS で試算した PBR は、同社が 1.3 倍、TOWA は 2.6 倍、トーカロは 2.2 倍、ローツェは 2.9 倍である。この結果、 $PBR = ROE \times PER$ の図式から試算される期待 ROE は、同社が 9.8%、TOWA が 11.2%、トーカロは 13.7%、ローツェは 19.9% となり、各社ともに 26/3 期は減益基調が続く中、同社の相対的な業績回復遅れが続くと株式市場は見ていると考えられる。

情報開示や IR の強化を通じて、国内外における投資家層の拡がり、認知度の向上に期待したい

ただし、営業赤字に転落した TOWA を除き、同社の 26/3 期 1Q 営業利益の進捗率は 26.3%、トーカロ 29.5%、ローツェ 27.8% と各社ともに順調な業績推移を見せている。

サム・オブ・ザ・パーツで試算される期待株価は約 5,700 円

2 つ目は、電子機器関連と産業機器関連の営業利益構成比に半導体関連銘柄の予想 PER（上記 3 社平均値）と機械業界の予想 PER（IFIS 予想）を当てはめて試算されるサム・オブ・ザ・パーツである。25/3 期における電子機器事業の営業利益構成比 78% に 3 社平均 PER17.8 倍、産業機器事業の構成比 22% に機械業界における IFIS 予想 PER20.6 倍を当てはめて試算される期待 PER は、18.4 倍となり、約 5,700 円の期待株価が算出される。

競合企業比較では概ね似通った PER で評価されている

3 つ目は、直接的な競合企業であるニチアスおよびイーグル工業との比較である。予想 PER は同社が 13.5 倍、ニチアスが 14.7 倍、イーグル工業は 12.9 倍であり、概ね似通った水準で評価されている。一方、25/3 期末 BPS に基づき算出される PBR は、同社が 1.3 倍、ニチアスは 1.8 倍、イーグル工業は 1.0 倍となる。この結果、期待 ROE は同社が 9.8%、ニチアスは 12.1%、イーグル工業は 8.1% となり、期待 ROE の差がニチアスの相対的に高い PBR を形成していると考えられる。

図表 17：同社株価バリュエーションは相対的に低位にとどまる

	株価(円)	PBR(倍)	ROE(%)	ROE(%)	PER(倍)	EPS(円)	BPS(円)	1株配当	DOE	配当性向
	2025/9/18	25/3実績	25/3実績	26/3期待	26/3予想	26/3予想	25/3実績	26/3予想	25/3実績	25/3実績
PILLAR	4,190	1.3	11.5	9.8	13.5	309	3,166	105	4.1	35.1
イーグル工業	2,615	1.0	4.2	8.1	12.9	203	2,518	110	3.9	93.0
ニチアス	5,942	1.8	15.5	12.1	14.7	404	3,349	152	3.4	22.0
競合2社平均	-	1.4	9.9	10.1	13.8	-	-	-	3.7	57.5
東京エレクトロン	25,455	6.3	30.3	24.1	26.3	969	4,016	485	15.2	50.1
SCREENホールディングス	13,255	3.0	25.1	21.2	14.2	931	4,398	280	7.5	30.1
TOWA	2,100	2.6	13.6	11.2	23.0	91	818	20	2.5	18.5
トーカロ	2,204	2.2	13.9	13.7	15.7	140	1,020	70	7.0	50.2
ローツェ	1,946	2.9	22.5	19.9	14.6	133	668	17	2.9	12.7
半導体3社平均	-	2.5	16.7	15.0	17.8	-	-	-	4.1	27.1
機械業界	-	-	-	-	20.6	-	-	-	-	-

出所：会社資料などから CGRA 作成。

株主還元方針

株主還元方針：経営陣の株価意識は相対的に高い

同社は、経営層の株価意識が相対的に高い企業であり、連結配当性向は 30%以上と一般的ではあるものの、2025 年 5 月 14 日には過去最大となる上限 100 万株（上限 20 億円）の自己株式の取得が発表された（取得期間は 2025 年 5 月 15 日～2025 年 11 月 30 日）。25/3 期は 3Q 決算において通期業績予想の下方修正が発表され、その後の同社株価は 3,100 円水準にまで下落したものの、徐々に上昇傾向を強め、8 月には 4,000 円台を回復している。

今後も株価を意識した経営と、継続した株主還元の強化に期待したい

26/3 期配当方針：自己株式取得を含む総還元性向は 61.8%

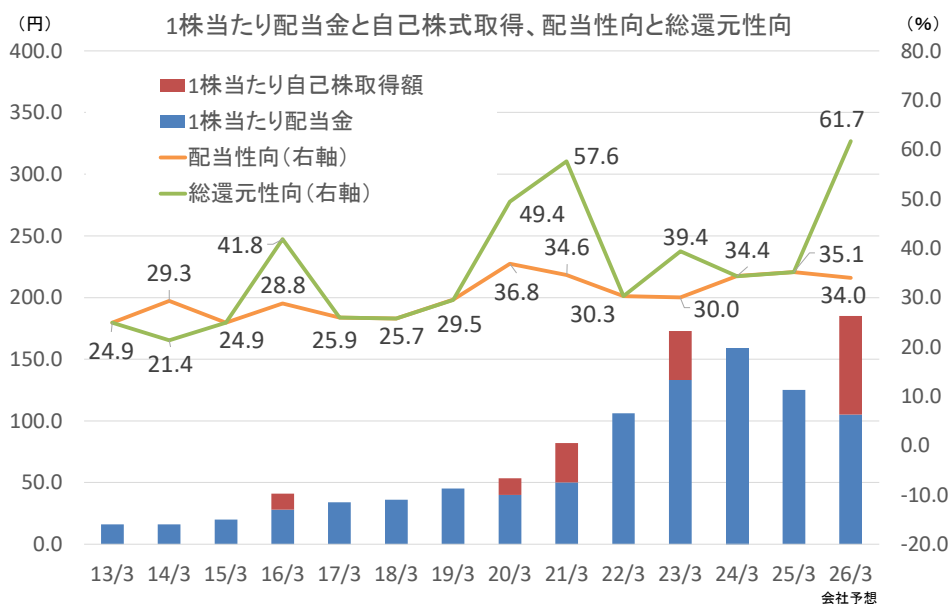
26/3 期の 1 株当たり年間配当金は、期初時点において前期比 20 円減配の 105 円（上期末 50 円、期末 55 円）が予想されている。しかしながら、上記の自己株式取得 20 億円を加味した総還元性向は 61.7%と試算され、図表が示すとおり、自己株式の取得を考慮した 1 株当たり予想配当金は、23/3 期を上回り、過去最高の更新が予想される。26/3 期は既に発表された 1Q 決算において順調な業績進捗が見られた。21/3 期以降は業績が上振れた際は、1 株当たり配当金も増額されており、今後の業績動向に注目したい。

株主総利回り (TSR)：26/3 期はプラスに転じそう

25/3 期末を基準とした株主総利回り (TSR) は、4 年前に同社株に投資した場合は、+106.4%と好パフォーマンスとなり、配当込み TOPIX の+50.2%、配当込み機械株の+46.2%をアウトパフォームする結果となった。しかし、残念ながら、過去 1 年間の株主総利回り (TSR) は、-45.9%となり、配当込み TOPIX の-1.5%、配当込み機械株の-4.3%に対して、大幅なアンダーパフォームとなった。26/3 期は仮に期末の株価が 4,000 円を維持するならば、直近 1 年間における TSR は+24%程度が期待できそうだ。ただし、2 年前に投資された投資家の TSR がプラスに転じるには 6,150 円程度の株価水準が求められる。2025 年から同社役員の業績連動報酬の評価項目に株価が加わったが、今後はより株価リターンを考慮した TSR の導入に期待したい。

26/3 期末における過去 1 年間の TSR はプラスに転じそう

図表 18：自己株式の取得を加味した 1 株当たり配当金は過去最高へ



出所：会社資料より CGRA 作成。

各種財務データ

図表 19：連結貸借対照表とキャッシュ・フロー計算書

(百万円、%)	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3
流動資産	26,124	25,279	29,832	28,821	28,375	27,025	27,994	38,050	44,605	49,274	51,008
現金・預金	13,929	12,451	14,060	13,153	12,912	12,196	11,918	21,165	22,458	17,895	21,883
受取手形・売掛金	9,602	10,159	12,143	12,785	12,026	11,551	12,701	13,009	16,990	21,256	17,975
有価証券	0	0	112	0	0	0	0	0	0	0	0
棚卸資産	2,162	2,174	2,235	2,612	3,063	2,956	3,024	3,528	4,722	8,171	10,662
その他流動資産	431	495	1,282	271	374	322	351	348	435	1,952	488
固定資産	15,342	16,884	19,514	22,717	24,597	26,165	26,955	26,941	27,886	49,561	47,046
有形固定資産	11,510	13,901	15,493	18,107	20,266	21,971	20,669	20,272	21,124	34,384	34,147
無形固定資産	75	94	107	105	173	251	246	222	242	4,782	5,075
投資その他資産	3,757	2,889	3,914	4,505	4,158	3,942	6,038	6,446	6,520	10,394	7,824
資産合計	41,466	42,164	49,347	51,933	52,972	53,190	54,949	64,991	72,492	98,835	98,055
流動負債	6,213	6,267	9,193	8,960	8,608	8,313	7,133	10,113	10,492	14,078	10,600
支払手形・買掛金	3,239	3,185	3,948	3,137	2,985	2,869	3,006	3,728	3,467	3,028	3,621
短期借入金・1年以内償還長期借入金	516	352	737	727	639	689	254	250	1,250	1,150	1,050
その他流動負債	2,458	2,730	4,508	5,096	4,984	4,755	3,873	6,135	5,775	9,900	5,929
固定負債	2,154	1,991	3,413	3,137	2,194	1,866	2,038	2,219	2,631	14,807	13,596
長期借入金	339	187	1,410	882	443	4	0	100	100	10,975	10,775
その他固定負債	1,815	1,804	2,003	2,255	1,751	1,862	2,038	2,119	2,531	3,832	2,821
負債合計	8,367	8,259	12,607	12,098	10,802	10,180	9,172	12,333	13,124	28,886	24,196
株主資本合計	31,162	32,745	35,166	37,657	40,587	41,791	43,502	49,739	55,927	63,516	68,370
その他包括利益	1,937	1,159	1,573	2,176	1,581	1,218	2,273	2,919	3,441	6,432	5,488
純資産	33,099	33,905	36,740	39,834	42,169	43,010	45,776	52,658	59,368	69,949	73,858
負債・純資産合計	41,466	42,164	49,347	51,933	52,972	53,190	54,949	64,991	72,492	98,835	98,055
(百万円、%)	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3
営業活動によるキャッシュ・フロー	2,957	3,074	3,220	3,752	5,035	4,064	5,676	11,950	6,058	5,640	14,184
税金等調整前当期純利益	3,124	3,595	4,609	5,014	5,456	3,653	4,837	11,822	14,587	15,024	11,977
減価償却費	954	940	1,022	1,397	1,718	1,822	2,056	1,991	1,954	2,652	3,338
売上債権の増減額	-94	-564	-1,989	-635	1,072	455	-1,155	-117	-3,762	-2,592	3,810
棚卸資産の増減額	-337	-22	-71	-374	-346	101	-81	-538	-1,089	-2,367	-2,353
仕入債務の増減額	275	-48	759	-844	-496	-98	147	344	-551	-983	245
法人税等の支払額	-1,365	-968	-1,359	-1,739	-1,923	-1,505	-719	-1,775	-4,729	-4,837	-4,155
その他	400	141	249	933	-446	-364	591	223	-352	-1,257	1,322
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1,378	-3,230	-2,363	-3,244	-3,902	-2,950	-3,705	-1,551	-573	-16,197	-6,807
有価証券の取得・売却	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投資有価証券の取得	0	-14	-596	-74	-132	-134	-168	-376	-27	0	0
投資有価証券の売却	35	353	56	0	0	0	0	0	0	163	379
有形固定資産の取得	-1,298	-3,549	-1,822	-3,207	-4,107	-2,760	-3,163	-1,365	-2,482	-11,465	-7,038
有形固定資産の売却	-125	0	0	0	614	18	0	0	0	96	0
子会社株式の取得による支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-5,143	0
その他	10	-20	0	37	-277	-74	-374	190	1,936	152	-148
フリー・キャッシュ・フロー	1,579	-156	857	508	1,133	1,114	1,971	10,399	5,485	-10,557	7,377
財務活動によるキャッシュ・フロー	-839	-1,145	813	-1,455	-1,493	-1,862	-2,238	-1,711	-2,790	5,323	-3,959
長期債務の調達・返済	-375	-316	1,609	-537	-527	-439	-439	96	0	-825	-300
短期債務の調達・返済	0	0	0	0	0	50	0	0	1,000	-500	0
配当金の支払	-444	-495	-781	-904	-952	-1,093	-958	-1,771	-2,715	-3,238	-3,564
新株発行・自社株取得	0	-319	0	0	0	-337	-800	0	0	0	0
その他	-20	-15	-15	-14	-14	-43	-41	-36	-1,075	9,886	-95
現金及び現金同等物期末残高	12,561	11,132	12,729	11,813	11,582	10,798	10,517	19,809	22,284	17,878	21,883



図表 20 : 連結損益計算書

(百万円、%)	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3予想
売上高	22,960	27,225	29,461	30,963	29,213	30,200	40,670	48,702	58,605	57,988	57,500
増収率	5.9	18.6	8.2	5.1	-5.7	3.4	34.7	19.7	20.3	-1.1	-0.8
売上原価	15,287	17,125	18,788	20,214	19,921	19,641	23,156	27,453	34,413	35,563	-
原価率	66.6	62.9	63.8	65.3	68.2	65.0	56.9	56.4	58.7	61.3	-
販売費及び一般管理費	4,204	4,933	5,511	5,622	5,608	5,711	6,121	7,406	9,985	11,089	-
販管費率	18.3	18.1	18.7	18.2	19.2	18.9	15.1	15.2	17.0	19.1	-
営業利益	3,469	5,166	5,161	5,126	3,683	4,847	11,392	13,842	14,206	11,335	10,300
増益率	7.5	48.9	-0.1	-0.7	-28.2	31.6	135.0	21.5	2.6	-20.2	-9.1
営業利益率	15.1	19.0	17.5	16.6	12.6	16.0	28.0	28.4	24.2	19.5	17.9
営業外収支	25	90	-5	102	41	247	428	294	891	139	0
営業外収益	116	111	111	126	120	287	442	332	1,008	364	-
営業外費用	91	21	116	24	79	40	14	38	117	225	-
金融収支	71	63	71	77	73	73	79	119	523	163	-
受取利息	6	6	6	4	4	10	3	6	7	15	-
受取配当金	72	64	70	78	73	66	80	117	535	177	-
支払利息	7	7	5	5	4	3	4	4	19	29	-
経常利益	3,493	5,255	5,156	5,227	3,725	5,094	11,821	14,136	15,098	11,474	10,300
増益率	1.3	50.4	-1.9	1.4	-28.7	36.8	132.1	19.6	6.8	-24.0	-10.2
経常利益率	15.2	19.3	17.5	16.9	12.8	16.9	29.1	29.0	25.8	19.8	17.9
特別損益	102	-646	-142	229	-72	-257	1	450	-74	502	-
特別利益	207	30	0	602	27	58	3	631	226	619	-
特別損失	105	676	142	373	99	315	2	181	300	117	-
税前利益	3,595	4,609	5,014	5,456	3,653	4,837	11,822	14,587	15,024	11,977	-
法人税、住民税及び事業税	1,198	1,405	1,592	1,737	1,017	1,391	3,536	4,159	4,243	3,678	-
税率	33.3	30.5	31.8	31.8	27.8	28.8	29.9	28.5	28.2	30.7	-
親会社株主に帰属する当期純利益	2,397	3,204	3,422	3,719	2,635	3,445	8,285	10,428	10,780	8,299	7,200
増益率	20.7	33.7	6.8	8.7	-29.1	30.7	140.5	25.9	3.4	-23.0	-13.2
当期利益率	10.4	11.8	11.6	12.0	9.0	11.4	20.4	21.4	18.4	14.3	12.5
連結EPS	97.23	131.06	139.98	152.13	108.57	144.66	350.47	442.99	462.57	355.82	308.68
セグメント売上高											
産業機器関連	10,352	10,680	10,467	10,757	10,915	9,471	10,146	11,844	18,093	18,917	20,700
電子機器関連	12,525	16,452	18,911	20,123	18,221	20,645	30,410	36,819	40,475	39,034	36,800
その他	83	91	83	82	77	84	114	38	36	35	-
連結売上高	22,960	27,225	29,461	30,963	29,213	30,200	40,670	48,702	58,605	57,988	57,500
セグメント利益											
産業機器関連	1,527	1,828	1,337	1,485	1,403	691	1,589	2,059	2,928	2,501	3,000
電子機器関連	1,919	3,314	3,818	3,641	2,253	4,130	9,737	11,759	11,255	8,810	7,300
その他	12	13	29	15	27	26	66	24	23	22	-
調整額	10	9	-23	-16	0	0	0	0	0	0	-
連結営業利益	3,469	5,166	5,161	5,126	3,683	4,847	11,392	13,842	14,206	11,335	10,300
セグメント利益率											
産業機器関連	14.8	17.1	12.8	13.8	12.9	7.3	15.7	17.4	16.2	13.2	14.5
電子機器関連	15.3	20.1	20.2	18.1	12.4	20.0	32.0	31.9	27.8	22.6	19.8
その他	14.5	14.3	34.9	18.3	35.1	31.0	57.9	63.2	63.9	62.9	-
連結営業利益率	15.1	19.0	17.5	16.6	12.6	16.0	28.0	28.4	24.2	19.5	17.9
地域別売上高											
日本	19,156	22,416	23,124	23,904	21,427	21,975	28,254	33,537	41,538	40,762	-
アジア	2,565	3,172	4,528	4,345	5,316	5,721	7,411	8,225	10,197	10,869	-
その他	1,238	1,637	1,809	2,713	2,470	2,504	5,005	6,939	6,869	6,365	-
合計	22,960	27,225	29,461	30,963	29,213	30,200	40,670	48,702	58,605	57,988	-
海外売上高	3,803	4,809	6,337	7,058	7,786	8,225	12,416	15,165	17,067	17,225	-
前期比伸び率											
日本	8.6	17.0	3.2	3.4	-10.4	2.6	28.6	18.7	23.9	-1.9	-
アジア	-10.4	23.7	42.7	-4.0	22.3	7.6	29.5	11.0	24.0	6.6	-
その他	6.3	32.2	10.5	50.0	-9.0	1.4	99.9	38.6	-1.0	-7.3	-
合計	5.9	18.6	8.2	5.1	-5.7	3.4	34.7	19.7	20.3	-1.1	-
海外売上高	-5.6	26.5	31.8	11.4	10.3	5.6	51.0	22.1	12.5	0.9	-
国内売上高比率	83.4	82.3	78.5	77.2	73.3	72.8	69.5	68.9	70.9	70.3	-
海外売上高比率	16.6	17.7	21.5	22.8	26.7	27.2	30.5	31.1	29.1	29.7	-

出所：会社資料などから CGRA 作成

<担当アナリスト>

黒田真路 上席執行役員・パートナー、シニアアナリスト

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

星野英彦 CMA 代表取締役・チーフアドバイザー

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

株式会社 キャピタルグッツ・リサーチ&アドバイザー（CGRA）

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

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