

企業レポート

産業機械・東証 1 部

2021 年 4 月 12 日

フジテック（6406）

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

エレベータの專業大手、高い FCF 創出能力を有し、情報開示および株主還元強化を進める

- ★ フジテック（以下、同社）は、エレベータ&エスカレータの專業大手。空調機市場におけるダイキン工業に似た立ち位置にあり、国内では総合電機メーカーと競合。他社に先駆けて海外展開・現地化を積極化、世界初の製品・技術を有し、海外の米 OTIS、フィンランドの KONE に対して規模、歴史で劣るが、顧客ニーズ対応力などを武器に、安定的な利益成長が続いている。
- ★ CGRA では、エレベータのグローバル市場を推定 750 億ドルと試算。2030 年に向けて年率 2%程度の成長を予想する。市場の半分は建設投資に左右される新設案件が占め、中国やインド、メコン川流域などで高成長が見込まれる。残り半分を占める保守・修理&モダンゼーション（リニューアル）市場は、先進国を中心に年率 3%程度の安定成長が期待される。
- ★ 同社においても、売上高の約半分を新設案件が占め、残り約半分は保守・修理&モダンゼーション案件が占める。同社は、リーマンショック時およびコロナ禍においても営業黒字を確保、20/3 期当期利益は過去最高を更新、安定的な FCF の創出が続いている。21/3 期業績に関しても、3Q 決算発表時に上方修正され、同時に通期 1 株予想配当金の増配も発表された。
- ★ CGRA では、世界最大の中国市場における既納入案件の更新需要の顕在化もあり、同社は中長期的な業績安定性も高いと判断している。また、時価総額の約 25%に達するネットキャッシュと安定的な B/S、高い FCF 創出能力を有している。2020 年 12 月 4 日には「戦略的方向性」を発表、OPM および ROE 10%以上に加え、新たに公約配当性向 50%以上（21/3 期予想 1 株配当金 60 円）、ガバナンス体制の強化策なども発表された。また、決算説明資料などの各種情報開示も積極化しており、今後は ESG などの非財務情報やキャッシュマネジメントなどに関する各種 KPI などの開示も期待されよう。

（フジテックの連結業績および各種株価データ：億円、円、%）

トレーディング・データ		業績推移	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3会予
株価（21/3/31）	2,358 円	売上高	1,771	1,674	1,688	1,708	1,812	1,690
52週レンジ	2,846～1,177 円	営業利益	144	127	107	103	134	133
時価総額	2,011 億円	経常利益	152	131	119	119	147	147
発行済株式総数	85,300 千株	親会社当期利益	88	86	89	92	99	93
平均売買代金（20日）	4.2 億円	EPS	109.4	106.4	109.8	114.1	122.5	114.7
会社予想PER	20.6 倍	ROE	9.7	9.4	9.2	9.1	9.5	-
PBR（20/3末）	1.1 倍	1株配当金	30.00	30.00	35.00	45.00	50.00	60.00
予想1株配当金	60.00 円	配当性向	27.4	28.2	31.9	39.4	40.8	52.3
予想配当利回り	2.5 %	FCF	36	74	65	74	67	-
ROIC（20/3）	11.0 %	NetCash	348	405	454	485	528	-

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

目 次

- (1) フジテックで注目される 3 つのポイント : p3-4**
- (2) 事業内容とビジネスモデル : p5-10**
 - ・事業内容 : p5
 - ・ビジネスモデル : p6-7
 - ・フジテックの 3 つの特徴 : p8
 - ・国内外における納入実績 : p9
 - ・歴史と沿革 : p10
- (3) エレベータ業界の事業環境と競合分析 : P11-23**
 - ・エレベータ業界の歴史 : p11
 - ・エレベータの仕組み : p12
 - ・フジテックの最近機種の説明 : p13
 - ・エレベータ市場の規模と企業シェア : p14
 - ・エレベータ市場の牽引役は何か : p15
 - ・COVID-19 の市場影響 : p16
 - ・今後の需要見通し : p17
 - ・国内エレベータの市場動向 : p18
 - ・国内競合企業の分析 : p19
 - ・ジャパンエレベーターサービスに関する CGRA の見解 : p20
 - ・海外競合企業の分析 : p21-23
- (4) 戦略的方向性と SWOT&5Forces 分析 : P24-31**
 - ・「戦略的方向性」を公表 : p24-27
 - ・SWOT 分析 : p28
 - ・5Forces 分析 : p29-30
 - ・リスク分析 : p31
- (5) 業績動向 : p32-38**
 - ・過去の業績推移 : p32
 - ・21/3 期業績動向 : p33
 - ・国内における業績動向 : p34
 - ・東アジアにおける業績動向 : p35
 - ・南アジアにおける業績動向 : p36
 - ・北米・欧州における業績動向 : p37-38
- (6) 財務および非財務分析と株価バリュエーション : p39-p47**
 - ・財務分析 : p39-40
 - ・非財務分析 : p41
 - ・ガバナンス体制 : p42
 - ・情報開示を積極化 : p43
 - ・株主還元策 : p44-45
 - ・最近の株価および株価バリュエーション : p46-47
- (7) 東京ショールーム見学 : p48**
- (8) 連結損益計算書と貸借対照表とキャッシュフロー : p49-50**

(1) フジテックで注目される 3 つのポイント

ポイント①：アフター事業に支えられた安定的な業界

エレベータ市場は都市化の進展、中間所得層の拡大、人口の高齢化、更新需要（モダンゼーション＝リニューアル）の顕在化、更には省エネニーズの高まりなどを背景に、今後も安定的な市場拡大が見込まれる。同市場の半分を安定的な売上計上が見込まれる保守・修理＆モダンゼーション事業が占めているうえ、今後は世界最大のエレベータ市場である中国において設置後 20 年以上を経過した案件の更新需要の顕在化が期待される。

市場の約半分が保守メンテ事業に支えられ、業界の寡占化も進んだ業界

そのような市場環境において、エレベータ業界は、トップ 5 社が世界市場の 7 割を占め、国内においても 5 社に絞られた寡占化が進んでいる。国内では主要顧客であるゼネコン業界の収益性改善や建物の付帯設備の高付加価値化の進展が進んでいるうえ、海外競合企業においては豊富な保守・メンテ台数に支えられた 12-14%もの高い営業利益率と安定的な FCF の創出が見られている。したがって、同業界は景気変動の影響を受けにくく、かつ安定的にキャッシュの創出が可能な業界と言えよう。

ポイント②：FCF 創出能力が高い

同社はリーマンショック時ならびに今回のコロナ禍においても営業黒字を確保しており、マクロ経済リスクに対する収益抵抗力が強い特徴が窺える。売上高の約半分を安定的な売上計上が見込まれる保守・修理＆モダンゼーション事業が占めている点が主因。今後も先進国におけるエレベータの高付加価値化需要およびアジア地域を中心とした新興国における新設需要増に加え、過去 20 年以上前に納めた機器の更新需要（モダンゼーション＝リニューアル）の顕在化が見込まれる。同時に、安定的な利益計上（過去 10 年平均連結営業利益 108 億円）および FCF の創出（過去 10 年平均 68 億円）が継続可能と CGRA では見ている。

リーマンショックおよびコロナ禍においても営業黒字を維持

また、21/3 期会社予想連結営業利益は、3Q 決算時に 107 億円から 133 億円へ上方修正された。20/3 期においては、2Q および 3Q 決算時に上方修正しており、対外発表業績計画に対する達成のこだわりが感じられる。

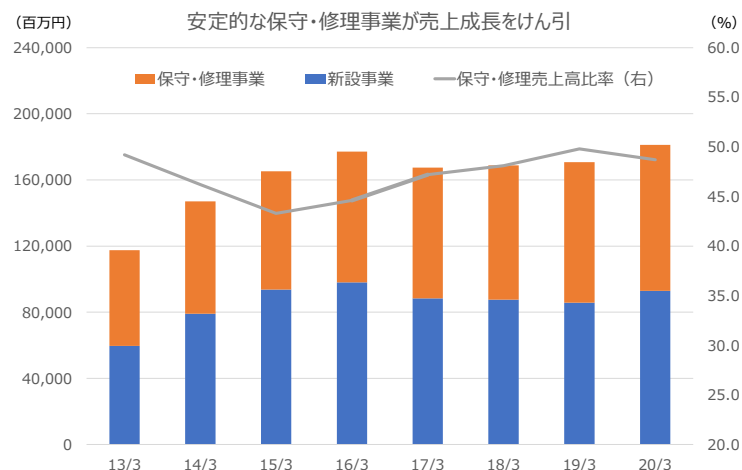
ポイント③：情報開示および株主還元を積極化

同社は对外公表の中計目標値を達成する確度が高いうえ、株主還元を積極化している。16 年 4 月開始の 3 か年中計「No limits Push Forward Together」では、19/3 期売上目標 1,700 億円、営業利益 103 億円、営業利益率（OPM）6%を想定していた。19 年 4 月開始の新中計「Innovation Quality & Speed」においては、22/3 期目標連結売上高 1,800 億円、連結営業利益 130 億円、営業利益率 7.2%に加え、新たに目標 ROE 8%以上が明示されたが、ともに 1 年目で目標値をクリアした。

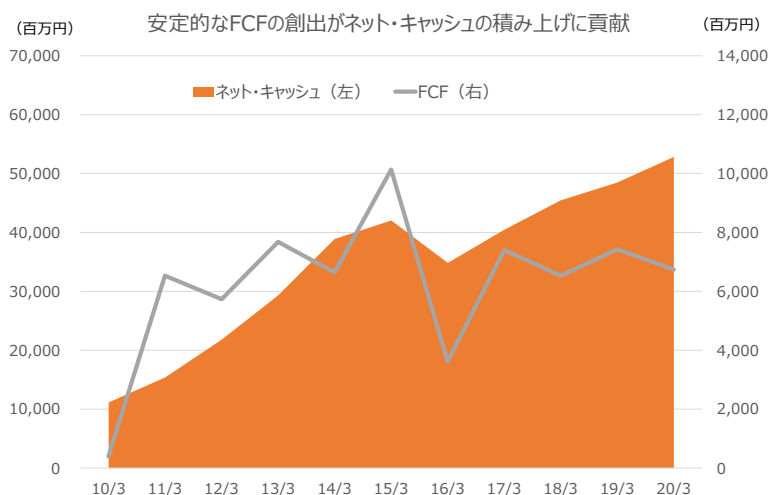
情報開示に加え、株主還元を積極化

2020 年 12 月 4 日発表の「戦略的方向性」では、各国の市場成長率を上回る事業成長の確保、早期に営業利益率 10%以上の確保、利益率向上を通じた ROE 10%以上の維持に加え、新たに基本配当性向 50%以上（21/3 期まで 5 期連続の増配）および発行済株式数約 5%の自己株式消却が明記された。同時に、指名報酬諮問委員会の設置や買収防衛策の非継続などのガバナンス体制の強化も発表された。

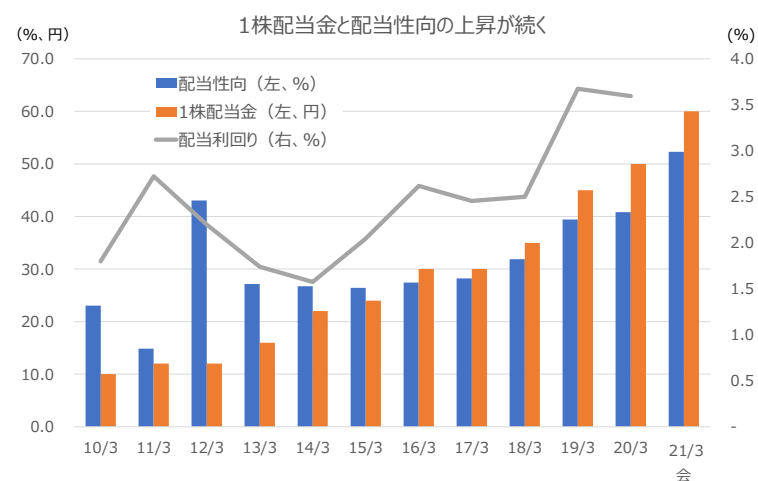
上記の状況などを背景に、外国人保有株比率も 16/3 期末の 30%から 20/3 期末には 40%へ上昇、株価バリュエーションの切り上がりも見られている。

図表 1：保守・修理事業が売上高の約半分を占める


20/3 期は過去最高の売上高を確保、うち保守・修理事業が 48.7% を占める

図表 2：安定的な FCF の創出が期待可能


同社は安定的に FCF を創出可能な収益構造を有し、ネット・キャッシュが積みあがる状況にある

図表 3：株主還元を積極化


同社は安定的な増配と配当性向の引き上げを継続している

出所：会社資料から CGRA 作成

(2) 事業内容とビジネスモデル

事業内容：エレベータなどの空間移動システムの大手専門メーカー

同社は、1948 年大阪市西区で創業を始めた富士輸送機工業株式会社を前身としたエレベータおよびエスカレータを始めとする空間移動システムの大手専門メーカー。創業者は現社長である内山高一氏の父にあたる故内山正太郎名誉会長（2003 年 7 月 23 日没）。戦後の復興を願い、同社を設立した。

現在、世界 24 の国と地域に展開、国内 2、海外 8（アメリカ、インド、香港、台湾、韓国、中国 3）の計 10 工場を有する。1974 年に社名を現在のフジテックに変更すると同時に、東京証券取引所および大阪証券取引所 1 部に指定替えした。

国内競合である日立製作所は 1932 年、三菱電機は 1935 年にエレベータの一貫製造を開始、一方、東芝はフジテックに約 10 年遅れて 1958 年に同市場に本格参入した。

20/3 期の地域別売上高（1,812 億円は 4 期ぶりの過去最高売上高）は、日本が 40%、中国を含む東アジアが 35%、北南米が 15%、シンガポールやインドなどを含む南アジアが 10%。

国内競合との競争を避けるために、海外展開を積極化してきた

同社は先行する国内メーカーとの競争を避けるため、海外進出を積極化させる独自戦略を展開してきた。まず、1964 年の香港を皮切りに、68 年には韓国、72 年にはシンガポール、77 年にアメリカ、79 年にはアルゼンチンとマレーシア、80 年には台湾、81 年にはサウジアラビア、エジプト、フィリピン、82 年には欧州初となる UK に進出するなど、アジア地域を中心に海外拠点を整備してきた。中国市場に関しては、95 年に中国中紡集団会社と合併会社「華昇フジテック」を設立、97 年には中国河北省廊坊市に華昇フジテックの新工場が稼働。2001 年には上海市に合併会社「上海華昇フジテック」を設立、02 年に上海華昇フジテックのエスカレータ工場が稼働。03 年には上海 RD センター、06 年には上海調達センターを設立した。

世界初となる技術・製品を数多く輩出

同社は海外展開と同時に技術開発を強化、世界初となる独創的な製品・技術も数多く発表してきた。具体的には、1976 年に世界に先駆けて分速 600m の超高速直流ギヤレス・エレベータ、78 年には世界初のマイコン制御標準型エレベータを市場投入。88 年にはファジーコンピュータを活用したエレベータ群管理システム、93 年にはエレベータ・マルチ AV システム「オービス」、95 年にはニューロコンピュータを活用したエレベータ群管理システム「ニューロス」および世界初のロープレス・リニアエレベータの実証試験に成功。2001 年には世界初となるダブルデッキ・エレベータ「フレックス-DD」、2002 年にはエレベータ新駆動システム「タロンドライブ方式」などの開発・製品化に成功した。

加えて、業界初となる製品および技術としては、2002 年に「遮煙エレベータ乗場ドア」、2009 年にレーザー方式ひも状態物体検出装置「ドアエッジセンサー」を開発している。

コロナ禍において空間環境の衛生面が議論される中、同社は 2003 年に世界初となるエレベータ用プラズマクラスターイオン発生装置「イオンフル」を商品化、最近では非接触ボタンの「エアータップ」が好評を博しているうえ、エレベータ内に冷房機を標準装備するなど、他社に先駆けてエレベータ空間環境の改善に努めている。

フジテックは日本を代表するエレベータおよびエスカレータの専門メーカー

他社に先駆けて海外展開を積極化

専門メーカーの強みを生かした世界初となる製品群を多数発表

・ビジネスモデル

製販一貫体制を有するエレベータ・エスカレータの専門メーカー

同社は開発から設計、生産、販売および据え付け、保守・修理＆モダンゼーション（＝リニューアル）までの一貫した事業を自社でグローバル展開している。関係会社は 34 社、うち連結子会社は 19 社。海外子会社は 1-12 月決算である。

製販一貫体制を武器に、
グローバル展開

売上高の約半分が新設されるビルに組み込まれる新規案件のエレベータ＆エスカレータ事業。残り半分は新設案件の納入後の保守・修理事業および設置されて 20 年以上が経過した機器の更新・近代化（モダンゼーション＝リニューアル）事業が占める。

6 つの経営資本についてのポイント

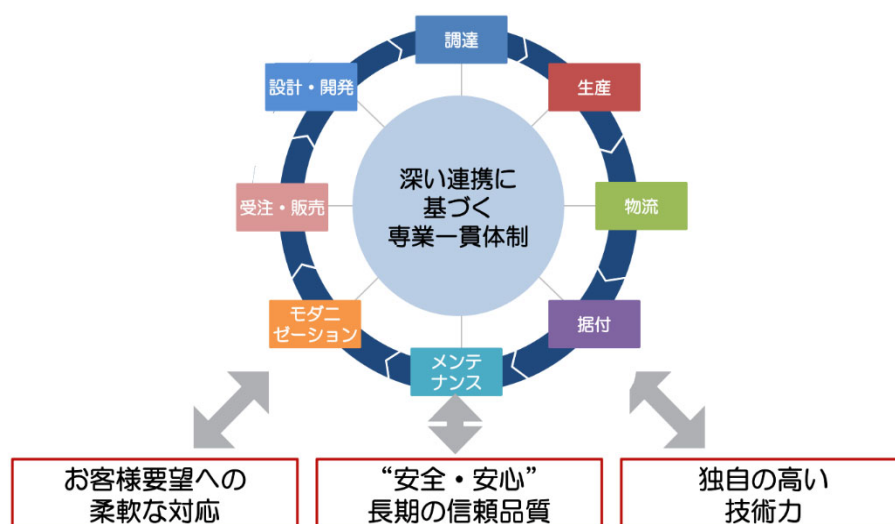
知的資本である研究・開発に関しては、国内を中心に上海 RD センターなどにおいて現地ニーズに応じた製品開発を行っている。また、2020 年にはインドで研究塔（タワー）の建設に着手。20/3 期の研究開発費は約 22 億円、対売上高比率は 1.2%（過去 5 年平均研究開発費は年間約 23 億円）に留まるが、世界初の技術や商品を生み出す、効率の良い研究・開発を行っている。

効率の良い研究開発を
実施

製造資本である生産に関しては、国内 2 工場（滋賀県彦根、兵庫県豊岡）、海外 8 工場（中国 3 工場、台湾、韓国、香港、インド、アメリカ）が担う。20/3 期における年間生産高の 39%が日本、同じく 39%を東アジア（中国、台湾、香港、韓国）、13%を北米、9%が南アジア（インドなど）であった。国内では自動化省人化設備の導入に伴う生産能力の拡大を図り、インド（年間 2,000 台体制の構築中）や台湾工場（年間 1,000 台体制を構築中）では能力増強投資を実施中。20/3 期設備投資は約 33 億円（対売上比率 2%）、減価償却費は約 31 億円。

インドおよび台湾で生産
能力を増強中

図表 4：製販一貫体制が同社の強み



出所：フジテック「戦略的方向性」

人的資本に関しては、20/3 期末の連結従業員数 10,292 名。過去 10 年間で 32%増加。また、フィールドエンジニアの強化を目指し、「エクスペリエンスセンター」をシンガポール（2019 年 6 月）、インド（2019 年 8 月）、東京（2020 年 10 月）に開設。据付・メンテナンスの技術力強化、品質向上を図るグローバルな人材育成を強化している。

財務資本としては、20/3 期の総資産 1,936 億円（有利子負債 42 億円、前受金を除く Net Cash294 億円）、株主資本 1,191 億円、株主資本比率は 55.3%である。CGRA では、同社は成長のための十分な設備投資や M&A、研究開発投資余力を有していると考え。なお、財務資本をベースとしたアウトプットは、売上高 1,812 億円、営業利益 134 億円（営業利益率 7.4%。16/3 期過去最高益 144 億円に対して 93%水準）、ROE 9.5%、FCF67 億円を稼ぐ収益構造を確保している。

強固な財務基盤を有し、
投資余力は大きい

社会関係資本に関しては、「人と技術と商品を大切に、新しい時代にふさわしい、美しい都市機能を、世界の国々で、世界の人々とともに創ります」という経営理念のもと、「安全・安心」の追求による質の高い社会インフラの整備を推進する。また、上記の「エクスペリエンスセンター」ではショールームを併設、ブランディングの強化を図っている。

自然資本としては、各種環境規制に適合した素材を採用、最新技術の導入によって省エネを実現するとともに、タイムリーな保守・メンテや効率のよいロジスティックで環境負荷の低減を図る。なお、同社は GHG などの排出削減目標は提示していないが、環境負荷の軽減実績を明記しているうえ、今後は各種 KPI の発表を予定している模様。

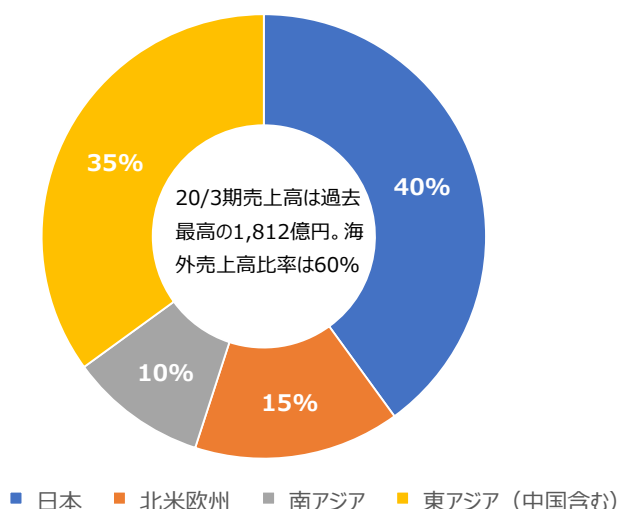
売上高の約半分を保守・修理事業が占める

同社は日本および中国を中心としたアジア地域と米国市場を主要なターゲットとし、連結売上高に占める新設案件比率は 51%、保守・修理＆モダンゼーションなどのアフターマーケット事業が 49%を占める。また、海外売上比率は 60%、中国事業は連結売上高の約 3 割を占める。

売上高の半分をアフター
マーケット事業が占める

図表 5：海外売上高比率は 60%に達する

20/3期における地域別売上構成比（%）



出所：会社資料から CGRA 作成

・フジテックにおける 3 つの特徴

CGRA では、同社のビジネスモデルを支える 3 つの特徴（＝強み）を（1）専門メーカーによる製販一貫体制、（2）顧客に密着した事業展開力、（3）顧客ニーズを具現化する製品化力、と考えており、以下にポイントをまとめてみた。

（1）専門メーカーによる製販一貫体制

同社はエレベータおよびエスカレータに特化した専門メーカーであり、開発から設計、生産、販売および据付、更には保守・修理＆モダンゼーションまでを自社で行う一貫体制を有する。また、マイコンやモータ、インバータなどのキーパーツの内製化も進んでいる。

同社は空調機のダイキン工業に似た業界の立ち位置にある

規模と歴史に関しては、欧米競合企業に及ばないものの、世界各国で事業展開し、顧客ニーズをくみ上げ、数多くの世界初および業界初となる技術・製品開発に成功している。従って、同社は、業界は異なるものの、空調機の専門メーカーであるダイキン工業と似通った立ち位置にある企業であると CGRA は考える。

（2）顧客に密着した事業展開力

同社は顧客ニーズを速やかに製品開発に反映させるべく、各事業が深く連携した事業運営を行っている。例えば、コロナ禍の 2020 年 4 月に販売を開始した新標準機「XIOR」は、新機能非接触ボタン「エアータップ：AirTap」とエレベータ内の混雑度合いを示す「混雑度表示」を標準搭載している。「エアータップ」は、病院などの医療現場や食品加工工場などにおいて衛生面を強化したいとの顧客ニーズをもとに開発をスタート、約 2 年を経て他社に先駆けて製品化に成功、コロナ禍において大変な反響を呼んでいる。

顧客ニーズを反映させた製品開発力に定評がある

「混雑度表示」に関しては、独り住みの女性が夜間に 1 人でエレベータに乗ることへ不安を感じるとの顧客の声に基づき、同社の女性スタッフが中心となって開発した機能である。また、同社は東京と大阪のショールーム（＝クリエイティブスタジオ）に顧客の稼働中のエレベータをリアルタイムでチェックする「セーフネットセンター」を併設、地震などの不測の事態における万全のサポート体制を完備、顧客に密着した高い事業展開力を有している。

（3）顧客ニーズを具現化する製品化力

同社は上記のような顧客の声をいち早く捉え、他社に先駆けて製品化する能力に長けている。研究開発費は年間 25 億円程度であるが、数多くの世界初、業界初の製品化に成功しており、様々な自動化・省力化ニーズを捉え、早期に製品化を実現するキーエンスに似た製品化力を有していると言える。

同社はキーエンスに似た製品化力を有する

この背景には、営業と開発との連携、工場での高い量産化技術、滋賀県彦根の本社にある高さ 170m の研究塔（タワー）と隣接する Wing Square では分速 1,000m 級の超高速機を始めとする様々なタイプのエレベータやエスカレータに関する多種多様な技術開発を可能とする開発体制などがあると言える。また、様々な新たなニーズが生まれる中国における上海 RD センターとの連携、大学などとのオープンイノベーションにも積極的であることで実現している。

・国内外における主な実績案件

国内外における主な納入実績

近年の国内における主要納入実績としては、東京ワールドゲート、渋谷 MIYASHITA PARK、渋谷スクランブルスクエア、渋谷フクラス（東急プラザ渋谷）、渋谷ソラスト、渋谷ストリーム、渋谷ソリス、ハイアットリージェンシー横浜、大手町プレイス、HOTEL THE MITSUI KYOTO、上野フロンティアタワー、JR 横浜タワー、JP タワー名古屋、クロスゲート金沢などが代表的案件。また、GINZA PLACE では非接触ボタン「エアータップ」への更新工事を実施。

一方、海外における主要納入実績としては、米国ではニューヨークの マディソンスクエアパークタワー、610 レキシントンアベニュー、Pyramid57 や Sky、ニュージャージーの New Meadowlands、シカゴの Soldier Field、シンシナティの Paul Brown Stadium、デイトンの Dayton Children's Hospital など。シンガポールでは Marina One、マレーシアでは Convention Centre、台湾では Miramar Entertainment Park、建設中のフォーボン生命本社ビル。韓国では Hana Financial Group や Korea Design Center。香港では Government Complex。UAE では Dubai International Airport などが代表的案件。

主なモダンゼーション工事としては、シンガポールのワンラッフルズプレイス、米国ダラスのバンク・オブ・アメリカ・プラザ、香港・Three Garden Road、英国・HSBC 本社などがある。

主な国内外の納入
案件を紹介

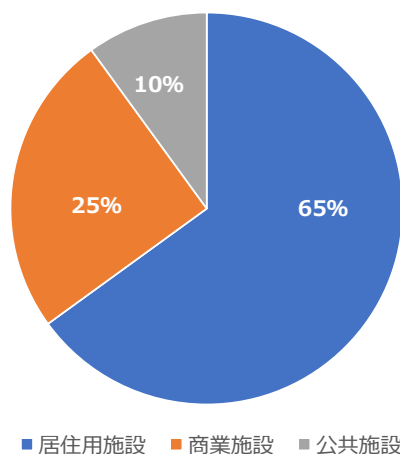
グローバル・エレベータ市場の 65%が居住用

同社は空調機大手のダイキン工業と同じく、関西を地盤とする企業である。居住用と非居住用の商業施設に分類すると、居住用のウエイトが多い模様。オフィスビルは施工主およびゼネコンが顧客、マンションでは施工主が新規案件の顧客となるが、マンションにおけるアフターサービス事業に関しては管理組合が顧客となる。グローバル・エレベータ市場の 65%が居住用、25%が商業施設、10%を公共施設が占める

グローバル・エレベータ
市場は居住用が
65%、商業施設向
けが 25%を占める

図表 6：エレベータ市場の 65%を居住用、25%を商業施設が占める

用途別グローバルエレベータ市場（％）



出所：会社資料などから CGRA 作成

・歴史と沿革

フジテックの歴史と沿革

同社は、1948年に故内山正太郎名誉会長が大阪市西区で創業を始めた富士輸送機工業株式会社が前身。1974年に現在のフジテックに社名変更した。

生産および販売拠点：アジア地域を中心に積極的に海外市場へ展開

- 1964年：フジテック・ホンコン設立
- 1965年：大阪製作所稼働
- 1968年：フジテック・コリア設立
- 1972年：フジテック・シンガポール設立
- 1974年：フジテック・ベネズエラ設立
- 1977年：フジテック・アメリカ・インク設立
- 1979年：フジテック・アルゼンチンおよびフジテック・マレーシア設立
- 1980年：フジテック・台湾設立
- 1981年：フジテック・サウジアラビア、エジプト、フィリピンを設立
- 1982年：アメリカ・オハイオに世界最大規模のエレベータ工場建設、フジテック・UK 設立
- 1985年：フジテック・パシフィック設立
- 1989年：兵庫県の豊岡工場が稼働、フジテック・インドネシア設立
- 1992年：インドネシアのバダム工場が稼働、フジテック・カナダ設立
- 1995年：韓国の仁川工場が稼働、合併会社「華昇フジテック」を設立
- 1997年：中国河北省廊坊市に華昇フジテック工場が稼働
- 2000年：エレベータの主力工場として滋賀製作所が稼働
- 2001年：中国・上海市に合併会社「上海華昇フジテック」設立
- 2002年：上海華昇フジテックのエスカレータ工場が稼働、華昇フジテック第2工場完成
- 2003年：中国・上海に開発拠点「上海 RD センター」を設立
- 2004年：フジテック・インドとフジテック・ベトナムを設立
- 2005年：上海 RD センターの新社屋が完成、フジテック・UAE 設立
- 2006年：本社・研究開発・生産の各機能を統合した「ビッグウイング」が滋賀県彦根に完成、
- 2006年：中国・上海に上海調達センターを設立
- 2010年：エスカレータ開発・生産拠点「ビッグステップ」、アフター拠点「ビッグフィット」が完成
- 2011年：インド・チェンナイのエレベータ工場が稼働
- 2012年：フジテック・タイを設立
- 2014年：フジテック・ランカ（スリランカ）を設立
- 2015年：フジテック・ミャンマーを設立
- 2016年：台湾新竹工場のリニューアルが完成
- 2018年：創業 70 周年

(3) エレベータ業界の事業環境と競合分析

エレベータ業界の歴史

1853 年、EG オーチスは非常落下防止装置付きエレベータの特許を取得するとともに、現 OTIS を設立した。1862 年に Roebbling 社がエレベータ用のワイヤーロープの製造を始め、従来の切れ易い麻ロープから現在も使用されているワイヤーロープへ変更が進んだ。

動力源に関しても、蒸気を使用したものから直流電動機を用いた電動タイプへ進化が進み、1889 年に OTIS がニューヨークのデマレストビルに初めてウームギア減速機付の直流電動機駆動エレベータ（巻胴式）を納入した。ただし、巻き上げ式なので、ビルが高層化すると、ロープが長くなり、巻き上げ機も大型化する欠点があった。この問題を解消したのが、エレベータ籠とつり合い錘の重量をバランスさせ、巻き上げ機で効率よく駆動させるトラクション式エレベータである。

トラクション式エレベータは欧州で開発されたものの、当時の欧州は市場規模が小さかったため、OTIS は 1903 年にニューヨークのピバ・ビルディングとシカゴのマジェスティック・ビルディングに初めてトラクション式ギヤレス・エレベータを納入した。

1920 年頃に日系エレベータメーカーが台頭

日本において最初に導入されたエレベータは、1875 年に王子製紙の十条工場に設置された荷役用の水圧式である。乗用エレベータは、1890 年に OTIS が初めて東京浅草の「浅草十二階」に納入した。その後も、日本銀行本店などで OTIS 製の採用が相次いだものの、1915 年に我が国初の国産化エレベータ「東松式エレベータ」が大阪の伊藤丸紅呉服店に設置された。1919 年には我が国最初の法人組織である日本エレベータ製造、1920 年頃には帝国エレベータ、日本重機製造、内外エレベータなどが誕生した。1926 年頃の日本のエレベータ稼働台数は約 2 千台、うち約 800 台が OTIS、約 1,000 台が日本エレベータ製造製であった模様。

高性能・ハイエンドエレベータ市場は、1923 年に発生した関東大震災以降に関しても、OTIS を始めとする外国メーカーの独壇場であった。OTIS に遅れて日本市場に参入したのが米国ウエスチングハウス（WH）である。しかし、1930 年代から第二次世界大戦までは、国産品の採用が奨励されたこともあり、国産メーカーの台頭が目覚ましかった。

OTIS は 1941 年に米国からの派遣役員が帰国、事業の縮小を始め、1951 年に東洋 OTIS として再出発を果たした。WH に関しても、販売を三菱電機に委託、1935 年に三菱電機は WH との技術提携を生かし、エレベータの一貫製造販売を開始した。また、日本エレベータ製造は 1936 年に日立製作所を買収された。その後、1948 年、民間向けエレベータの製造禁止令が解除、建設省が管轄となり、東京都昇降機安全条例が制定され、市場は復活に向かった。

同社は民間向けエレベータの製造禁止令が解除された 1948 年に、前身の富士輸送機工業株式会社を設立。東芝は 1958 年に東洋オーティスと資本提携。その後、1966 年に資本提携を解消、府中工場に一貫生産体制を敷き、エレベータ事業へ本格参入した。

米 UTX からスピントした OTIS が業界のリーダー

1948 年以降、国内エレベータ市場が本格的な成長期を迎えた

・エレベータの仕組み

製品説明：ロープ式の機械室なしタイプが主流

2019 年度の日本国内における新設エレベータ（前年比 3%増の 24,435 台）を機種別にみると、ロープ式が 79%、油圧式が 1%、その他小型タイプ（ホームエレベータなど）が 20%を占めた。また、ロープ式は機械室の有無で分けられ、「機械室なし」が全体の 73%、「機械室あり」が 6%を占めた。

ロープ式には 2 タイプあり、かつては建物の上層部の巻上機でロープを巻き取る巻胴式が見られたが、1900 年以降は籠とバランス錘をバランスさせて、上部にある巻上機で効率的に駆動するトラクション式が主力となっている。

かつてのトラクション式は、エレベータの上部において、巻上機や減速機、制御盤などを配置した機械室が設けられた。しかし、KONE 社が 1996 年に初めて巻上機をエレベータ籠が移動する昇降路内の上層のエレベータレールに取り付けた「機械室なし」エレベータを製品化（日本では東芝が KONE と技術提携して初めて製品化、同社は三菱電機とともに 2 年遅れて巻上機を昇降路の底部に設置するタイプの製品化に成功）に成功した。

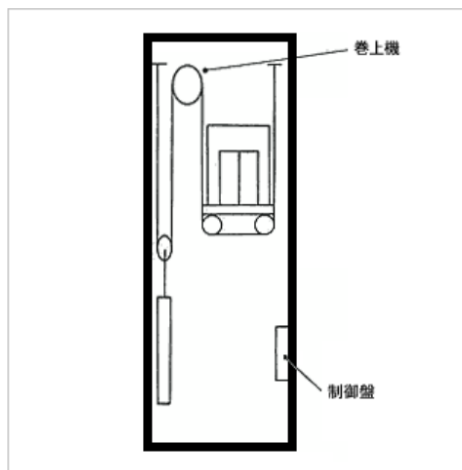
日本では 2000 年の建築基準法の大幅緩和を契機に、「機械室なし」の普及が進み、現在では建物用エレベータの大半が「機械室なし」となっている。「機械室なし」エレベータのメリットとしては、建物上部に突出したスペースがなくなることで、日影や北側斜線制限がなくなる点などが挙げられる。

現在はロープ式の
「機械室なし」エレベータが主流

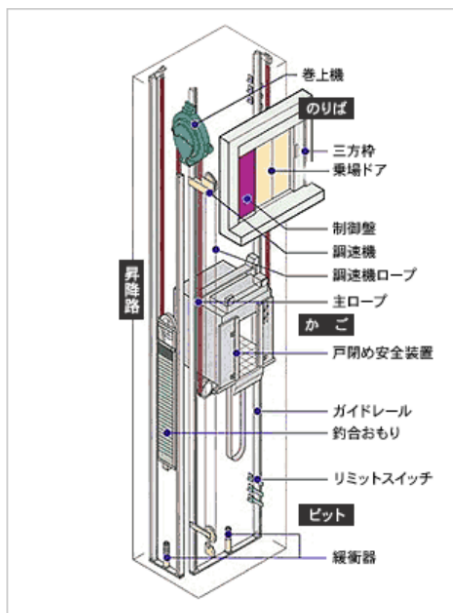
図表：「機械室なし」エレベータの構造

巻上機を上部に設置したエレベーター

概念図



構造図（例）



出所：（一社）日本エレベータ協会 HP

・フジテックの最新機種

新製品「XIOR」を投入

同社新製品の標準型マシンルームレス・エレベータ「エクシオール：XIOR」は、エレベータボタンに触れないで操作できる非接触ボタン「エアータップ：AirTap」を標準採用した。赤外線センサーに手をかざすことで行先登録が可能。行先ボタンは抗菌ボタンを標準採用しているうえ、新型コロナウイルスの減少結果が実証されたシャープ株式会社のプラズマクラスターイオン発生装置「イオンフル」を基本仕様に採用している。COVID-19 を契機とした公衆衛生に対する意識の高まりもあり、市場の反響は大きい。

専門メーカーとしての
こだわりが感じられる
製品群を市場投入

加えて、業界初となるエレベータ専用冷房機を標準装備しているうえ、業界最速となる分速 120m の最大定格速度をラインナップ（分速 45、60、90、105、120）、エレベータの待ち時間の短縮化と輸送能力の向上を実現している。液晶モニターにおいても業界最大となる 8.4 インチの大型液晶モニターを搭載、エレベータかご内の混雑状況を乗り場のインジケータで 5 段階表示する「混雑度表示」も標準装備している。

オプション機能には、エレベータの運転で発生する回生エネルギーを発電設備に戻し、建物内で有効活用する「回生システム」をラインアップ。ギア付きモータからギヤレスモータに置き換え、最新のインバータ制御の採用の伴い、エレベータ消費電力の最大 45%削減を実現した。

図表 7：「XIOR」の特徴

スタンダードを超えた 新しいエレベータ	「新しい生活様式」に応えた 充実のクリーン機能
業界初*、クーラー標準装備 快適な空間の提供	非接触ボタン ボタンに触れず操作が可能
業界最速*、最大定格速度 分速120mに対応、高層建築に対応	混雑度表示 かご内の混雑状況を表示し、3密回避の判断に
業界最大*、大型液晶モニター 画面が従来の4倍以上、視認性向上	イオンフル 「プラズマクラスター技術」で空気を浄化
*2019年12月時点。当社調べ、国内標準型マシンルームレス・エレベータにおいて	抗菌ボタン 抗菌性樹脂を練りこみ、細菌の増殖を抑制

出所：フジテック「戦略的方向性」

高速エレベータに関しては世界最速の技術を有する

上記のエクシオールは標準型エレベータであるが、高層ビル用の高速エレベータに関しては、受注生産であり、顧客へカスタマイズ対応している。現在、同社は北京から新幹線でおよそ 2 時間の「河北省張家口」において、山の中を頂上まで突き抜けた世界最長の昇降工程 638 メートル（ギネスに申請・登録予定）、頂上へは約 1 分 20 秒で到着できる分速 720 メートル（時速 43km）のエレベータを受注し、設置を予定している。同社は高層・高速エレベータに関しても、海外競合を凌駕する技術レベルを有すると言える。

・市場規模と企業シェア

新設はアジア・太平洋地域が最大の市場

2020 年における金額ベースのグローバル・エレベータ市場は、750 億ドル程度と CGRA は推測している。うち中国を中心とするアジア・太平洋地域が約 65%、北米・南米地域が約 18%、欧州他地域が 17%程度を占める。台数ベースのグローバル新設市場は、推定 100 万台。うち中国市場が約 63%、EMEA は 20%、アジア・太平洋地域が 13%、北南米地域が 5%を占める。カテゴリ別では居住用が 65%程度、商業施設が 25%、公共施設向けが 10%。

中国市場がグローバル新設市場の約 30%、台数ベースでは約 6 割を占める

既設の稼働台数は、推定 1,800 万台。うち中国市場が 39%を占めるものの設置後 20 年以上の台数は 5%に過ぎず、今後は更新需要の顕在化が期待される。次いで欧州を中心とする EMEA 市場が 37%、北南米が 10%、アジア・太平洋地域が 14%を占める。

日本市場では、日立製作所、三菱電機、フジテック、東芝による寡占化が進んでおり、4 社で国内市場の推定 9 割程度を占めると推測される。国内市場における同社の市場シェアは 3 位と推測されるが、連結ベース比較では 4 社中 4 番手の位置付けとなる。

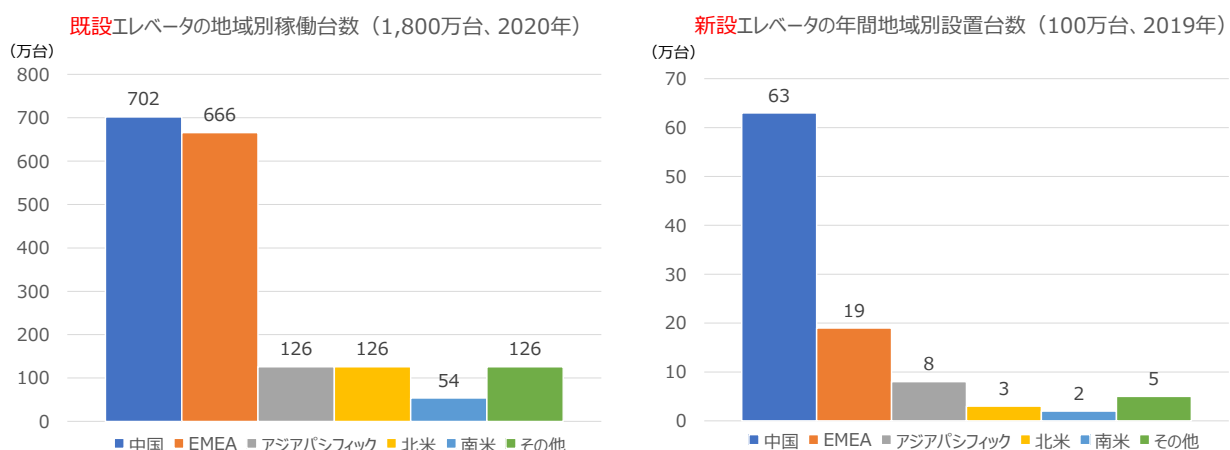
トップ 5 社がグローバル市場の約 7 割を占める業界

グローバルベースの市場シェアを見ると、米国オーティス（OTIS）が 1 位、推定シェアは 18%（売上規模約 128 億ドル）を占める。2 位はスイスのシンダー（Schindler）で推定シェア 17%（106 億スイスフラン）。3 位はフィンランドのコネ（KONE）が推定 17%（99 億ユーロ）。トップ 3 社は、継続的な M&A で成長を加速させてきたが、近年は世界シェアトップの OTIS に対して、シンダーと KONE が猛追している状況にある。

世界最大手は米 OTIS、2 位は Schindler、3 位は KONE

4 位は 2019 年にエレベータ事業を売却したドイツのティッセンクルップ（ThyssenKrupp）で推定 11%（67 億ユーロ）。市場シェアの低下が見られている模様。5 位は 2020 年 10 月に台湾の永大機電工業（2019 年売上高約 500 億円、営業利益約 30 億円）の発行済株式数 51.1%を取得した日立製作所が約 8%。6 位が三菱電機、7 位が東芝、8 位がフジテックと推測される。

図表 8：新設および既設エレベータ市場の地域別台数



出所：各社資料より CGRA 作成

・市場の牽引役

グローバル・エレベータ市場の牽引役は何か

中長期のエレベータ市場を見るうえでのポイントは以下の4点

- ① **都市化の進展**：コロナの影響が読めない点是否めないが、都市部における人口増加は今後も世界的に続く見通し。安定的なエレベータの新設需要が期待可能。
- ② **中間所得層の人口増加**：世界的に中間所得層の人口増加が予想され、安心・安全な住空間、インフラニーズが高まる方向へ。
- ③ **高齢化に伴う安全な移動手段ニーズの高まり**：労働者の高齢化や人手不足が産業用ロボット需要を喚起するように、世界的な高齢化社会の到来は、安全な移動手段のニーズを押し上げよう。
- ④ **更新需要の顕在化**：エレベータは設置されてから 20-30 年程度で更新される。今後は先進国での更新需要増に加え、中国などでも更新需要の顕在化が期待可能。

先進国はエレベータの高度化、新興国では新設需要 & 更新需要が需要を牽引

コロナ禍で非接触や空間環境の改善ニーズなどが高まる

コロナ禍においては、建設投資の停滞が懸念されるものの、以下のようなデジタル投資の加速、非接触化、エレベータ空間の環境改善などのニーズの強まりが予想される。

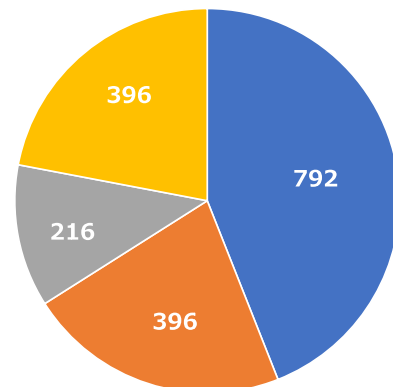
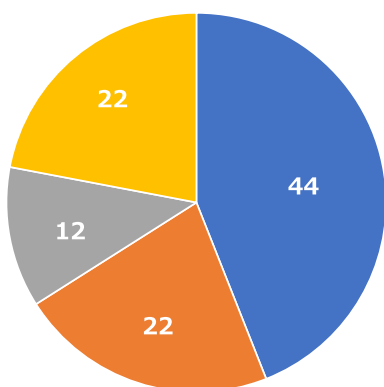
コロナを契機に新たな付加価値ニーズが生まれる

- ① **デジタル化や近代化投資が増加**：IOT やデジタル技術を活用したエレベータの運行管理や混雑度合いの見える化、待ち時間の短縮化、非接触型ボタンの採用、エレベータ空間環境の殺菌などの新たな付加価値増も期待可能
- ② **ESG 強化を背景とした省エネニーズの高まり**：オフィスビルにおける電力消費量のうちエレベータは約 3%（空調機は約 3 割）を占める。20 年前に比べ、モータの小型化、LED ライトの採用などもあり、近代化に伴い一般的に 30%程度の省エネ効果が期待可能。
- ③ **安全機能強化ニーズ**：ドアが閉まる際、ペットのリードや点滴チューブなどの細長い物の挟み込みをセンサーなどで検知、事故を未然に防ぐなどのニーズが世界的に高まる方向にある。

図表 9：既設エレベータの設置後年数別構成比と台数

グローバル既設エレベータの設置後年数別構成比（％）

グローバル既設エレベータの設置後年数別台数（万台）



■ 10年以下 ■ 10-20年 ■ 21-30年 ■ 30年以上

■ 10年以下 ■ 10-20年 ■ 21-30年 ■ 30年以上

出所：各種資料から CGRA 作成

・COVID-19 の市場影響

エレベータ市場は緩やかな回復傾向を強め始めた

同社が 2021 年 2 月 9 日に発表した 21/3 期 3Q 決算説明会資料によると、感染拡大の影響が遅れて新規受注および売上高に顕在化する懸念があるものの、総じてエレベータ市場には持ち直しの動きが見られ始めている模様。

ここに来てエレベータ市場にも回復傾向が見られ始めた

新設受注に関しては、概ね各国ともに官庁系や大型案件は発注活動が継続されているものの、その他はまばらな状況にある模様。一方、工事の進捗状況に関しては、新設・モダンゼーション案件とともに工事現場での延期や閉鎖行動が縮小されている。保守事業に関しては、社会基盤の維持（エッセンシャル産業）として継続されている様子である。

長期的な方向性は不変だが、目先は市場にばらつきが見られそう

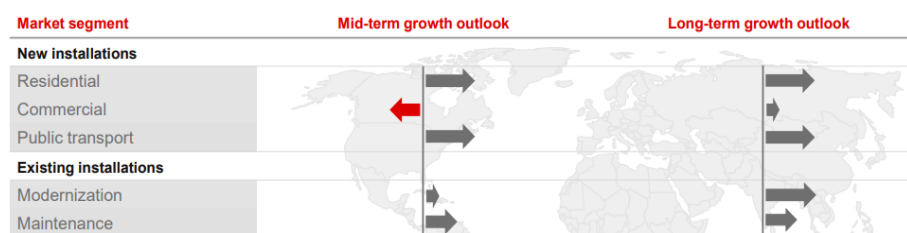
Schindler が 2021 年 2 月 17 日に発表した Full year 2020 results では、COVID-19 に伴い、長期的なファンダメンタルズに構造的な変化の動きは見られていないと指摘している。新設案件に関しては、住宅および公共施設向け需要の安定成長が続くものの、商用施設市場は低成長が見込まれる。一方、既存エレベータのモダンゼーションと保守事業に関しては、モダンゼーションを中心に安定成長が続く見通しである。

コロナ影響は小売業などの商業施設向け需要に悪影響が懸念される

ただし、小売業界やホテルなどでは需要回復ペースは緩やかであり、同時にエレベータメーカー間の価格競争が続く見通し。一方で、非接触や遠隔操作などのスマート・ソリューションのニーズは今後も強まるうえ、オフィスでの業務活動が自宅での業務へとシフトすると同時に、オフィススペースを縮小させる動きが継続しそうだ。いずれにせよ、都市化などのメガトレンドに加え、インフラ公共投資は今後も継続される見通し。

図表 10 : Schindler 社のコロナ後の市場見通し

Mid-/long-term market outlook: COVID-19 – a game changer? No fundamental change expected



出所 : Schindler, results presentation 2020

・今後の需要見通し

2030 年に向けたグローバル・エレベータ市場の見通し

2020 年のグローバル・エレベータ市場は、推定 750 億ドル（2019 年水準から微減）。2030 年に向けたグローバル・エレベータ市場は、COVID-19 問題を契機に、世界的な建設投資の足踏みが見られるものの、年率 2%程度の成長が可能と CGRA では予想する。

CGRA では今後の市場成長率を年率 2%程度を想定

市場の約 50%を占める新設案件は年率 2%成長（先進国は 1-2%、中国、インド、ミャンマー、メコン川流域などの新興国は 2-3%成長を予想）、一方で約 50%を占める保守・メンテナンス&近代化（更新需要）市場は、年率 3-4%成長が期待可能と見る。欧米やシンガポールなどの先進国では 2-3%成長、中国などでは 4-5%成長が見込まれる。

新設案件は、基本的に建設投資に左右されるものの、前出のような中長期的なエレベータの高度化ニーズが期待され、競争過多に伴う単価下落リスクは伴うものの、総じて安定的な市場形成が見込まれる。一方、サービス・メンテナンス市場は、新規案件に付随した市場形成が期待される（新設案件の 10%程度の売り上げ貢献と推定）。

今後は中国における近代化更新需要の顕在化が期待可能

稼働中のグローバル・エレベータの約 3 割強が設置されて 20 年を経過（約 20%が 30 年以上）している。近代化（更新需要）需要は、欧州を中心に北南米、日本、シンガポールを中心としたアジア・パシフィック地域においても継続的な顕在化が見込まれる。

今後は中国において近代化案件の顕在化が期待される

中国はグローバル・エレベータ市場推定 750 億ドルのうち 3 割程度を占め、巨大な新設市場に対して、サービス・メンテナンス&近代化（更新需要）市場は 5%程度にとどまる。しかし、2030 年以降は更新需要（近代化）の飛躍的な増加が見込まれると CGRA は考える。

図表 11：グローバル・エレベータ需要見通し

	売上構成比		台数構成比	市場成長率	牽引役	牽引地域
新設	50%	先進国	35%	1-2%	高付加価値化 DX 都市化	各先進国
		新興国	65%	2-3%	人口増 都市化 DX	中国 インド アジア
既設 (保守メンテ) (近代化)	50%	先進国	65%	2-3%	更新期 近代化	欧米 日本 シンガポール
		新興国	35%	4-5%	更新期 近代化 -	中国 アジア -

出所：CGRA 予想、作成

・国内エレベータの市場動向

国内エレベータ市場と国内事業の業績動向

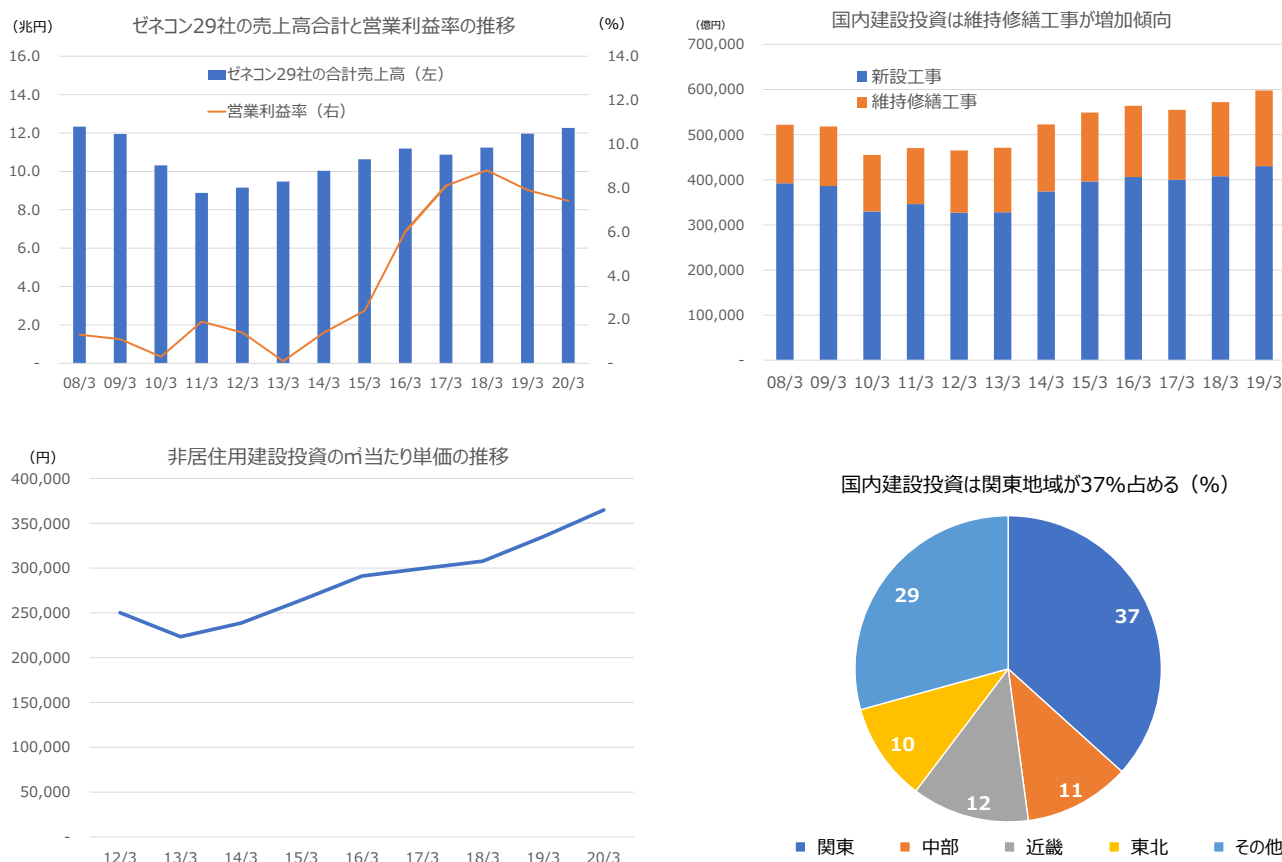
国内の主要顧客であるゼネコンの業績動向をみると、以下の4点が見て取れる。

- ① 上場しているゼネコン 29 社合計の営業利益率は、10/3 期の 0.3%をボトムに改善、18/3 期には8.8%へ上昇した。しかし、19/3 期以降は高水準ながらも低下傾向にある。コロナ影響もあり、低下傾向が持続するリスク含みと CGRA は予想する。
- ② 非居住用建物の単位面積当たり建設投資額は、13/3 期の 1 m²約 22 万円をボトムに 20/3 期には約 37 万円へ上昇している。
- ③ 建設完成工事に占める維持修繕工事は、構成比が 05/3 期の 23%から 13/3 期には 30%へ上昇した。目先は建設投資の 37%を占める関東圏において東京オリンピック関連新設工事の反動減が懸念されるものの、修繕工事額自体は増加傾向にあり、構成比も 28%水準を維持している。
- ④ 大手ゼネコンにおける海外受注は、回収リスクなどを懸念、受注総額の 5%に過ぎない。

今後の国内市場は、近代化需要増に加え、エレベータに対する付加価値の増加が期待可能

したがって、国内の建設市場は、東京オリンピック関連事業の反動減が懸念されるものの、経済対策としての公共工事および維持修繕投資の増加が見込まれる。加えて、単位面積当たりの建設単価上昇、ゼネコン各社の収益性改善もあり、エレベータ業界にとっては、比較的堅調な市場環境が期待されよう。

図表 12：国内建設業界の収益環境は改善方向



出所：建設ハンドブック 2020 より CGRA 作成

・国内競合企業の分析

国内では総合電機メーカーが競合相手

同社の国内競合企業は、日立製作所（同社モビリティ事業のビルシステム・ビジネスユニット）、三菱電機（重電システム事業のビル・エレベータ事業）、東芝（東芝エレベータ）の3社である。つまり、3社はともに総合電機メーカーであるが、同社は関西地域を地盤とした独立系の専門エレベータメーカーである。

国内では総合電機メーカーと競合するなど、業界内での立ち位置はダイキン工業に似ている

似通った立ち位置にある機械メーカーとしては、空調機大手のダイキン工業が挙げられる。ダイキン工業も国内競合企業は上記総合電機3社に加え、シャープ、パナソニック、富士通ゼネラルなど。ダイキン工業は、同社と同じく、独創的な製品群を市場投入する一方、M&Aを積極化、海外市場での基盤を強化することで世界No.1の空調機メーカーへと成長を遂げた。

日立製作所：20/3期におけるビルシステム事業の売上高は前年比5%減の5,915億円、営業利益は同7%増の578億円、営業利益率は9.8%。売上高の約53%を中国事業、43%が日本、残り4%をアジア・中近東が占める。

LUMADAを活用した遠隔保全事業への注力、中国およびタイ製機種種の市場投入に伴うアジア・中近東での新設市場に注力。21/3期は好調な中国事業をけん引役に増収増益決算を確保する見通し。

三菱電機：20/3期における重電システム事業の売上高は1兆3,074億円。うちビル・エレベータ事業の構成比は推定4割強。営業利益も同様に、重電システム事業の営業利益823億円のうち3割強程度を占め、営業利益率は5%前後と推測される。

昇降機事業は、国内売上高が約55%、残り45%が海外売上高。つながるエレベータで新たな価値提供、ビル管理の省力・省エネ化を提案。中国、インド、アセアン地域に注力する方針。

東芝：20/3期における昇降機、照明、空調機を含む同社ビルソリューション事業の売上高は、前年比2%増の5,701億円、うち昇降機は約4割を占めると推測される。ビルソリューション事業の営業利益は、昇降機および照明事業が牽引、同72%増の291億円（営業利益率5.1%）へ大幅な伸長が見られた。

図表13：業界内の競合環境はダイキン工業に類似

	業態	企業名	業態	企業名
国内競合	専業	フジテック	専業	ダイキン工業
	総合電機	日立製作所	総合電機	日立製作所
	総合電機	三菱電機	総合電機	三菱電機
	総合電機	東芝	総合電機	東芝
海外競合	機械	三精テクノロジーズ	家電	パナソニック
			家電	シャープ
			専業	富士通ゼネラル
海外競合	専業	OTIS（米）	家電	Gree electric（中国）
	専業	KONE（フィンランド）	総合電機	Samsung electronics（韓国）
	専業	Schindler（スイス）	専業	Carrier（米）
	機械	SMEI（中国）	専業	Trane Technologies（米）
海外競合	専業	CANNY（中国）	専業	Johnson control（米）

出所：CGRA作成

・ジャパンエレベーターサービスに関する CGRA の見解

JES の売上高は過去 5 年間でほぼ倍増

エレベータの保守・メンテナンスを専門に手掛けるジャパンエレベーターサービスホールディングス株式会社（以下 JES）の業績が急成長を遂げている。20/3 期売上高は前年比 19%増の 213 億円（過去 5 年ではほぼ倍増）、うち保守・保全業務が 70%、残りはリニューアル他の事業が占める。

JESは独立系保守メンテナンス市場で約25%シェアを誇るトップ企業

同営業利益は同 34%増の 27 億円（過去 5 年で約 4.6 倍）、営業利益率は 12.7%を有する。20/3 期における契約台数は約 55,000 台であり、単価は約 39 万円（過去 5 年で 19%上昇）。国内におけるエレベータの保守・メンテナンス市場はメーカー系が 8 割、独立系が 2 割のシェアを有し、うち JES は独立系市場で 25%シェアを有するトップ企業である。

JES は製品の製造を行わないため、工場の固定費負担などが少なく、他社が納入した既設エレベータ設備の保守・メンテナンス事業のみを低コスト（JES 推定 2-5 割安）で請け負うビジネスモデルを有している。2004 年の保守契約台数は 5,000 台、2012 年には 20,000 台、2017 年には 40,000 台に達し、東証マザーズ市場に上場した。2018 年には東証一部へ市場変更、国内企業の M&A を強化、2020 年 9 月末の保守台数は 60,800 台に達している。

保守・メンテナンス市場は独立系とメーカー系で棲み分けができています

フジテックの場合、エレベータの新規案件に対して、保守・メンテナンス契約を請け負う比率は、ほぼ 100%。また、同社によると、納入した案件の保守・メンテナンス契約を JES にとられるケースは相当少ない模様。一般的にエレベータの稼働率が低い低層マンションや商業ビルの場合、マンションの管理組合がエレベータの保守・メンテナンスを発注するため、資金的に余裕がない管理組合では独立系の保守・メンテナンス企業へ発注するケースが見られる。ただし、その後の修理面の技術優位性などを評価、再びフジテックへ戻る顧客も多い模様。

保守メンテナンス市場は独立系とメーカー系で棲み分けが出来ている

従って、CGRA では、財政的に余裕のない管理組合が発注する保守メンテナンス市場においては JES を含む独立系企業が成長余地を有するものの、高層マンションや大規模な商業施設ではメーカー系保守メンテナンス企業が今後も高シェアを維持すると考える。

・海外競合企業の分析

欧米企業は積極的に M&A を実施

海外における主な競合企業は、世界シェア No.1 を誇り、2020 年 4 月に米 United Technologies (UTX) から分社・独立した米国 Otis Elevator Company (以下 OTIS)、スイスの Schindler、フィンランドの KONE Corporation (以下 KONE) が代表的。また、中国ローカルの競合企業としては上海机电 (SMEIC) や康力电梯 (CANNY) などが挙げられる。

欧米トップ 3 社は、長い歴史と豊富な実績、更には中国市場を中心とした積極的な M&A 戦略を背景に急成長を遂げてきた。

OTIS : 最古の歴史を有する OTIS は、世界中で業界最多となる 200 万台のエレベータとエスカレータの保守・メンテナンスを手掛ける。OTIS の 20/12 期における売上高は前年比 3% 減の 128 億 US ドル (うち新設案件が同 5% 減の 54 億ドル、サービスが同 1% 減の 74 億ドル : サービス事業の売上構成比 58%)。営業利益は同 10% 減の 16 億 39 百万 US ドル、OPM は 12.8%。新設案件の営業利益は同 19% 減の 3 億 18 百万 US ドル、OPM は 5.9%。サービス事業の営業利益は同 1% 増の 16 億 11 百万 US ドル、OPM は驚異の 21.8% である。UTX から分社・独立したため、株主資本がマイナスになっており、ROE の算出はできないが、ROIC は 55.6%。20 年 12 月末のネットデットは 42 億 US ドル、FCF は 13 億ドル。株主還元に関しては、公約配当性向 40% 以上と自社株取得を発表。従業員数は約 69,000 名、従業員 1 人当たり売上高は 1,941 万円 (ドル 105 円換算)。

KONE : KONE は 140 万以上のエレベータとエスカレータの保守・メンテナンスを手掛ける。20/12 期売上高は前年比微減の 99 億 39 百万ユーロ (うち新規案件が同微増の 53 億 40 百万ユーロ、メンテナンス&モダンゼーションが同 1% 減の 45 億 99 百万ユーロ : メンテナンス事業の売上構成比 46%)。また、中国売上比率は約 30%。営業利益は同 2% 増の 12 億 13 百万ユーロ、OPM は 12.2%。20/12 期 ROE は 29.7%、ROIC は 26.4%。FCF は約 14 億ユーロであり、20 年 12 月末のネットキャッシュは 19 億 54 百万ユーロ。株主資本比率は 45.5%。配当性向は 128% (DPS は過去 5 年間で約 1.5 倍)。従業員数は 61,380 名、従業員 1 人当たり売上高は 2,024 万円 (ユーロ 125 円換算)。

Schindler : 20/12 期売上高は、前年比 6% 減の 106 億 40 百万 CHF。中国事業が 2 桁増収を確保、売上高の 45% を占める EMEA も堅調に推移したが、同 27% を占める米国およびその他市場の減収が響いた。営業利益は、同 18% 減の 10 億 32 百万 CHF、OPM は 9.7%。20/12 期 ROE は 19.6%、ROIC は 17.9%。FCF は 9 億 74 百万 CHF。20 年 12 月末のネットキャッシュは 19 億 51 百万 CHF、株主資本比率は 35.8%。1 株配当は 4.0 CHF、配当性向は 59.5%。従業員数は 66,674 名、従業員 1 人当たり売上高は 1,867 万円 (スイスフラン 117 円換算)

海外競合は特に中国市場において企業買収による規模の拡大戦略が顕著

OTIS のサービス事業における営業利益率は約 22%

KONE は株主還元を積極化、20/3 期配当性向は 128%

Schindler も配当性向が約 60%

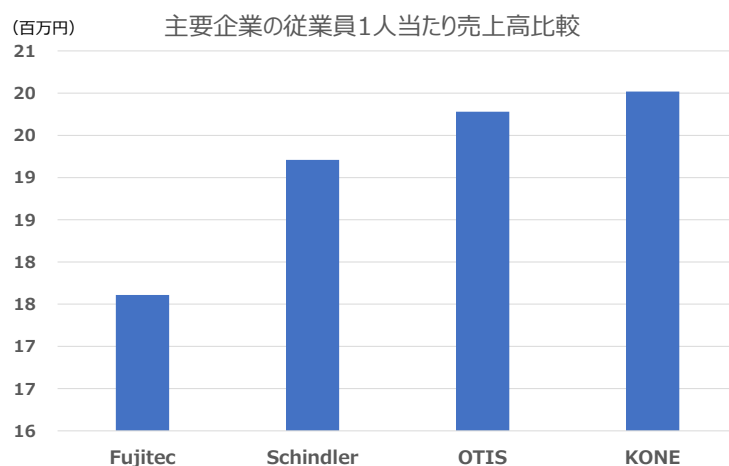
図表 14 : 海外競合企業との ROE 比較

2020/3月末時点のPBR = ROE * PER比較

	PBR	ROE	PER
Fujitec	1.1	9.5	11.4
OTIS	-7.6	-	32.5
KONE	10.9	29.7	36.7
Schindler	6.6	19.6	35.5
Daikin	2.7	12.0	22.6
Carrier	5.2	31.7	16.8
Lennox	-614.0	-	29.6
Trane Technologies	5.5	13.3	41.2

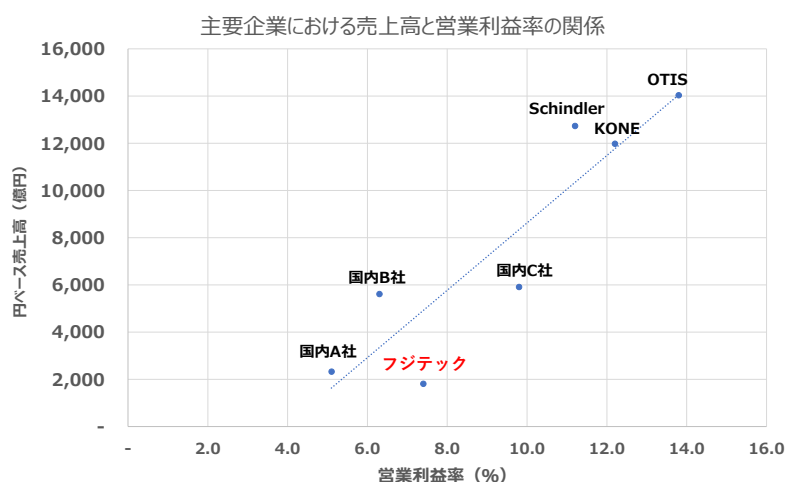
フジテックはダイキン工業と同様、海外競合に比べて ROE が相対的に低い

出所：各種資料より CGRA 作成、海外競合は 20/12 月時点

図表 15 : フジテックの従業員 1 人当たり売上高は低い


フジテックは海外競合に比べて従業員 1 人当たり売上高が相対的に低い

出所：各社資料より CGRA 作成

図表 16 : 売上規模と営業利益率の関係


フジテックは売上規模が小さいものの、相対的に高い OPM を確保している

出所：各種資料より CGRA 作成

・競合企業との比較分析結果

同社 20/3 期売上高は過去最高の前年比 6%増の 1,812 億円、営業利益は同 30%増の 134 億円（過去最高は 16/3 期の 144 億円）、営業利益率は 7.4%であった。CGRA では、同社は国内競合 3 社と比較して、業績安定性が相対的に高く、収益性も三菱電機と東芝を上回っていると見ている。ただし、20/3 期末従業員 1 人当たり売上高は 1,761 万円に留まり、従業員 1 人当たり売上高が海外競合に比べて相対的に低い。

同社は成長ポテンシャル余力を有しており、中長期的な成長性が評価されそう

① 保守メンテ企業の買収は効果的

OTIS および KONE におけるサービス&メンテナンス事業の 1 件当たり売上高は約 40 万円（ジャパンエレベータは約 39 万円）。OTIS は 200 万台、KONE は 140 万台の保守台数を確保しており、売上および利益の厚みの差につながっている。同社は 2020 年、英国で保守・メンテ企業を買収したが、新設需要が少ない地域での保守・メンテ企業を買収は効果的といえよう。また、ジャパンエレベーターサービスホールディングス株式会社も国内において保守・メンテ企業の M&A を積極化している。

② 従業員 1 人当たり売上高の上昇が期待される

同社は国内競合に比べて相対的に収益性が高いうえ、前受金および貸倒引当金の推移を見る限り、採算重視の営業を展開していると推測される。しかし、海外競合に比べ、保守・修理事業における歴史と実績に乏しく、相対的に収益性が劣る。また、OTIS や KONE は同社に比べて従業員 1 人当たり売上高が 10-15%程度高い（特にアジア市場で差が顕著）。仮に同社も海外競合企業と同程度の従業員 1 人当たり売上高を確保するならば、10%台の OPM の確保は容易と推測される。

③ ROE は日本企業の特徴として海外競合に比べて相対的に低い

ROE に関しては、同社と業界における立ち位置が似ているダイキン工業に関しても、海外競合に比べて低位にとどまっている。これは、日本企業の特徴として株主資本が海外競合に比べて相対的に大きい点（リスク対応力が強い）が挙げられる。このため、同社の ROE および ROIC が海外競合に比べて低い要因は同社固有の理由ではなく、日本的経営によるところが大きい。

④ 同社の中長期的な成長性が評価されそう

$PBR = ROE$ （株主資本の何倍の当期利益を稼いでいるか） $\times$ PER（株価は何年分の利益成長を織り込むか）の算式が成り立つ。OTIS の 20/12 期 PER は 32.5 倍、KONE は同 36.7 倍であり、ともに株価が長期の利益成長を織り込んでいると言えよう。ダイキン工業の PER も同様に 22.6 年分の利益成長を株価が織り込んでいることになる。20/3 期における同社 PER は 11.4 倍であったが、同社の安定的な利益成長と株主還元策の強化、非財務情報を含む情報開示の積極化などを背景に、見直される可能性もありそうだ。

(4) 戦略的方向性と SWOT&5Forces 分析

新たな株主還元策を含む「戦略的方向性」を発表

同社は 2019 年 4 月 17 日、19 年 4 月から始まる 3 か年新中計「Innovation, Quality & Speed」を発表、ドル 105 円を前提に、22/3 期に目標売上高 1,800 億円、営業利益 130 億円（OPM 7.2%）、ROE 8.0%以上を目指してきた。

20/3 期は期初時点で売上高 1,710 億円、営業利益 104 億円を想定していたものの、2Q 時点で売上高を 1,730 億円、営業利益を 120 億円へ、3Q 時点で同 1,800 億円、同 135 億円へ上方修正、20/3 期実績売上高は 1,812 億円、営業利益 134 億円（OPM 7.4%）、ROE 9.5%で着地、中計 1 年目にして 22/3 期目標値をクリアした。

このため、同社は 2020 年 12 月 4 日付で「戦略的方向性」を発表した。ただし、コロナ禍が継続していることもあり、時間軸および数値目標は開示しない反面、新たに株主還元策およびガバナンス体制の強化が提示された。

目指す姿：当社は経営理念を第一に、持続的な成長とすべてのステークホルダーの価値創造に努める

中長期の重点領域：①アフターマーケット事業への注力/成長市場への事業拡大、②収益性の向上

中長期的な方向性：以下の 6 点

- ① 売上拡大：各国の市場成長性を上回る事業成長の確保
- ② 営業利益率：早期に 10%以上の確保
- ③ ROE：利益率向上を通じて 10%以上を維持
- ④ 成長投資の拡大：重点領域への積極的な投資による新たな成長
- ⑤ 株主還元強化：基本配当性向 50%以上
- ⑥ 自己株式消却：約半数（発行済株式数対比約 5%）の消却

ポストコロナの環境が見えてきた段階で新たな中計が発表される公算大

中長期的な方向性は 6 点：成長投資の拡大が注目される

図表 17：中長期的な企業価値向上を目指す方針

財務目標	- 売上拡大：各国の市場成長性を上回る事業成長の確保 - 営業利益率：早期に 10%以上 - ROE：利益率向上を通じて、10%以上の維持
投資戦略	- 成長投資の拡大：重点領域への積極的な投資による新たな成長 ➢ 新設・アフターマーケット事業拡大に応じた成長投資：開発力・フィールド力向上、生産能力拡大 ➢ 収益力向上に向けた投資拡大：据付力向上・生産コストダウン・IT活用拡大・人材育成
株主還元	- 株主還元強化：積極的な株主還元を実行する ➢ 配当性向 50%以上 ➢ 将来超過キャッシュが生じた場合には、株主還元の拡大を検討 ➢ 自己株式取得は、市場・ビジネス環境、資本健全性等を鑑みる

出所：フジテック「戦略的方向性」

・ガバナンス体制の強化

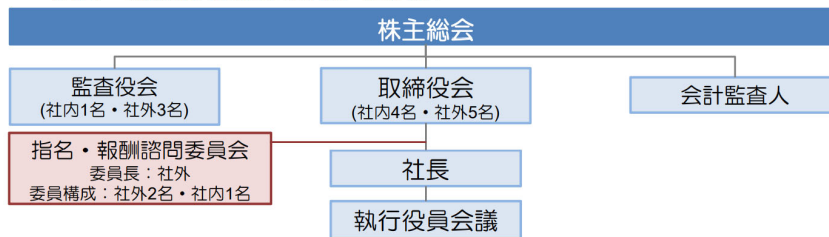
ガバナンス体制に関しては、新たに指名・報酬諮問委員会の設置に加え、買収防衛策の非継続が発表された。

ガバナンス体制を強化

今回は、コロナ禍が継続していることもあり、中計の時間軸および数値目標は非開示とされ、定性的な目標値のみの開示となった。しかし、ポストコロナの市場および業績動向の不透明感が払しょくされた時点で、時間軸を伴う定量的な数字目標が開示される見通し。

図表 18：ガバナンス体制の更なる強化を進める

- 指名・報酬諮問委員会の設置を決定



- 買収防衛策の非継続を決定

- ✓ 買収防衛策の必要性は低下したと判断
- ✓ 一方、COVID-19等による経済環境に不透明感がある中、混乱に乗じた敵対的買収による株主利益の毀損リスクに備える必要があるため、2022年の定時株主総会終結時をもって買収防衛策を継続しないことを決定

出所：フジテック「戦略的方向性」

<フジテックの目指す姿>

同社の経営理念は「人と技術と商品を大切にして、新しい時代にふさわしい、美しい都市機能を、世界の国々で、世界の人々とともに創ります」を掲げている。

また、持続的な成長に向けて経営理念を第一に事業活動を実践するとともに、SDGsへの積極的な取り組みを通じ、すべてのステークホルダーの価値創造に努めるとしている。

「FUJITEC VALUES」

環境：事業と環境の共生を図りながら、持続可能な発展を目指す

社会：高品質な商品を、世界の国々で世界の人々に提供

お客様・利用者：お客様密着＝お客様のニーズの把握と具現化

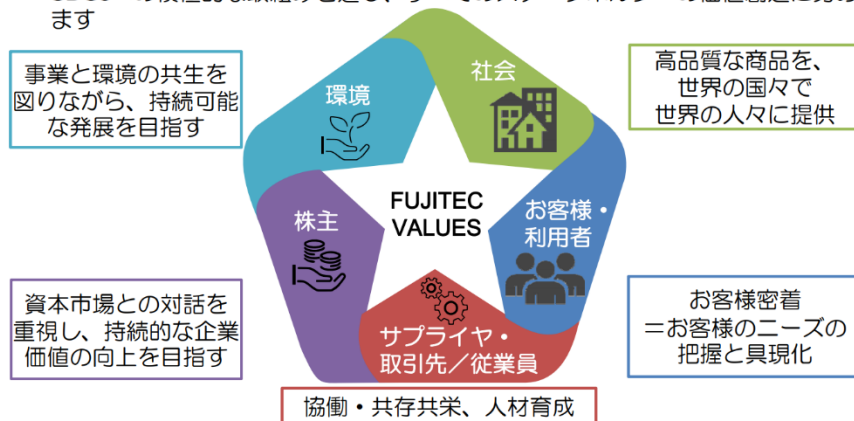
サプライヤー・取引先・従業員：協働・共存共栄・人材育成

株主：資本市場との対話を重視し、持続的な企業価値の向上を目指す

・フジテックの目指す姿と重点領域

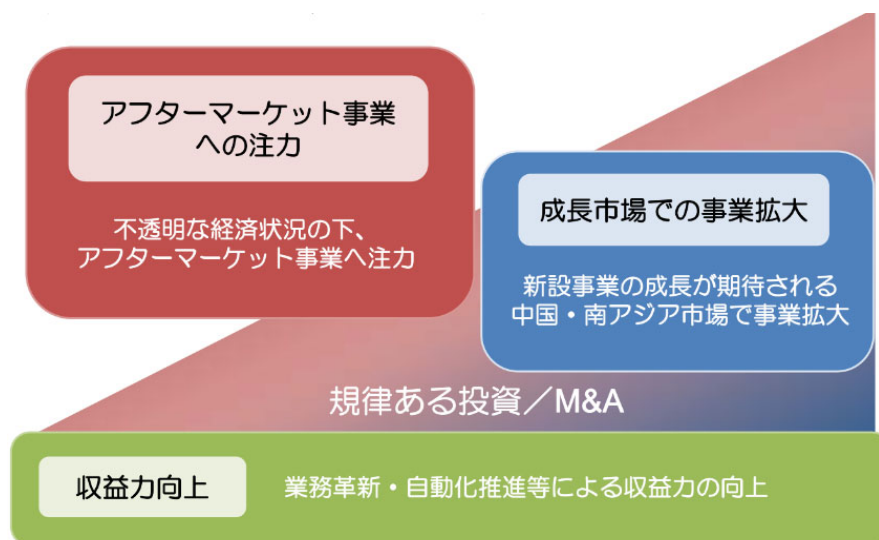
図表 19：フジテックの目指す姿と方向性

- 当社の経営理念は「人と技術と商品を大切に、新しい時代にふさわしい、美しい都市機能を、世界の国々で、世界の人々とともに創ります」を掲げています
- 当社は、持続的な成長に向けて経営理念を第一に事業活動を実践するとともに、SDGsへの積極的な取り組みを通じ、すべてのステークホルダーの価値創造に努めます



出所：フジテック「戦略的方向性」

図表 20：フジテックが掲げる事業上の重点領域



出所：フジテック「戦略的方向性」

<事業上の重点領域>

同社は、規律ある投資の積極的な推進により、以下 3 つの重点領域で事業を拡大し、新たな成長フェーズへの移行を目指す方針。

- ① アフターマーケット事業への注力

② 成長市場での事業拡大 + 規律ある投資/M&A

③ 収益性向上

アフターマーケット事業への注力

- ① モダニゼーション事業の拡大：開発・生産・販売・グローバル連携を強化
モダニゼーションに特化した機器の開発
対象機種を選ばないモダニゼーションパッケージ商品の市場投入
グローバル生産・調達を活用したコスト競争力の向上
- ② 保守事業の拡大：スマートメンテナンスの推進とグローバル展開
地図データと連携した保守情報管理システムの機能向上
ビッグデータ解析と AI 活用による保守効率の向上
IoT を用いた自動診断の高度化と次世代リモートメンテナンスの実現

成長市場での事業拡大

- ① 中国市場：販売体制強化とコストダウンによる継続的な成長
機種統合と生産自動化によるコストダウン推進
販売体制強化による新設事業とアフターマーケット事業強化
生産調達体制の拡充
- ② 南アジア市場：インドおよびメコン地域の成長市場での事業拡大
インドを生産供給拠点としたグローバル標準機種の拡販
シンガポールを軸とした事業体制強化と拠点網拡充
インド市場に特化した戦略商品の投入

収益性向上

- ① 利益率拡大：設計・調達・生産革新による利益率拡大
グローバル供給体制の活用
デザインシュミレータ、3D-CAD 等を活用した設計・生産の自動化と省人化
カスタム機種の設計・生産革新によるコストダウン
- ② 据付コスト革新：据付の省力化によるコストダウン
据付専用ツールの開発と据付工法の刷新
据付機器のプレアッセンブルによる据付現場の効率化
エキスパート人材育成と据付協力会社との連携強化

・SWOT 分析

専業メーカーの強みを発揮

同社の特徴および外部環境、更には内外競合企業を加味しながら、以下に SWOT および 5Forces 分析を試みた。

強み (Strength) : 製販一貫体制に加え、顧客ニーズに密着した対応、海外での豊富な実績、専業メーカーとしての高い知験とサービス力および製品開発力、相対的に強い B/S、選別受注およびリスク管理体制

弱み (Weakness) : 規模のデメリット、海外での営業交渉力

機会 (Opportunity) : 近代化（更新需要）の顕在化、保守・メンテを中心とした M&A 戦略、選別受注および製品値上げ

脅威 (Threat) : 中国などの新興国地域における新興メーカーの台頭（ただし、現地メーカーは品質が低く、入札では同社とバッティングしない）、保守・メンテナンス事業における価格低下、グローバルメーカー同士の価格競争の激化

規模は小さいが、高収益体質企業へのポテンシャルが感じられる

「強み」に関しては、空調機のダイキン工業と同様、専業メーカーとしての強みである細やかな顧客対応力、国内他社に先行して海外進出を果たした実績と現地化、世界初の製品を数多く世に提供した技術力は定性的な観点から同社の特徴といえよう。更には貸倒引当金や前受金の対売上高比率などを見る限り、同社の選別受注や管理体制の高さがうかがえる。

「弱み」に関しては、他社に比べて企業規模が小さい点が挙げられる。同社は、マイコンを始め、モータやインバータなどの主要機器の内製化が進んでいるものの、各種鋼材などのボリュウム・ディスカウントが得られない点などが考えられる。ただし、次ページ以降で述べる同社の各種リスクに関しては、新規の同社固有リスクは 04/3 期以降加わっていない。

「機会」に関しては、製品自体の差別化が難しいものの、細やかなサービス、エレベータ室内の環境改善などの差別化戦略、強い B/S を活用した保守・修理企業の買収（近年、ジャパンエレベータサービスホールディングスも国内企業の M&A を強化）も有効と考える。ただ、海外競合に比べて従業員 1 人当たり売上高が 10-15%程度低い点を改善させる策次第では、更なる OPM の改善ポテンシャルがあると CGRA は考える。

「脅威」に関しては、コロナ禍において、各社ともに価格競争の激化を懸念している。ただし、エレベータは安全が最優先される機器であるうえ、市場の寡占化が進んでいる。このため、CGRA では新興企業の台頭には限界があると考ええる。

売上単価および売上規模に改善余地がありそう

高収益企業へ転じるポテンシャルがありそう

・ 5 Forces 分析

価格競争リスクは少なそうだ

前項では同社の SWOT 分析を試みた。ここでは 5Forces 分析を行ってみたい。SWOT 分析と似通った分析ではあるが、買い手と売り手の交渉力など業界における同社の立ち位置などが理解できよう。

業界内の競争：欧米企業は M&A を通じた成長戦略、日系企業は中国およびアジア市場を中心とした事業展開を実施しているうえ、グローバル・エレベータ市場の 70%を上位 5 社が占めている。また、価格よりも安全性が優先される市場である。海外競合企業は 12-14%（サービス事業の OPM は約 20%程度）程度の営業利益率を安定的に確保している。

新規参入の脅威：日本国内においては、三菱電機、日立ビルシステム、東芝エレベータ、日本オーテイス・エレベータ、フジテックの 5 大メーカーと系列メンテナンス子会社が市場の 90%以上を占めている。基本的には新規納入メーカーが保守・メンテナンス契約を結ぶケースが多い。しかし、メンテナンスを中心に手掛ける JES が工場を持たない低固定費体質を武器に低層マンション向けエレベータを中心に保守台数の拡大を続けている。しかし、先進国では新規メーカーの参入はない。中国では現地企業が台頭しているが、オーナーが建物の資産価値を維持するために外資メーカー品を志向する傾向が強い。

代替品の脅威：エレベータの代替品は見当たらない。

売り手の交渉力：同社はマイコンを内製しているうえ、かつては、インバータやモータを外部購入（富士電機を中心）していたが、ほぼ内製化が進んでおり、サプライヤーからのコスト増リスクや調達リスクが軽減している。同時に納期の短縮化および在庫圧縮効果が見られている。

買い手の交渉力：国内ではゼネコンの収益性が改善方向にあり、上場 29 社の OPM は 13/3 期の 1.4%から 18/3 期には 8.8%へ上昇、国内エレベータ各社の OPM を上回る状況にある。また、延床面積当たりの建設投資単価の上昇に見られるように、エレベータなどの付帯設備の高付加価値化が見られている。具体的には非接触ボタンの採用、エレベータ室内での空気環境改善ニーズや、省エネニーズ、効率的運行システム、など。ただし、ゼネコン各社のマージンはピークアウトの様相にあり、今後は価格低下圧力の強まりも考えられよう。

規模の拡大と従業員 1 人当たり売上高を引き上げる戦略が求められる

海外競合に比べて規模のデメリットはあるものの、専業メーカーとしての特徴を生かした細やかなサービスや高い技術力を武器に、互角に戦えている印象を受ける。

コロナ禍での新たなニーズの誕生、省エネニーズの高まりなどに加え、エレベータ内環境の改善などの業界に先行した同社独自の製品供給などから、今後も差別化戦略を武器とした安定的な利益成長が維持可能と CGRA は考える。加えて、M&A などを通じた規模の拡大、従業員 1 人当たり売上高を引き上げる差別化・付加価値戦略などが求められるであろう。

各社ともに価格競争をリスク視するコメントが多いものの、実際の業績面への影響は軽微

図表 21 : 現状 SWOT&5Forces 分析
～SWOT分析～

強み (Strength)	弱み (Weakness)
専業メーカーとしてのこだわり	相対的に規模が小さい
高い製品具現化力	海外での営業・価格交渉力
海外市場での現地展開力	
製販一貫体制による事業スピードの速さ	
収益重視の選別受注体制	

機会 (Opportunity)	脅威 (Threats)
中国などでの更新需要の顕在化	海外競合間の値下げ競争
強いB/Sを活用したM & A	中国などでの新興企業の台頭
値上げの可能性	保守・修理事業の売価低下

～5Forces分析～
業界内の競争

各社ともに収益性向上を目指しており、価格競争には陥らない可能性が高い
寡占化が進んでおり、価格競争は懸念されても業績数値には表れてこない

新規参入の脅威

第一に安全が求められる市場であるため新規参入の脅威は少ない

代替品の脅威

真空を利用した移動技術が登場する可能性はあるが安全性に疑問

売り手の交渉力

既にマイコン、インバータ、モータ類を内製しており、調達面のリスクは軽減されている

買い手の交渉力

顧客の収益環境も好転、コロナを契機に新たな付加価値が求められている
ただし、ゼネコンの収益性ピークアウトが懸念材料


考えられる今後の事業戦略は何か

- ・図表15で示す通り、相対的に収益性は高いが、売上規模の拡大が求められる
- ・保守・メンテ企業などの買収は効果的
- ・従業員1人当たり売上高を海外競合並みへ引き上げたい

出所：CGRA 作成

・リスク開示と分析

同社固有のリスクは少ない印象

同社 20/3 期有価証券報告書で明記されているリスクは以下の 12 点。1 年前との比較では⑫の新型コロナウイルスリスクが新たに追加されている。

ここ近年、同社固有の新規リスクは見られていない

⑪の IT 関連リスクは 16/3 期、⑦の原材料リスクは 05/3 期から新たに加筆された。残りのリスク項目に関しては、2004/3 期以降、変更はない。

- ① 政治・経済状況：同社は世界 24 の国と地域に 10 の生産拠点と多数の販売拠点を有し、グローバル展開を行っている。事業を行っている国または地域の政治・経済状況の変動リスク、更には昇降機を取り巻く各種建物の投資を左右する公共投資や建設投資に影響を受ける側面を有している。
- ② 新商品の開発：大手メーカー間の開発競争は厳しく、先端技術に適応できなければ市場から追放されてしまう可能性がある。
- ③ 価格競争：内外市場において、世界規模で事業展開している有力企業を含む競合企業との厳しい競争が続いている。市場占有率上昇による経営的優位性を指向する流れは今後も継続するうえ、商品・サービスの価格競争が熾烈化している。
- ④ 製造者責任：予期せぬ製品の欠陥などで場合によっては人身事故に至る可能性がある
- ⑤ 合併事業：中国では合併事業を展開している。合併事業の解消などはリスクとなろう
- ⑥ グローバル事業展開に潜在するリスク
- ⑦ 原材料価格：鋼材やワイヤーロープなどの値上がりはコスト増要因
- ⑧ 資金調達：金利の大幅な上昇リスク
- ⑨ 為替相場の変動：予想を超える急速かつ大幅な為替変動
- ⑩ 株価の変動：保有する有価証券の下落リスク
- ⑪ IT（情報技術）関連リスク：予期せぬ不正アクセスや情報漏洩など
- ⑫ 新型コロナウイルスリスク

価格競争の激化を懸念する意見が聞かれるが影響は小さそう

海外企業の各種説明会資料を見る限り、各社ともに価格競争の激化を懸念したコメントが散見される。同社の上記リスクでも同様に、価格競争は今に始まったわけではない。OTIS および Schindler の 2020/10-12 月期における営業利益増減分析を見ても、価格低下影響は思いのほか小さいうえ、KONE においては価格上昇が利益押し上げ要因になっている。したがって、価格競争に関しては、懸念されるほど影響は大きくないと CGRA では考える。

国内新規案件の受注回復遅れが懸念される

ここきて海外市場への収益依存度が高い KONE や Schindler の受注環境は底打ちから改善傾向を見せ始めている。日本国内におけるゼネコン各社の収益性悪化および東京オリンピックの反動減などを加味すると、国内市場における新規受注の回復遅れがリスク視されそう。

(5) 業績および財務&非財務分析

連結受注高と売上高の推移

連結受注高は、16/3 期に過去最高となる前年比 7%増の 1,913 億円を記録、過去 6 年間でほぼ倍増した。受注残は 19/3 期に過去最高の 2,082 億円に達し、16/3 期以降の受注残は安定的に年商 1.1 年分を確保している。この結果、20/3 期の売上高は、4 期ぶりに過去最高となる前年比 6%増の 1,812 億円を記録した。なお、受注高を売上高で除した BB レシオは、10/3 期以降、20/3 期まで 10 期連続で 1 倍を上回って推移している。

近年の営業利益は
踊り場状況にある

近年の営業利益は踊り場が続いている

連結営業利益に関しては、受注高と同じく 16/3 期に過去最高の前年比 7%増の 144 億円（営業利益率 8.2%）に達し、過去 4 年間で 2.7 倍（12/3 期営業利益は 54 億円）に急成長を遂げた。その後は踊り場状況が続いており、20/3 期売上高は過去最高を更新したものの、海外を中心とした人員増加に伴う固定費負担増、国内での物流費などの変動費負担増などが響き、20/3 期営業利益は 134 億円（営業利益率 7.4%）にとどまった。

20/3 期の当期利益は税率低下もあり、過去最高を更新

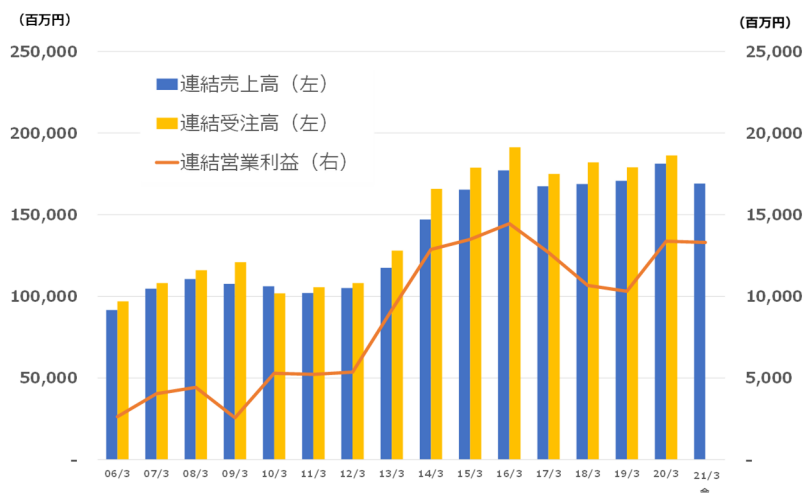
連結経常利益は、16/3 期に過去最高となる前年比 2%増の 152 億円を確保、親会社株主に帰属する連結当期利益に関しては、売上高と同様、20/3 期に 2 期連続の過去最高となる同 8%増の 99 億円に達した。特別利益の計上や税率の低下などが主因である。

20/3 期は売上高と
当期利益が過去最
高を更新

海外事業の採算改善が顕在化し始めている

連結受注高は 16/3 期に過去最高を記録、過去 6 年で受注額がほぼ倍増した。特に、13/3 期以降は中国における新設事業が急成長、業績の牽引役となった。営業利益に関しては、16/3 期に過去ピークを記録した後、踊り場が続いているものの、中国事業における戦略の変更、インド事業の採算改善、国内における新製品投入効果（単価上昇効果）、シンガポールなどでのアフターマーケット事業の伸長などから、同社業績の再加速局面が到来しつつあると CGRA では考える。

図表 22：連結受注高および売上高と営業利益の推移



出所：会社資料などから CGRA 作成

・21/3 期の業績動向

21/3 期業績計画は 3Q 決算発表と同時に上方修正された

COVID-19 の悪影響が懸念される 21/3 期 3Q（4-12 月）の連結受注高は、前年比 5% 減の 1,286 億円（国内は同 3% 増の 558 億円、海外は同 11% 減の 728 億円）、同期間の売上高は同 8% 減の 1,240 億円、BB レシオは 1.04 倍を確保した。

新規受注に課題を残すが、事業環境は改善傾向を強める

中国での新設工事の回復や採算改善、シンガポールなどでのアフターサービス事業における保守業務が堅調であることに加え、修理及びモダンゼーション事業も総じて回復傾向にあること、インド事業の採算改善などが主因。

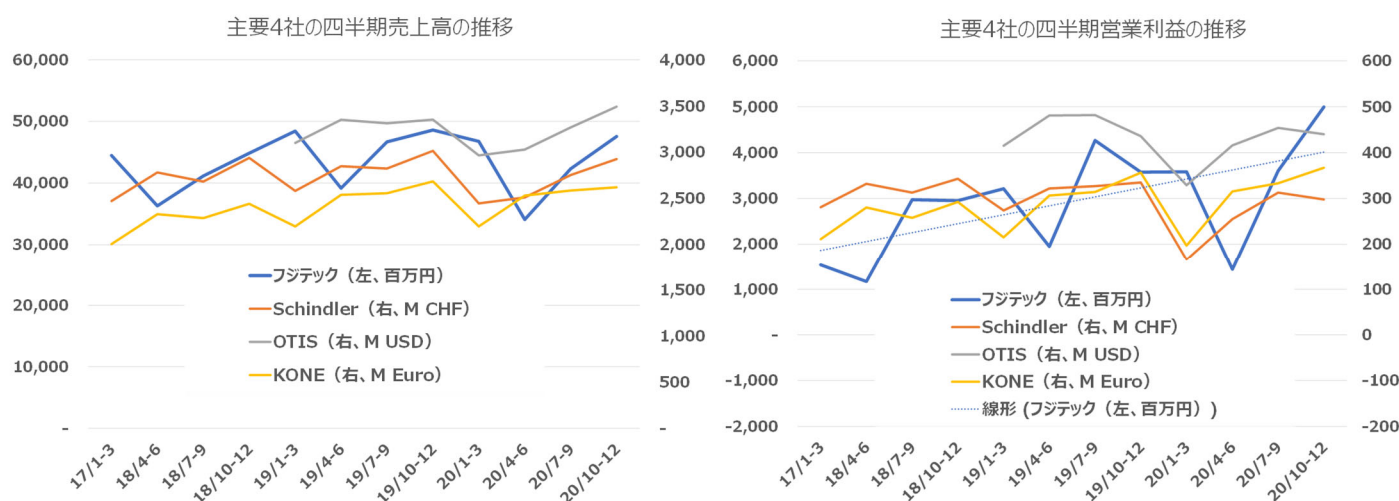
21/3 期 3Q（4-12 月）連結営業利益は、前年比 3% 増の 100 億円（期初計画進捗率 93%）、営業利益率は 8.1%。経常利益は同 1% 減の 109 億円（同 95%）、親会社株主に帰属する当期利益は同 3% 減の 71 億円を確保した。

この結果、同社は 3Q 決算発表と同時に通期業績計画を上方修正、売上高を 1,650 億円→前年比 7% 減の 1,690 億円、営業利益 107 億円→同 1% 減の 133 億円（営業利益率 7.9%）、経常利益 115 億円→同横ばいの 147 億円、当期利益 75 億円→同 6% 減 93 億円へ引き上げた。

四半期ベースの業績はボラティリティが大きい

四半期ベースで業績推移をみると、21/3 期 3Q（10-12 月）における受注高は、前年比 5% 減の 418 億円、売上高は同 2% 減の 476 億円にとどまったが、営業利益は同 40% 増の 50 億円を確保した。ただし、図表 23 が示す通り、同社四半期業績は、海外競合と比較してもボラティリティが大きいことに留意が必要である。

図表 23：主要 4 社の四半期売上高と営業利益の推移



出所：各社資料より CGRA 作成

・国内における業績動向

国内事業は連結営業利益の 37%を占める

地域別売上高における 20/3 期の国内売上高は、4 期連続の過去最高となる前年比 5%増の 725 億円（売上構成比 40%）となった。

新規受注の回復遅れが懸念される

所在地ベースの 20/3 期における国内売上高も 4 期連続で過去最高を更新、前年比 3%増の 748 億円を確保した。同営業利益に関しては、増収ながらも新設案件の増加、人件費負担増、物流費などの変動費負担増などで前年比 6%減の 49 億円、営業利益率は 6.5%に留まった。連結営業利益に占める国内比率は 37%。

過去最高営業利益は、18/3 期に記録した 57 億円、同様に営業利益率も 8.5%である。

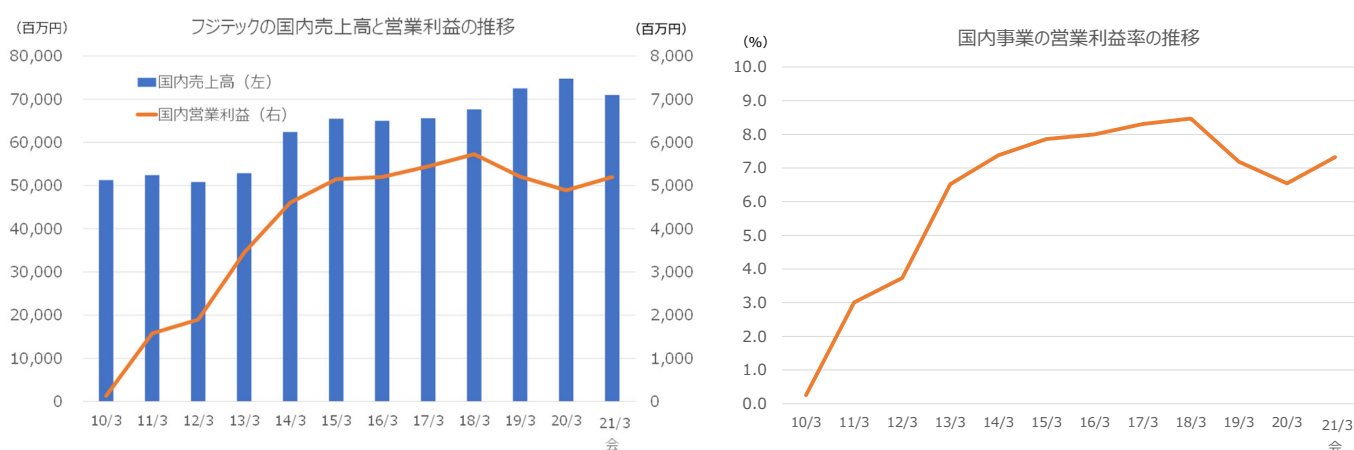
国内事業の 21/3 期業績計画は若干上方修正された

21/3 期会社側業績計画は 3Q 決算発表時に上方修正され、通期国内売上計画は期初計画の 700 億円から前年比 5%減の 710 億円へ +10 億円増額、営業利益も 50 億円から前年比 6%増の 52 億円（営業利益率 7.3%）へ +2 億円増額修正された。

コロナ禍において、建設工事の延伸や中断が響き減収となるが、新設工事において 2020 年 4 月に販売を開始した新製品「エクシオール」投入に伴う販売価格の改善、高採算であるアフターサービス事業の保守事業が堅調に推移しており、減収ながらも増益を確保できる見通し。

生産面へのコロナ影響に関しては特段顕在化していない模様。ただし、今後に関しては、ゼネコン各社の収益性悪化、東京オリンピック工事の反動減などから新規受注の回復遅れが懸念視される。

図表 24：国内事業は新規受注の回復遅れが懸念される



出所：会社資料より CGRA 作成

・東アジアにおける業績動向

東アジア事業は連結営業利益の 40%を占める

中国、香港、台湾、韓国などを含む所在地ベースの東アジア売上高は、中国事業が好調であった 16/3 期に過去最高の 846 億円を記録した。しかし、その後は 19/3 期まで減収局面が続いたものの、20/3 期は前年比 8%増の 747 億円と増収に転じた。20/3 期の同営業利益は、前年比 134%増の 53 億円（構成比 40%）、営業利益率は 7.1%であった。過去最高営業利益は、16/3 期に記録した 75 億円。営業利益率は、10/3 期にリーマンショック後の最高となる 10.5%を確保したものの、18/3 期には 3.2%にまで低下が見られた。

中国市場に大きく依存する地域。収益性の改善が進む

同社は直販体制が基本だが、中国では独特の商習慣などを加味、合併事業かつ代理店販売を行っている。上記のように営業利益率が低下した背景には、代理店が新設中心の中国市場において、住宅向けを中心に安価なボリュームゾーンに注力した影響が顕在化したためである。このため、同社としては、製品値上げに加え、選別受注および代理店のインセンティブ見直しなどを実施、収益性重視策に転じた結果、営業利益および利益率ともに改善傾向を強めている。

2030 年以降は中国での更新需要の顕在化が本格化しよう

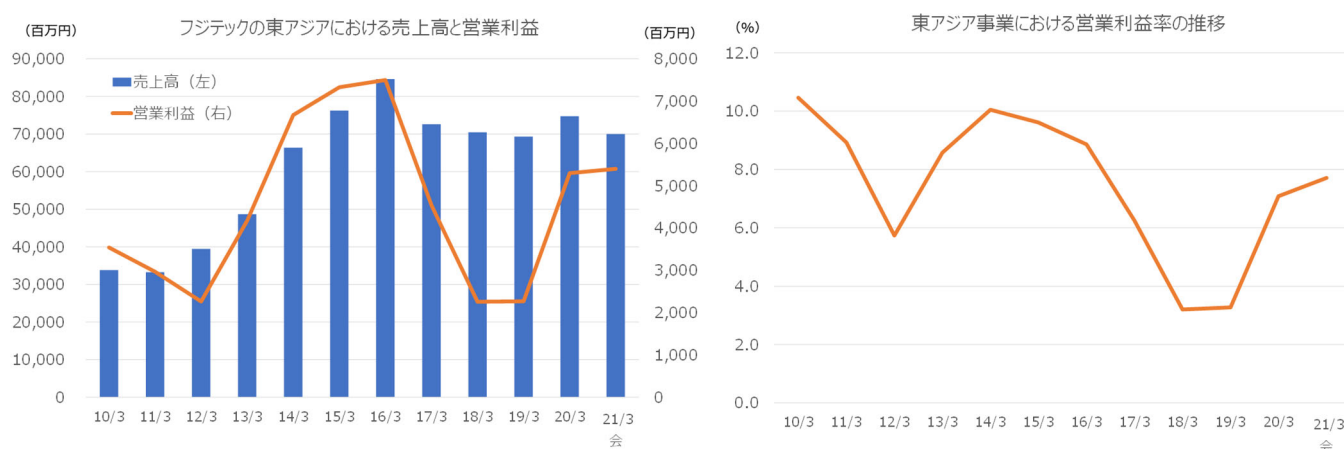
同社は 1964 年に初の海外法人を香港に設立した。香港市場では同社市場シェアは高く、納入ストック台数が多いため、収益性も高い。また、世界最大のエレベータ市場である中国は市場の 95%を新設案件が占めている。しかし、2030 年以降は更新需要（＝近代化）の顕在化が見込まれるうえ、安全面からメーカー保守を優先させる法規制の導入が進んでいる模様。

1964 年、香港での最大かつ最高 28 階建てのサンヒンビル向け案件を受注

東アジア事業の 21/3 期業績計画は大幅に上方修正された

21/3 期会社側業績計画は、上方修正され、東アジアにおける売上高は期初計画の 640 億円から前年比 6%減の 700 億円へ +60 億円増額、営業利益も 36 億円から前年比 2%増の 54 億円（営業利益率 7.7%）へ +18 億円増額修正された。中国における新設工事の減少、中国工場からの海外出荷減を主因に減収となるが、中国工場におけるコスト削減および香港における保守案件の売上計上が利益面を押し上げる見通し。

図表 25：東アジア事業の収益率が改善傾向を強める



出所：会社資料より CGRA 作成

・南アジアにおける業績動向

南アジア事業は連結営業利益の 16%を占める

シンガポール、マレーシア、インドなどを含む所在地ベースの南アジア売上高は、18/3 期に過去最高となる 172 億円に達し、その後は主力のシンガポール市場の低迷もあり、20/3 期は前年比 1%減の 164 億円であった。しかし、20/3 期の営業利益は、過去最高となる前年比 17%増の 21 億円（連結営業利益構成比 16%）、営業利益率は 13.0%を確保した。売上貢献度が大きいシンガポールでの新設工事の採算改善に加え、インド事業における収益性改善などが大幅増益に寄与した。なお、リーマンショック後における過去最高営業利益率は、11/3 期に記録した 16.8%である。

同社内において所在地ベース営業利益率が最も高い地域

南アジア事業の 21/3 期営業利益は過去最高を更新する見通し

21/3 期会社側業績計画は、上方修正され、南アジア売上高は期初計画の 160 億円から前年比 15%減の 140 億円へ 20 億円減額修正された。しかし、営業利益に関しては、17 億円から過去最高となる前年比 8%増の 23 億円（営業利益率 16.4%）へ +6 億円増額修正され、営業利益率は概ね過去最高水準に達する見通し。

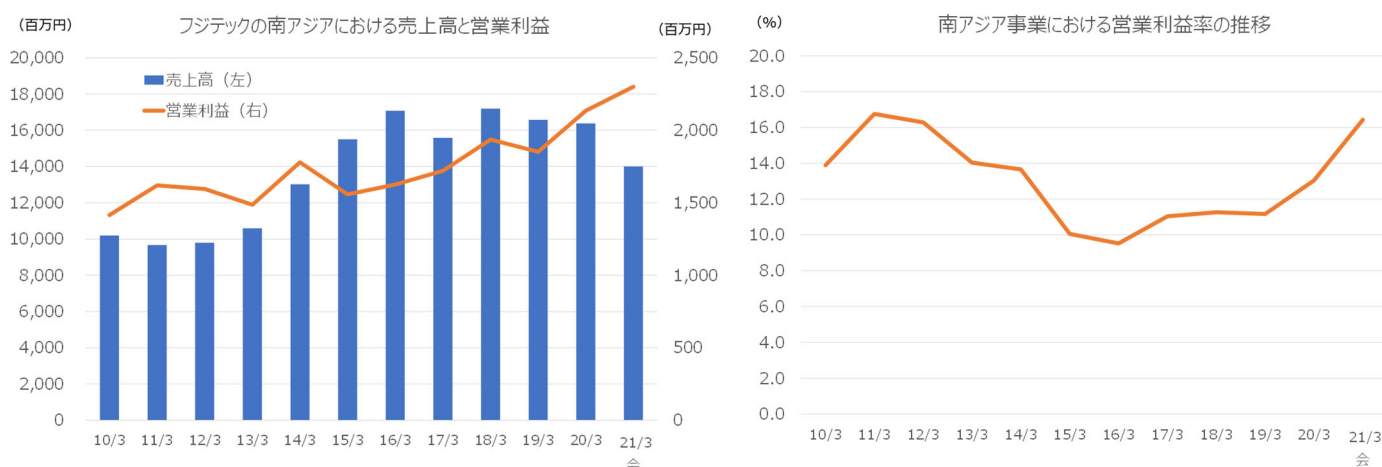
売上高が示す通り、南アジアにおける需要環境自体は芳しくないが、主力市場であるシンガポールにおけるアフター事業の伸長、更にはインド第一工場における機種の絞り込みなどの改善効果が寄与する見通し。

シンガポールではトップシェアを有する

同社は 1966 年に業界史上最大契約となるシンガポール HDB 向けに 300 台もの受注を獲得、1972 年には同じく HDB 向けに 5 年間でエレベータ 2,000 台（100 億円）もの業界史上最大受注を獲得、同年にシンガポールに現地法人を設立した。シンガポールでの同社シェアはトップクラスであり、豊富なストックを背景に、収益性も高い。今後はインドネシアやスリランカ、インドでの新設案件の増加が見込まれる。新規案件の増加は、収益性の低下要因に働くものの、長期的には更新需要の顕在化が期待される。また、ベトナム、フィリピン、ミャンマーは今後の新たな市場として強化・注力している。

シンガポールにおける同社市場シェアはトップクラス

図表 26：南アジア事業は営業利益率 20%が見えてきた



出所：会社資料より CGRA 作衛

・北米・欧州における業績動向

北米・欧州事業は連結営業利益の 7%を占める

所在地ベースの北米・欧州売上高は、20/3 期に 2 期ぶりの過去最高となる前年比 6%増の 254 億円（同地域は米国市場が大半を占める）となった。同営業利益は、過去最高となる前年比 17%増の 10 億円（連結営業利益構成比 7%）、営業利益率は 4.1%であった。欧州地域は小幅の営業損失を計上したとみられるが、米国における新設案件およびモダンゼーション案件の伸長に加え、カナダでも新設工事が増加、更に英国地域も増収を確保、2 桁営業増益を確保した。

欧米事業は収益性が相対的に低い

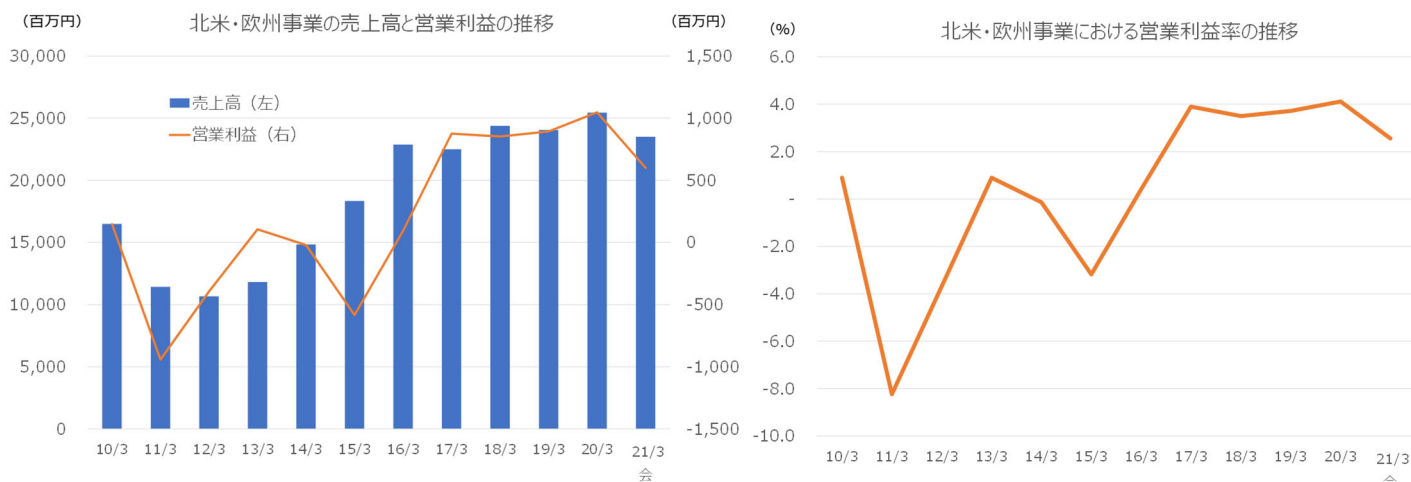
同社は、21/3 期連結業績計画を上方修正したものの、北米・欧州における売上高は期初計画の 250 億円から前年比 8%減の 235 億円へ 15 億円下方修正された。しかし、北米・欧州地域における営業利益計画に関しては、期初計画の前年比 43%減の 6 億円（営業利益率 2.6%）が据え置かれた。英国での新設工事増に加え、買収した英国子会社のアフター事業の貢献が見られたものの、ロックダウンによる米国での新設案件の減少が響いた模様。

米国市場はシェア上昇が見られ、英国では保守市場に商機あり

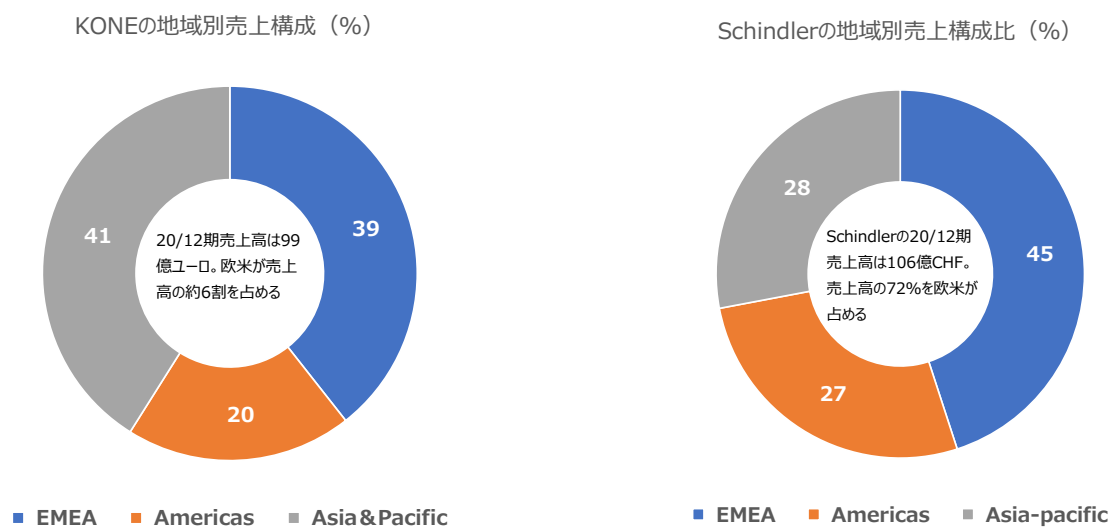
同社は国内競争に先行する格好で 1977 年にフジテック・アメリカをニューヨークに設立した。当時の米国市場は OTIS と WH が 2 強の地位を築き、顧客からは第 3 のエレベーターメーカーを求める機運が高まっていた。そのような中、マイコン制御などの新技術や現地対応力および現地生産が評価され、1984 年にはワールドフィナンシャルセンターなどのシンボリック案件の受注獲得に成功した。図表 29 が示す通り、近年の同社米国売上高は他社を上回る成長を見せている。

欧州は高層ビルが少ないうえ、大手競争のみならず地場の中小企業が乱立しており、競争が厳しい。しかし、英国は 1999 年にロンドンの HSBC ビルにエレベーターを 35 台納入した実績があるうえ、ロンドンでは高層ビルの新設も進んでいる。このため、同社はロンドンでの保守・メンテナンス市場には参入余地が大きいと判断、2020 年 2 月 10 日に英国にある昇降機の販売・据付・保守を手掛ける Amalgamated Lifts Limited を買収した。

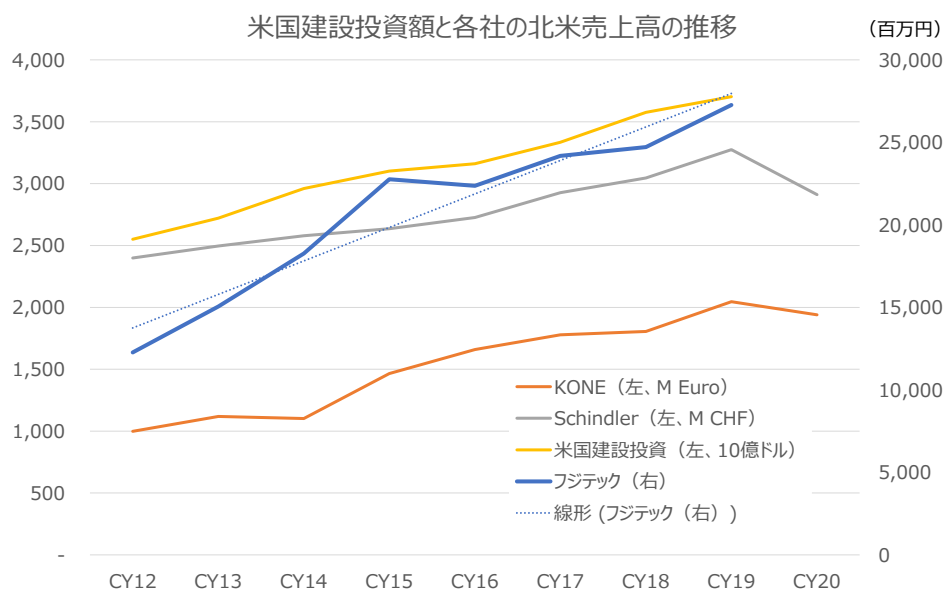
図表 27：北米・欧州事業は収益性に課題を残す



出所：会社資料より CGRA 作成

図表 28 : 欧州 KONE と Schindler の地域別売上構成比


出所：会社資料から CGRA 作成

図表 29 : 米国建設投資額と主要企業の北米売上高の推移


出所：会社資料などから CGRA 作成。フジテックは 3 月末決算企業、他社は 12 月末決算企業

(6) 財務・非財務分析と株価バリュエーション

リスク対応力の強い B/S を維持

20/3 期末の連結株主資本比率は 55.2%（過去 10 年平均は 55.5%）、単体ベースの利益準備金は 437 億円に達しており、約 49 億円（=21/3 期予想 DPS60 円）の年間配当総額に対して潤沢な配当原資を確保していると言える。

CCC は 82.5 日で相対的に良好

有形固定資産回転率（売上高÷過去 2 年平均有形固定資産）は 5.5 回（5 年前は 3.6 回）、空調機を手掛けるダイキン工業の 4.8 回を上回る資本効率の良いビジネスモデルを有している。

一方、運転資金動向をみると、CCC（キャッシュコンバージョンサイクル：棚卸資産回転日数＋売上債権回転日数－買入債務回転日数）は 82.5 日。こちらもダイキン工業の 131 日を大きく下回っているうえ、前受金を除かない場合でも 130 日となる。

安定的な FCF を創出可能な収益構造を確保

過去 10 年間の平均フリーキャッシュフロー（FCF）は 68 億円を確保、20/3 期末の有利子負債 42 億円に対して、528 億円（前受金を除くと 294 億円）のネット・キャッシュ状態にある。10 年前のネット・キャッシュは 111 億円。当時の有利子負債残高は 102 億円であり、有利子負債の削減が進む一方、現預金が 10/3 期末の 213 億円から 20/3 期末には 570 億円へ拡大している。

20/3 期末には月商 1.6 か月分（234 億円、総資産の 12%）の前受金を有する。一方、工事損失引当金は、営業利益の約 39%に相当する 52 億円ではあるが、総資産の 2.7%にとどまり、総資産および営業利益ともに損失引当金の割合が低下傾向にある。選別受注および中国での営業体制の見直し効果などが顕在化していると推測される。

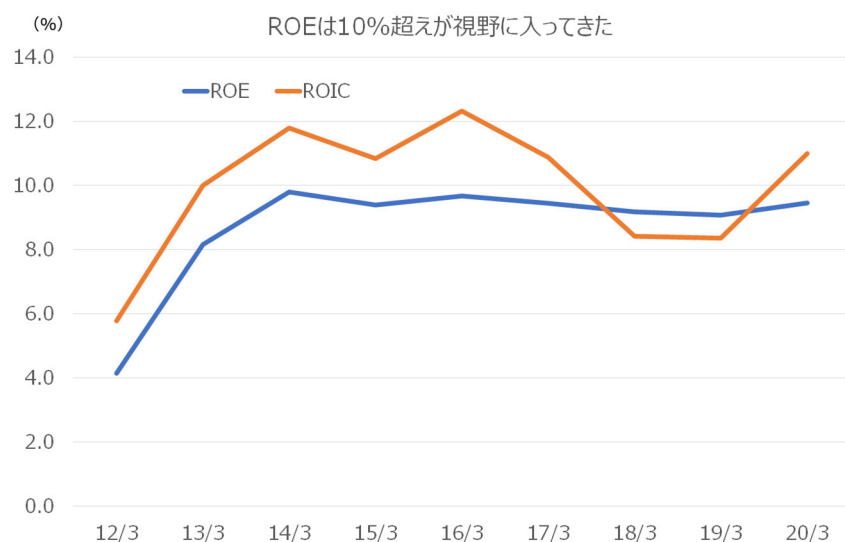
ROE は 10%弱で踊り場が続く。株主資本が過大な印象

20/3 期末の ROE は 9.5%。14/3 期の 9.8%をピークに 10%目前で足踏み状態にある。ROE 9.5%をデュポンモデルに分解すると、売上高当期利益率は 5.5%（14/3 期 5.2%）、総資産回転率は 0.96（同 1.06）、財務レバレッジは 1.8（同 1.8）となっており、株主資本が過大な印象を受ける。実際、同株主資本は、14/3 期末の 846 億円から 20/3 期末には約 1.26 倍の 1,070 億円へ増加している。

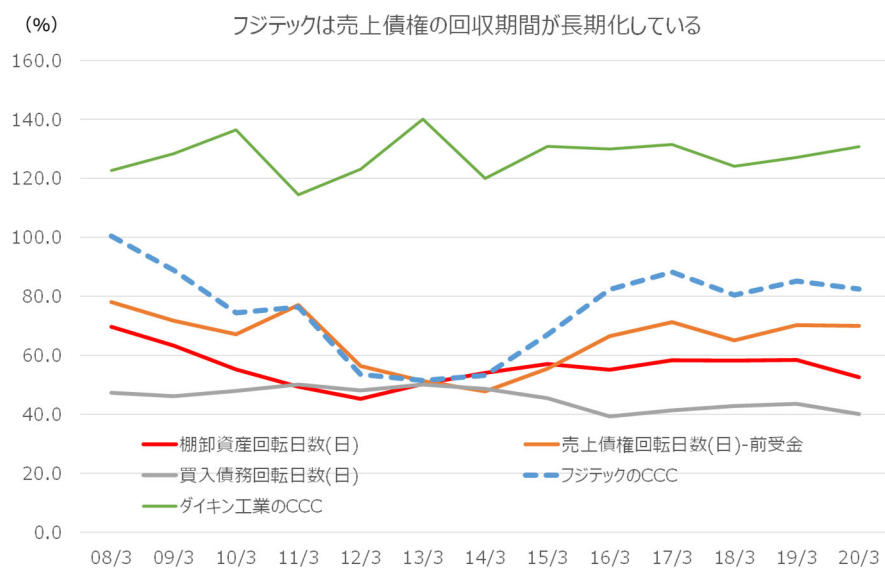
ROE は 10%手前で足踏み。株主資本が主因

一方、ダイキン工業における 20/3 期 ROE は 12.0%。総資産回転率は 1.0、財務レバレッジは 1.9 だが、売上高当期利益率が 6.7%（営業利益率 10.4%）を確保している点が同社との ROE の差に表れている。

したがって、同社 ROE の改善には、差別化戦略や値上げなどによる P/L の収益性改善に加え、B/S を活用した成長戦略などが効果的と CGRA では考える。

図表 30 : ROE に先行する格好で ROIC が上昇傾向へ


デュポンモデル：%	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3
売上高当期利益率	5.2	5.1	5.0	5.1	5.2	5.4	5.5
総資産回転率（売上高÷総資産）	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0
財務レバレッジ（総資産÷自己資本）	1.8	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8
ROE	9.8	9.4	9.7	9.4	9.2	9.1	9.5
NOPAT	11,296	12,384	13,462	11,867	9,780	9,836	13,514
投下資本	95,820	114,262	109,293	109,127	116,232	117,697	122,921
投下資本収益率（ROIC）：%	11.8	10.8	12.3	10.9	8.4	8.4	11.0

図表 31 : CCC が少し高止まり傾向にある


出所：会社資料より CGRA 作成

・非財務分析

今後の課題

様々なリスクが存在する中、企業の持続的成長には社会課題の解決を伴う企業価値および社会価値の向上が求められる。ここ数年、投資資金もアクティブなものからパッシブ化の動きを強めており、ESG ファンドへの資金流入が続いている。

非財務情報の開示
が待たれる

ESG や SDGs などの非財務情報の開示は、長期投資家のみならず、すべてのステークホルダーにとって必要不可欠なものになりつつあると言える。また、エーザイ株式会社の柳良平 CFO は、「解散価値である PBR1 倍以上の部分に関しては非財務データで説明可能」とされるなど、企業側も積極的な情報開示で資本コストの低下を通じた企業価値の向上を目指している。

今後は非財務データの KPI 設定が求められよう

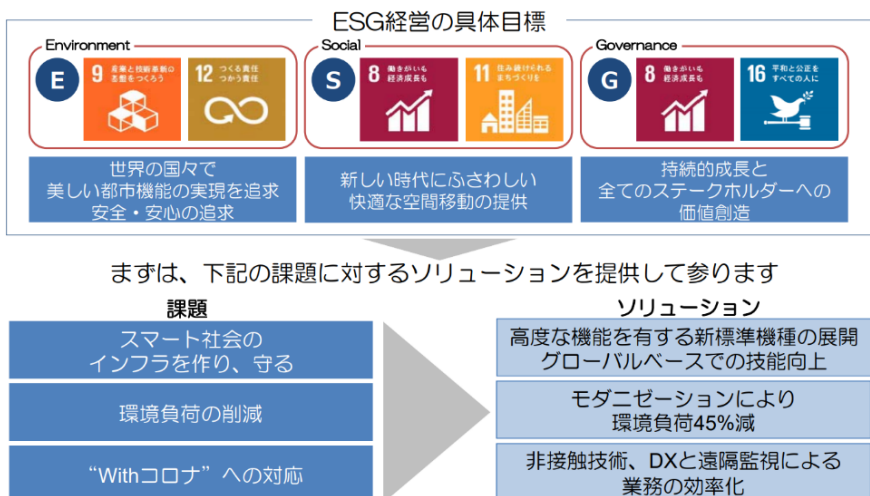
同社の収益構造は、規模と歴史の差はあれ、海外競合である OTIS や KONE と同様、新規案件 + 安定的な保守・メンテ事業 + モダニゼーション事業の収益貢献が期待可能であり、安定的なキャッシュの創出が可能である。従って、事業のサステナビリティは相対的に高く、株価は長期の利益創出期待を織り込む可能性が高い。

今後は定量的な非
財務情報の KPI が
求められよう

同社はフジテックレポートの発行ならびに CSR の一環としての社会活動やエネルギー使用量や廃棄物発生量および目標量を報告している。また、取締役 9 名のうち 5 名を社外取締役が占め、指名報酬諮問委員会を設置するなどガバナンス体制の強化が進んでいる。しかし、E と S に対しては、今後の同社サステナビリティを説明するまでには至っておらず、今後の課題であると言える。SDGs に関しても、コーポレート戦略の柱の 1 つとしているが、定性的な内容にとどまっており、定量的な KPI の開示と達成に向けた諸施策が必要と言える。

ちなみに、Schindler は再生エネルギーの積極活用、GHG をスコープ 3 レベルで管理（SWISS CLIMATE が監査）、工場での労働災害の低減、女性社員の増加、所有車の CO2 削減など、サステナビリティを意識した経営を行っている。OTIS も役員の 3 分の 1 を女性、カーボン排出量や廃棄物、リサイクル率などの ESG 開示を強化している。

図表 32：今後は非財務情報に関する各種 KPI の発表が期待される



出所：フジテック「戦略的方向性」

・コーポレート・ガバナンス体制

更なる強化へ向けた施策を発表

同社は資本市場におけるニーズの変化や、あらゆる経営環境の変化へ備えるため、ガバナンス強化に取り組み、より強固な経営基盤の構築を目指す方針である。

指名・報酬諮問委員会
を設置

「戦略的方向性」の発表と同時に、取締役の指名・報酬などの決定に関する手続きの客観性・透明性を高め、コーポレート・ガバナンス体制の一層の充実を図るため、社外取締役を主要な構成員とする指名・報酬諮問委員会の設置を決定した。

指名・報酬諮問委員会は、2021年2月に設置され、取締役会の決議により選定された3名以上の委員で構成される。委員の過半数は独立社外取締役とし、委員長は独立社外取締役である委員の互選により、独立社外取締役から選定される。

同社の取締役数は9名、うち社外取締役は5名で、社外取締役は独立性を有する。取締役会の議長は内山社長。18年時点での同社取締役数は7名、うち社外取締役3名（佐伯照道氏、杉田伸樹氏、山添茂氏）であったが、2019年以降は現在の取締役数9名、うち社外取締役5名となり、定量的な増員が見られた。

社外取締役は5名

社外取締役の佐伯照道氏は弁護士出身、大阪弁護士会会長などを歴任。杉田伸樹氏は名古屋大学経済学部教授、内閣府経済社会総合研究所所長などの要職を歴任。山添茂氏は丸紅株式会社の取締役副社長執行役員、みずほキャピタルパートナーズ株式会社社外監査役などを歴任。遠藤邦夫氏は本田技研工業の財務・経理などの要職ならびに取締役・監査役を歴任。山平恵子氏はサンヨーホームズ株式会社の代表取締役社長、上新電機株式会社の社外取締役などを歴任。

加えて、同社は買収防衛策の非継続を決定した。買収防衛策は、2007年5月11日開催の取締役会において、導入を決議、2022年6月開催の定時株主総会まで有効である。しかし、必要性が相対的に低下したと判断、2022年6月開催の定時株主総会の終結時をもって継続しないことを決議した。

買収防衛策は非継続へ

図表 33：取締役のスキルドマテリアル

氏名	地位	独立性 (社外役員のみ)	企業経営の経験および知見等(要点)					
			企業経営		知見等			
			国内 事業	グローバル 事業	経済 政策	財務・ 会計	企業 法務	IR
内山 高一	代表取締役執行役員社長		●	●				●
岡田 隆夫	代表取締役執行役員副社長		●	●				
加藤 義一	取締役専務執行役員			●		●		●
浅野 隆史	取締役専務執行役員		●	●				
佐伯 照道	取締役	●	●		●		●	
杉田 伸樹	取締役	●			●			
山添 茂	取締役	●	●	●		●		
遠藤 邦夫	取締役	●	●	●		●		
山平 恵子	取締役	●	●					●

出所：フジテックレポート 2020

・情報開示を積極化

ESG や SDGs を意識した内容へ開示の強化が進む

同社は「戦略的方向性」の中で、目標 ROE、更には公約配当性向を開示した。決算発表に関しても、従来は年 2 回の決算説明会の開催と説明会資料の開示に留まっていたが、2020 年から四半期決算の説明資料を作成、HP 上で開示している。

2019 年には従来の Annual report がフジテックレポートに名称を改め、ページ数も 2019 年の 35 ページから 2020 年には 49 ページへ拡張している。社長メッセージが拡充され、ESG や SDGs や人材育成策の説明に加え、新たに社外取締役のメッセージが加筆されている。

今後は非財務情報に関する KPI の開示が期待される

このように、同社は情報開示姿勢を強化しているが、過去の実績値の開示に留まっており、中長期的な同社事業のサステナビリティを説明すべく非財務情報の目標 KPI の開示はほとんど行われていない。長期保有の投資家あるいは ESG 投資家の投資資金を呼び込むには不十分と CGRA では考える。これら投資家とのエンゲージメントには非財務情報の一段の開示に加え、時間軸を伴う GHG（温室効果ガス）の削減目標などの KPI 開示に期待したい。

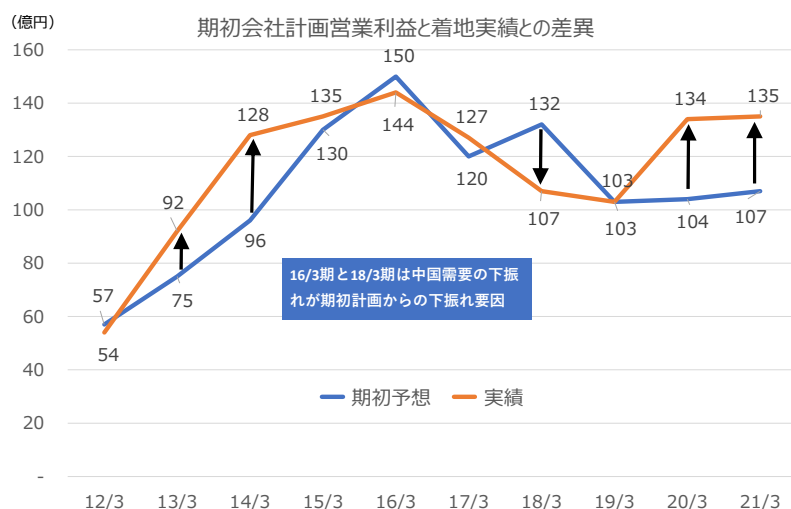
情報開示と同時に資本コストの低下が期待されよう

各種 KPI などの非財務情報開示の積極化が実現すれば、ベータ値の低下を通じた資本コストの低減が期待される。ポストコロナに向けた業績回復も相まって、ROIC モデルから試算される理論株価の上昇が見込まれよう。

中国需要に左右されつつも期初予想に対する達成の確度は良好

16/3 期および 18/3 期は、中国需要が予想外の減速を見せたため、期初業績計画が下方修正された。しかし、同社は基本的に保守的な業績ガイダンスを公表する傾向がうかがえる。20/3 期は期初予想を 2 度増額、21/3 期も 3Q 時決算に期初計画を上方修正した。特に中国需要が回復する局面では業績計画が上振れる傾向が見られる。また、過去 3 回の中計を振り返ると、作成時期が業績悪化時と重なっているため、保守的な目標値を開示する傾向があり、中計 1 年目で目標値をクリアしている。

図表 34：中国次第だが、同社業績ガイダンスは保守的な傾向が見られる



出所：会社資料などから CGRA 作成

情報開示の強化が行われてきた

ESG 投資家のニーズを満たす非財務情報の開示が求められるよう

業績ガイダンスは基本的に保守的

・株主還元策

新たに公約配当性向 50%以上を発表

同社は 2020 年 12 月 4 日発表の「戦略的方向性」の中で、新たに公約配当性向 50%以上を明記した。従来は、利益還元の充実を経営の最重要課題と捉えつつ、企業基盤の長期的安定を図るための内部留保を考慮した配当を行うことを基本方針とし、20/3 期は 40%、前中計では 40-50%を配当性向の目安としてきた。

株主還元策を強化

従って、同社は 2021 年 2 月 9 日付で今 21/3 期業績予想を上方修正（予想 EPS を 92.62 円→114.69 円）した際、予想 1 株配当金（DPS）も期初予想の 50 円（配当性向 54%）から 60 円（同 52%）へ増配を発表した。

配当性向の上昇を伴う増配を継続

同社は段階的に増配を実施してきた。10/3 期における DPS は 10 円であったが、業績悪化が見られた 11/3-12/3 期は 12 円、16/3-17/3 期は 30 円を据え置いたものの、17/3 期以降は 4 期連続で増配を行い、20/3 期は 50 円、21/3 は 60 円へ引き上げる計画である。

配当性向を見ても、11/3 期の 14.8%をボトムに緩やかに上昇、18/3 期には 32%、20/3 期には 41%、21/3 は 52%に達する見通し。配当利回りを見ても、16/3-18/3 期は平均 2.5%、19/3-20/3 期は平均 3.6%へ上昇、魅力的な配当利回りを提供してきた。

外国人持株比率は 40%を超えたが、個人投資家は減少

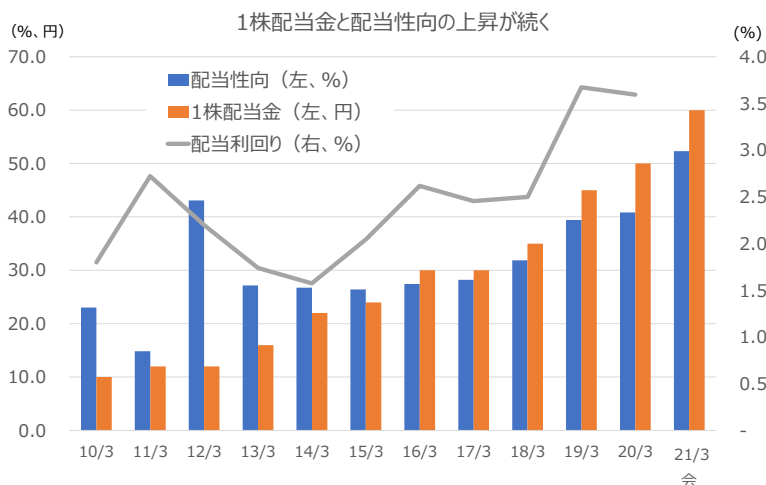
上記のような株主還元策の強化などを背景に、外国人持ち株比率も 16/3 期の 30%から 20/3 期には 40%を超える水準に達した。ただし、一方で個人投資家の持ち株比率が 16/3 期の 20%から 20/3 期には 16%へ低下、株主数も 4,008 名から 3,424 名へ減少した。

株主構成が変化

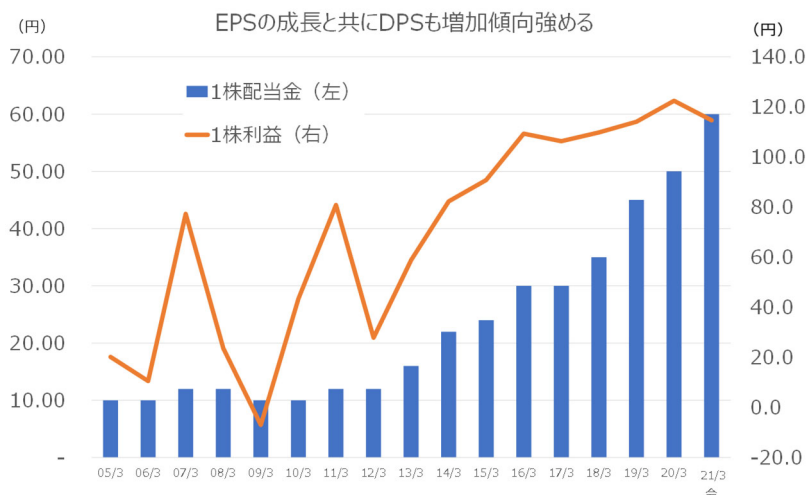
プレミアム優待倶楽部の株主優待を新設

このため、同社は個人投資家への還元強化の側面から、2021 年 2 月 9 日付で、プレミアム優待倶楽部の株主優待を新設した。同社株 200 株以上を保有する投資家に対して、保有株数に応じたポイントを様々な優待商品（家電や各種食料品など）へ交換が可能。

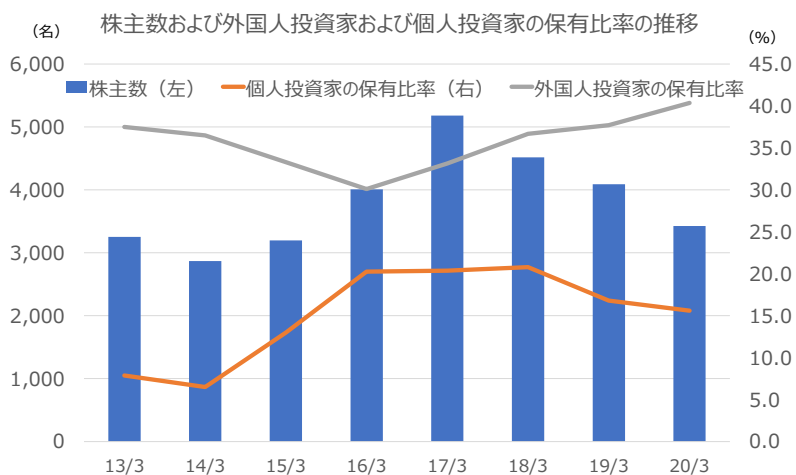
今後は同社株式の保有期間に応じた追加ポイントの付与、更には個人投資家向けの IR 説明会などの開催にも期待したい。

図表 35：継続的な増配を維持


21/3 期まで 4 期連続で増配

図表 36：利益成長を上回るペースでの株主還元を継続


配当性向も上昇へ

図表 37：個人が減少し外国人投資家の保有比率が上昇


外国人投資家保有比率が上昇へ

出所：会社資料より CGRA 作成

・直近の株価および株価バリュエーション

海外競合との株価バリュエーション比較

図表 14 では、同社の海外競合および立ち位置が似ているダイキン工業の属する空調機業界における各社の 20 年 3 月末時点（海外企業は 20/12 月末）における PBR を ROE と PER の関係からチェックしてみた。

海外競合企業のバリュエーションは同社を上回る

同社は 2021 年 2 月 9 日発表の 21/3 期 3Q 決算時において、21/3 期業績計画を上方修正したことなどから、株価は上昇傾向を強め、2021 年 2 月 15 日に上場来高値となる 2,836 円を付けた。その後は利益確定に押され、2,400 円前後での推移が続いている。3 月 31 日時点の株価は 2,358 円、会社計画 PER は 20.6 倍。配当利回りは 2.5%。20/3 月末 BPS で計算される PBR は 1.79 倍となる。

同社の海外競合である KONE の 21/12 期予想 PER は 34.5 倍、同 PBR は 11.4 倍。米 OTIS の予想 PER は 26.3 倍、同 PBR は 9.9 倍。Schindler は同 PER が 34.8 倍、PBR が同 6.9 倍で評価されている。

ダイキン工業の予想 PER は海外競合を上回る

ダイキン工業に関しては、21/3 期業績計画を既に 3 度上方修正、期初計画の営業利益 1,500 億円（EPS 341.78 円）が 21 年 2 月 9 日発表の 3Q 決算時に 2,320 億円（EPS 512.67 円）へ修正された。

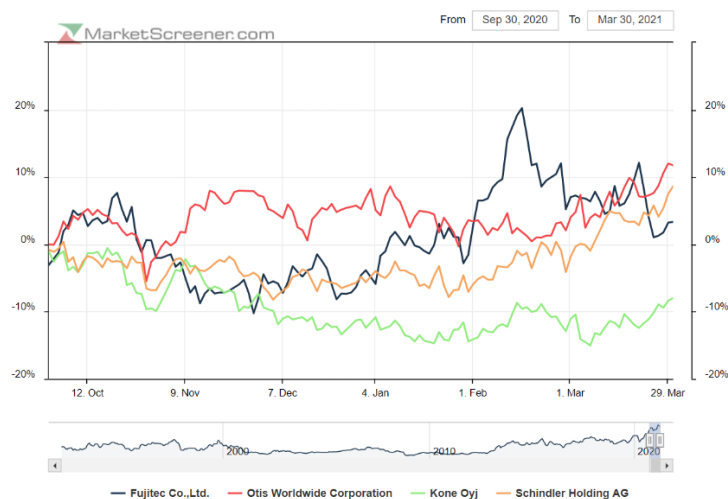
非財務情報の開示次第ではマルチブルの上昇が期待可能

株価に関しては、20 年 12 月 2 日に上場来高値である 24,440 円に達し、ここきて 22,000 円前後で推移している。3 月 31 日の終値は 22,320 円。会社計画 PER は 43.5 倍。配当利回りは 0.7%。20/3 期末 BPS で試算される PBR は 4.6 倍で評価されている。

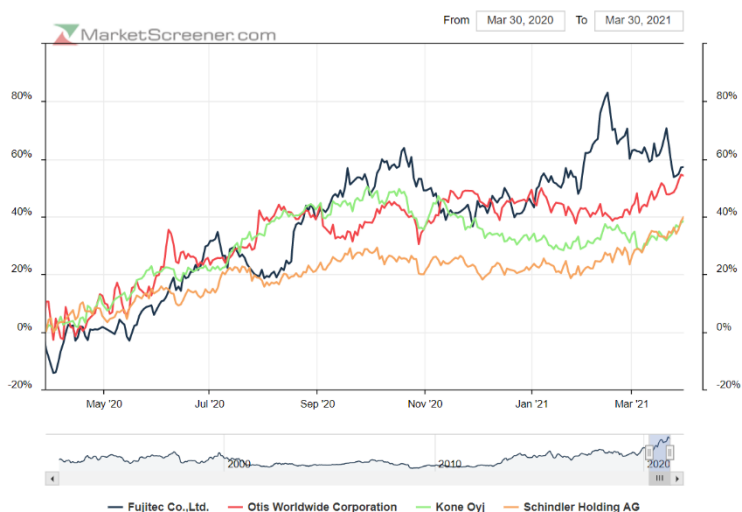
ダイキン工業の海外競合である米 Carrier の 21/12 予想 PER は 22.4 倍、同 PBR は 5.1 倍。Lennox の同 PER は 28.5 倍、同 PBR は 12.4 倍。Trane の同 PER は 31.3 倍、同 PBR は 6.6 倍で推移している。

ダイキン工業の予想 PER は、海外競合を上回っており、好調な業績に加え、非財務情報の積極開示や ESG 説明会などの開催などから、今後のサステナビリティの高さが株価に反映されている印象。

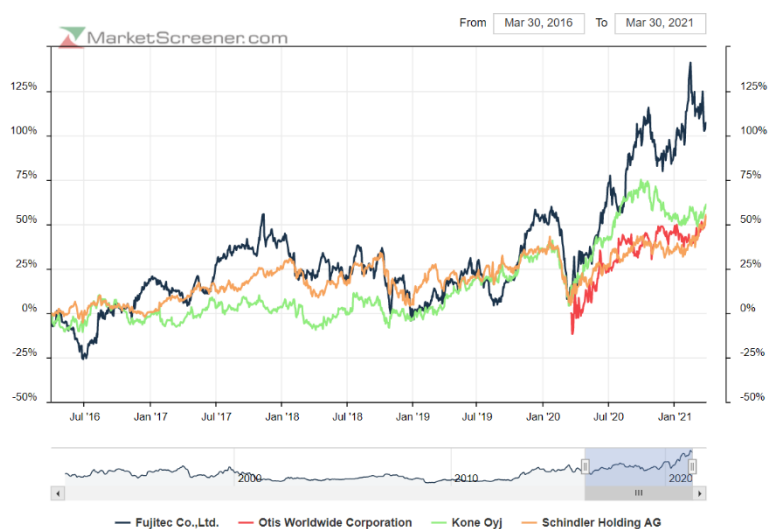
同社に関しては、株価自体は上場来高値に到達したが、海外競合と比較して株価バリュエーションが相対的に低位に推移している。ESG や SDGs などの非財務情報の開示、株式市場への情報発信などによって今後はマルチブルの改善が期待されよう。

図表 38 : 6 ヶ月株価チャート


目先の同社株価は
利益確定の売りに押
された

図表 39 : 1 年株価チャート


海外競合を上回る
株価パフォーマンスを
実現

図表 40 : 5 年株価チャート


同社株価は上場来
高値を更新

出所 : Market screener より CGRA 作成

(7) 東京ショールーム見学

新製品「XIOR」を展示

東京の南北線白金高輪駅から徒歩している NBF プラチナタワー9 階に同社のショールーム（名称クリエイティブスタジオ）を併設した東京本社がある。2021 年 3 月 5 日（金）、同ショールームを訪問、まず、空間移動システムのスペシャリストである同社の紹介ビデオを鑑賞した。

エレベータのハードのみならずソフト面の施設も充実

1948 年に創業した同社は、高性能と製販一貫体制を武器に、1964 年から海外展開を強化、現在では 24 の国と地域に展開している。約 2 万点の構成部品からなるエレベータの拠点である滋賀の Big Wing では、商品開発センター、実験塔（タワー）、工場を備える。エスカレータは兵庫の Big Step。また、アフターサービスも自社で展開、物流・サービス拠点である Big Fit では、24 時間 365 日体制を敷いている。Big Fit にはトレーニングセンタを併設しているうえ、海外でもトレーニング拠点を構え、人材育成をグローバルに展開している。

ショールームでは 2020 年 4 月に市場投入した新製品「XIOR」を展示、昨年 12 月から標準仕様にした非接触ボタン「エアータップ」を 3 種類展示、実際に非接触ボタンの操作を体験することが可能。同社エレベータは、非常時に 4 か国語で対応しているうえ、エレベータの到着音もユニバーサルデザインが加味されており、エレベータの専門メーカーとしてのこだわりが感じられる。

また、エレベータ内に冷房機を他社に先駆けて標準採用、実際の操作や風向などが体感できる。エレベータかご内の側面を利用して様々な映像を放映、操作盤がスクロール可能なタッチパネル仕様になっているタイプやエレベータ扉にプロジェクションマッピングで画像を投影、混雑状況が外から把握可能なものなども展示されていた。

遠隔監視の「Safe Net センター」を併設

同ショールーム（名称クリエイティブスタジオ）の隣には、稼働しているエレベータの状況をリアルタイムでチェックする「セーフネットセンター」を併設している。神奈川から北海道エリアを東京センターで対応、神奈川以西は大阪の同センターでカバーしている。地震・水害などの広域災害が発生、一方のセンターが不通になった際には、互いにバックアップする体制が確立されている。両センターにおいて緊急事態が発生した場合の BCP 体制も構築済みであり、万全のサポート体制を完備している。

万全のサポート体制を実現

同センターでは、①遠隔監視による運航データなどを蓄積・分析し、保全計画をカスタマイズ、故障予防と最適保全を提供、②電磁ブレーキや各種スイッチなどを自動診断、予兆を捉えて、故障予防と迅速な保全が可能、③地震時などのいざという時の早期復旧をサポートする、などの機能を有する。同社の効率の良いサービス体制（現在、全国 160 を超える拠点ネットワークで対応）の構築にも寄与している。このような遠隔監視システムは、海外でも同様のサービスを提供している模様である。

東京フィットを訪問

2021 年 3 月 24 日、東京都大田区にある東京フィットを訪問した。東京フィットは①中間加工機能を有する物流拠点、②フィールドエンジニアの人財育成施設（エレベータの実機 6 台、エスカレータ 3 台を展示）を備える。注目の非接触ボタン「エアータップ」を初めて納入した施設でもある。同社は東京と大阪の物流拠点において、デモ機能のみならず外装組み立てなどの流通加工を施すことで現場での負荷を軽減、生産性改善につなげる方針。

(8) 連結損益計算書と貸借対照表および CF

・図表 41：連結損益計算書

百万円、%		11/3	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3会	
	売上高	102,053	105,061	117,468	147,054	165,297	177,128	167,442	168,795	170,759	181,232	169,000	
	前年比	-3.8	2.9	11.8	25.2	12.4	7.2	-5.5	0.8	1.2	6.1	-6.7	
	売上原価	81,694	84,017	90,982	114,244	129,547	137,879	130,578	133,361	134,792	141,009	-	
	原価率	80.1	80.0	77.5	77.7	78.4	77.8	78.0	79.0	78.9	77.8	-	
	粗利益	20,359	21,044	26,486	32,810	35,750	39,249	36,864	35,434	35,967	40,223	-	
	粗利率	19.9	20.0	22.5	22.3	21.6	22.2	22.0	21.0	21.1	22.2	-	
	販売管理費	15,138	15,681	17,314	19,939	22,262	24,800	24,177	24,769	25,654	26,848	-	
	販売管理費率	14.8	14.9	14.7	13.6	13.5	14.0	14.4	14.7	15.0	14.8	-	
	営業利益	5,221	5,363	9,172	12,871	13,488	14,449	12,687	10,665	10,313	13,375	13,300	
	前年比	-1.3	2.7	71.0	40.3	4.8	7.1	-12.2	-15.9	-3.3	29.7	-0.6	
	営業利益率	5.1	5.1	7.8	8.8	8.2	8.2	7.6	6.3	6.0	7.4	7.9	
	経常利益	5,447	5,799	10,066	14,187	14,826	15,162	13,110	11,911	11,922	14,682	14,700	
	前年比	-10.0	6.5	73.6	40.9	4.5	2.3	-13.5	-9.1	0.1	23.2	0.1	
	法人税	-3,647	2,508	2,973	4,343	4,318	4,244	3,134	2,487	2,540	2,987	-	
	親会社当期利益	7,569	2,607	5,507	7,664	8,356	8,807	8,564	8,857	9,220	9,916	9,300	
	前年比	86.4	-65.6	111.2	39.2	9.0	5.4	-2.8	3.4	4.1	7.5	-6.2	
地域別受注高	日本	49,753	49,316	56,619	66,087	71,937	71,580	67,179	70,648	77,846	74,634	-	
	東アジア	38,060	43,641	54,414	75,698	82,534	88,475	74,298	79,755	69,597	77,173	-	
	南アジア	8,823	10,001	11,126	15,716	16,606	16,843	18,837	16,142	16,889	16,134	-	
	北米欧州	0	0	0	0	0	0	0	0	0	28,053	-	
	北米	13,253	10,173	11,680	18,881	18,338	24,208	24,334	25,186	25,919	0	-	
	欧州	610	703	318	793	470	326	667	507	290	0	-	
	小計	110,499	113,834	134,157	177,175	189,885	201,432	185,315	192,238	190,541	195,994	-	
	調整額	-4,940	-5,709	-6,247	-11,386	-11,062	-10,150	-10,349	-10,215	-11,534	-9,674	-	
	合計	105,559	108,125	127,910	165,789	178,823	191,282	174,966	182,023	179,007	186,320	-	
	BBレシオ：倍	1.03	1.03	1.09	1.13	1.08	1.08	1.04	1.08	1.05	1.03	-	
	受注残高	合計	100,713	97,996	108,972	143,881	166,745	195,339	184,738	199,602	208,183	207,817	-
	所在地別売上高	日本	52,430	50,816	52,865	62,408	65,514	65,001	65,572	67,646	72,485	74,751	71,000
東アジア（中国含む）		33,241	39,445	48,692	66,363	76,240	84,606	72,594	70,442	69,308	74,748	70,000	
南アジア		9,669	9,794	10,590	13,024	15,499	17,075	15,586	17,191	16,572	16,379	14,000	
北米欧州		0	0	0	0	0	0	0	0	0	25,445	23,500	
北米		10,814	10,123	11,431	14,165	17,735	22,360	22,092	23,871	23,721	0	-	
欧州		622	542	389	673	601	508	407	511	323	0	-	
小計		106,776	110,720	123,967	156,633	175,589	189,550	176,251	179,661	182,409	191,323	178,500	
調整額		-4,723	-5,659	-6,499	-9,579	-10,292	-12,422	-8,809	-10,866	-11,650	-10,091	-9,500	
合計		102,053	105,061	117,468	147,054	165,297	177,128	167,442	168,795	170,759	181,232	169,000	
所在地別営業利益		日本	1,578	1,897	3,447	4,605	5,149	5,199	5,445	5,728	5,206	4,891	5,200
		東アジア（中国含む）	2,968	2,263	4,178	6,670	7,328	7,500	4,540	2,257	2,269	5,297	5,400
		南アジア	1,620	1,595	1,486	1,779	1,558	1,626	1,720	1,936	1,851	2,135	2,300
	北米欧州	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,047	600	
	北米	-960	-387	118	-26	-582	137	930	920	936	0	0	
	欧州	18	-7	-12	5	-1	-43	-54	-67	-43	0	0	
	小計	5,224	5,361	9,217	13,033	13,452	14,419	12,581	10,774	10,219	13,370	13,500	
	調整額	-3	2	-45	-162	36	30	106	-109	94	5	-200	
	合計	5,221	5,363	9,172	12,871	13,488	14,449	12,687	10,665	10,313	13,375	13,300	
	所在地別営業利益率	日本	3.0	3.7	6.5	7.4	7.9	8.0	8.3	8.5	7.2	6.5	7.3
		東アジア（中国含む）	8.9	5.7	8.6	10.1	9.6	8.9	6.3	3.2	3.3	7.1	7.7
		南アジア	16.8	16.3	14.0	13.7	10.1	9.5	11.0	11.3	11.2	13.0	16.4
北米欧州		-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.1	2.6	
北米		-8.9	-3.8	1.0	-0.2	-3.3	0.6	4.2	3.9	3.9	-	-	
欧州		2.9	-1.3	-3.1	0.7	-0.2	-8.5	-13.3	-13.1	-13.3	-	-	
小計		4.9	4.8	7.4	8.3	7.7	7.6	7.1	6.0	5.6	7.0	7.6	
調整額		0.1	0.0	0.7	1.7	-0.3	-0.2	-1.2	1.0	-0.8	0.0	2.1	
合計		5.1	5.1	7.8	8.8	8.2	8.2	7.6	6.3	6.0	7.4	7.9	
地域別売上高		日本	52,430	50,816	49,805	58,338	61,508	60,381	62,797	64,935	69,050	72,519	-
		北米欧州	10,814	10,123	12,265	15,062	18,272	22,767	22,370	24,178	24,713	27,260	-
		欧州	622	542	0	0	0	0	0	0	0	0	-
	南アジア	9,669	9,794	10,736	13,726	16,315	18,264	16,619	18,238	17,715	17,290	-	
	東アジア（中国含む）	33,241	39,445	43,124	58,072	67,251	72,425	62,226	57,708	56,614	64,160	-	
	その他	-4,723	-5,659	1,538	1,856	1,951	3,291	3,430	3,736	2,667	3	-	
	合計	102,053	105,061	117,468	147,054	165,297	177,128	167,442	168,795	170,759	181,232	-	
	国内比率：%	51.4	48.4	42.4	39.7	37.2	34.1	37.5	38.5	40.4	40.0	-	
	海外比率：%	48.6	51.6	57.6	60.3	62.8	65.9	62.5	61.5	59.6	60.0	-	
	新設比率：%	-	-	50.8	53.8	56.7	55.4	52.8	51.9	50.2	51.3	-	
	アフター比率：%	-	-	49.2	46.2	43.3	44.6	47.2	48.1	49.8	48.7	-	

・図表 42：連結貸借対照表とキャッシュフロー

百万円		11/3	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3
流動資産	現預金	21,359	25,150	31,446	41,212	51,674	43,698	45,749	49,856	52,244	57,024
	受取手形売掛金	26,213	25,457	31,039	42,116	53,184	52,502	50,455	53,411	54,680	61,626
	棚卸資産	9,636	11,188	13,886	19,928	20,553	21,074	20,660	21,862	21,291	19,319
	その他	4,679	3,634	4,363	8,015	6,723	6,030	6,171	2,401	2,966	2,915
	流動資産合計	61,887	65,429	80,734	111,271	132,134	123,304	123,035	127,530	131,181	140,884
固定資産	有形固定資産	29,517	28,594	28,759	29,982	32,885	33,828	32,968	34,388	33,948	32,188
	無形固定資産	2,788	2,506	3,136	3,876	4,311	4,063	3,893	4,029	3,874	3,640
投資その他	投資有価証券	4,434	4,281	5,020	5,980	7,977	7,596	8,312	10,569	8,796	7,172
	その他	6,191	6,401	4,992	3,155	2,549	3,080	4,796	5,986	6,890	9,697
	固定資産計	42,930	41,782	41,907	42,993	47,722	48,567	49,969	54,972	53,508	52,697
流動負債	支払手形買掛金	10,567	11,567	13,403	17,019	15,247	14,415	15,148	16,150	16,010	14,938
	電子記録債務	0	0	0	0	5,281	3,969	4,529	4,714	5,386	5,273
	短期借入金	2,389	1,832	600	541	7,911	7,405	3,774	3,451	3,298	3,990
	1年内返済長期借入金	2,312	11	1,474	507	352	556	329	524	256	217
	工事損失引当金	2,394	2,900	3,434	5,345	6,421	6,762	7,214	5,957	4,695	5,206
	前受金	6,607	9,607	11,752	17,325	22,533	20,584	18,801	21,841	21,176	23,417
	その他	7,424	7,484	9,290	13,611	13,661	13,290	14,308	14,184	15,420	17,042
	流動負債計	31,693	33,401	39,953	54,348	71,406	66,981	64,103	66,821	66,241	70,083
固定負債	長期借入金	1,287	1,500	67	1,271	1,379	926	1,177	435	221	0
	退職給付債務	0	0	0	4,789	1,103	2,996	3,204	3,145	3,781	4,076
	退職給付引当金	4,375	4,122	4,037	0	0	0	0	0	0	0
	その他	300	274	313	354	1,347	562	676	279	523	707
	固定負債計	5,962	5,896	4,417	6,414	3,829	4,484	5,057	3,859	4,525	4,783
	負債合計	37,656	39,298	44,371	60,762	75,235	71,465	69,160	70,680	70,766	74,866
株主資本	資本金	12,533	12,533	12,533	12,533	12,533	12,533	12,533	12,533	12,533	12,533
	資本剰余金	14,565	14,565	14,565	14,565	14,565	14,566	14,568	14,568	14,569	14,571
	利益剰余金	55,744	57,228	61,520	67,406	75,239	81,822	87,955	94,381	96,087	102,355
	自己株式	-128	-130	-134	-1,077	-7,825	-15,357	-15,199	-15,081	-10,630	-10,400
	株主資本合計	82,715	84,197	88,485	93,427	94,512	93,564	99,857	106,401	112,559	119,059
その他包括	有価証券評価差額	404	455	1,021	1,538	2,435	1,972	2,478	3,215	2,200	1,194
	為替換算調整勘定	-20,309	-21,514	-17,589	-9,863	-3,540	-5,364	-8,582	-8,308	-11,000	-11,935
	退職給付調整	0	0	0	-532	-86	-1,453	-1,276	-943	-951	-1,387
	合計	-19,904	-21,058	-16,568	-8,857	-1,191	-4,845	-7,293	-6,036	-9,752	-12,145
	新株引受	0	0	0	36	56	61	61	61	40	40
	非支配持ち分	4,350	4,777	6,355	8,895	11,243	11,626	11,222	11,396	11,075	11,760
	純資産合計	67,161	67,916	78,272	93,501	104,620	100,406	103,847	111,822	113,922	118,714
	総資産合計	104,817	107,214	122,643	154,263	179,855	171,871	173,007	182,502	184,688	193,580
営業CF	税前当期利益	4,836	5,955	9,830	13,984	14,806	15,036	13,055	11,811	12,524	14,493
	減価償却	2,253	2,204	2,083	2,237	2,373	2,748	2,751	2,915	3,055	3,131
	売上債権増減	1,336	388	-3,355	-5,929	-7,102	-1,297	-701	-2,088	-3,540	-8,236
	棚卸資産増減	2,298	-1,693	-1,618	-3,403	1,136	-1,356	-962	-734	-699	1,190
	仕入債務増減	-655	1,103	829	1,105	1,726	-1,325	2,575	691	1,793	-568
	その他	602	2,780	1,743	4,663	3,844	-760	1,121	2,399	-1,124	4,481
	合計	10,670	10,737	9,512	12,657	16,783	13,046	17,839	14,994	12,009	14,491
	法人税	-1,513	-1,052	-1,599	-3,363	-6,030	-4,114	-3,479	-3,124	-2,420	-3,413
	営業CF	9,157	9,685	7,913	9,294	10,753	8,932	14,360	11,870	9,589	11,078
投資CF	定期預金預け入れ	-5,379	-6,437	-5,268	-10,902	-11,763	-15,203	-20,379	-16,872	-14,325	-16,040
	定期預金払い戻し	4,189	3,327	6,695	9,929	13,414	13,919	16,650	15,584	13,097	13,396
	有形固定資産取得	-2,914	-1,338	-1,544	-2,007	-3,867	-4,210	-3,610	-2,973	-2,848	-2,562
	その他	1,475	496	-115	325	1,597	175	382	-1,084	1,916	865
	投資CF	-2,629	-3,952	-232	-2,655	-619	-5,319	-6,957	-5,345	-2,160	-4,341
財務CF	短期借入増減	-2,972	-556	-1,290	-189	7,079	-451	-3,631	-399	-75	726
	長期借入	0	216	0	1,722	523	340	708	0	227	0
	長期借入返済	-1,068	-2,311	-11	-1,568	-710	-532	-676	-505	-747	-253
	自己株取得	0	0	-3	-1,012	-6,894	-7,666	0	0	0	0
	配当金	-1,029	-1,122	-1,216	-1,776	-2,338	-2,265	-2,431	-2,432	-3,241	-3,647
	その他	-603	-406	-528	-1,000	-885	-958	-727	-522	-362	-626
	財務CF	-5,672	-4,179	-3,048	-3,823	-3,225	-11,532	-6,757	-3,858	-4,198	-3,800
	換算差額	-449	-59	1,168	2,568	2,790	-865	-1,569	467	-1,371	-657
	増減額	407	1,495	5,801	5,384	9,699	-8,784	-923	3,134	1,860	2,280
	期首現金&同等物	7,839	8,223	9,718	15,519	20,903	30,602	21,833	20,910	24,043	25,902
	調整	-20	0	0	0	0	15	0	0	0	0
	期末現金&同等物	8,223	9,718	15,519	20,903	30,602	21,833	20,910	24,043	25,902	28,181
FCF		6,528	5,733	7,681	6,639	10,134	3,613	7,403	6,525	7,429	6,737

＜担当アナリスト＞

黒田真路 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LEMING証券（現 JP モルガン証券）、ゴールドマン・サックス証券を経て、2020 年 1 月迄、クレディ・スイス証券に在籍。ゴールドマン・サックス証券ではバイスプレジデント、クレディ・スイス証券ではディレクター。一貫して機械・造船重機セクターを担当。2020 年 6 月にパートナーとして、CGRA に参画。（一社）日本証券アナリスト協会の機械業界ディスクロージャー委員

星野英彦 CMA 代表取締役・チーフアドバイザー

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

株式会社 キャピタルグッツ・リサーチ&アドバイザー

機械セクターに特化したアドバイザー企業。主な業務内容は（1）資本市場のニーズを満たしつつ、経営にフィードバック可能な統合報告書の作成サポート、（2）中計作成や事業戦略、各種 IR & SR に関する助言業務、（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・助言を意図したものではなく、当該企業に関する情報提供を目的として当社独自の視点から作成されております。また、本レポートに記載されている内容は公表された情報に基づき作成されておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本レポートの著作権は（株）キャピタルグッツ・リサーチ&アドバイザーに帰属しており、無断転写を禁じます。本レポートの内容は、今後予告なく変更される場合があります。当社及び本レポートは投資家の投資判断に関知することなく、投資に関する決定はご自身の判断で行って頂くようお願い申し上げます。