

# ホリスティック企業レポート

サ  
ン  
エ  
イ  
**SANEI**

6230 東証スタンダード

ベーシック・レポート  
2024年2月9日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済 20240206

## 差別化戦略を採り続ける給水栓や給排水金具等の水まわり製品の専門メーカー 24年3月期は値上げの浸透が想定以上に進み会社計画は上方修正

### 1. 会社概要

- SANEI(以下、同社)は、給水栓や給排水金具、継手、配管部材等の水まわり製品の専門メーカーで、売上高の多くが住宅向けである。

アナリスト: 藤野敬太  
+81 (0) 3-6812-2521  
レポートについてのお問い合わせはこちら  
info@stock-r.org

### 2. 財務面の分析

- 期別の増収率の差はあるものの、16/3期以降23/3期まで7期連続増収となった。利益面では期によって増減があったものの、売上高経常利益率も21/3期の7%台まで上昇したが、資源価格上昇の影響を受けて23/3期は3%台まで低下した。
- 上場している給排水栓の専門メーカーの財務指標と比較すると、効率性を表す総資産回転率と自己資本に対する総資産の大きさを示す財務レバレッジの高さで、低い利益率をカバーしている構図となっている。

### 3. 非財務面の分析

- 同社の知的資本の源泉は、創業当時の事業方針を継承する創業家出身の経営者(人的資本)である。受け継がれてきた創業当時からの方針は製品開発に反映され、多数の製品ブランドの展開につながっている。その結果、顧客の増加、知的財産やノウハウの蓄積、顧客への提案型製品の増加という好循環を描くことになった。

### 4. 経営戦略の分析

- 対処すべき課題として、利益率の改善、製品ブランド・ポートフォリオの多様化とハイエンド化が挙げられる。
- 中長期的には、非住宅市場におけるシェアの拡大、ブランド力の更なる向上、水まわりにおける住空間全体をトータルに提案していくことを目指している。

### 5. アナリストの評価

- 証券リサーチセンターでは、一貫して製品の高付加価値化による差別化戦略を採ってきた点を評価している。同社は、更なる高付加価値化と、事業領域の多様化を目指しているが、その試金石として、海外ブランドとの競争下において案件が獲得できるかどうか注目したい。

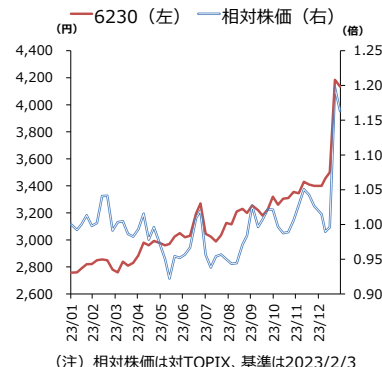
#### 【主要指標】

	2024/2/2		
株価 (円)	4,135		
発行済株式数 (株)	2,289,000		
時価総額 (百万円)	9,465		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	15.0	8.0	7.1
PBR (倍)	0.8	0.7	0.7
配当利回り (%)	2.3	2.4	2.4

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-1.8	24.5	46.8
対TOPIX (%)	-1.3	16.5	15.2

#### 【株価チャート】



#### 【6230 SANEI 業種: 機械】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2022/3	22,999	3.7	1,477	-8.4	1,492	-6.3	999	-0.1	436.6	4,940.0	92.0
2023/3	26,564	15.5	906	-38.6	906	-39.3	630	-36.9	275.4	5,187.3	96.0
2024/3 CE	28,000	5.4	1,800	98.5	1,800	98.6	1,150	82.4	502.4	-	98.0
2024/3 E	28,000	5.4	1,857	104.9	1,834	102.4	1,176	86.6	513.8	5,876.1	98.0
2025/3 E	29,500	5.4	2,085	12.3	2,076	13.2	1,329	13.0	580.6	6,357.8	100.0
2026/3 E	31,000	5.1	2,224	6.7	2,219	6.9	1,420	6.9	620.4	6,877.5	102.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

2022/3期より「収益認識に関する会計基準」適用。2022/3期の前期比は「収益認識に関する会計基準」前の2021/3期の金額との比較

#### ベーシック・レポート

2/30

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・企業理念・株主

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

## &gt; 事業内容

## ◆ 給水栓等の水まわり製品の専門メーカー

SANEI（以下、同社）は、給水栓や給排水金具、継手、配管部材等の水まわり製品の専門メーカーである。

給水栓とは、上水道等の給水管の末端に取り付ける単水栓、湯水混合水栓、止水栓、ボールタップ、洗浄弁、洗浄水栓等の総称である。給水栓があることで、水の出し止め（吐水、止水）や、湯と水の流量調節を行うことができる。

同社は、社歴は長いものの、業界内では後発である。そのため、同社は、他社にはない製品を開発、提供していくことで、差別化を図ってきた。たとえば、今では当たり前に使われているシャワー付湯水混合水栓は、同社が日本で最初に製造、販売した製品である。

また、初期は部品単品のメーカーであったが、水まわりのインフラ全体に製品の対象を広げてきた。今では浴室等の水まわり空間全体を対象とした製品群の提供を志向するようになってきている。

## ◆ 商品・製品の売上高が大半

同社グループは水栓金具事業の単一セグメントだが、売上高は、商品・製品売上高、修理売上高、設置・取付売上高の3つの収益区分に分けられている。大半が商品・製品の販売によるものである（図表1）。

【図表1】収益区分別売上高

(単位: 百万円)

収益区分	売上高 (外部顧客への売上高)							
	21/3期	22/3期	23/3期	前期比		売上構成比		
				22/3期	23/3期	21/3期	22/3期	23/3期
商品・製品売上高	—	22,816	26,214	—	14.9%	—	99.2%	98.7%
修理売上高	—	118	137	—	16.6%	—	0.5%	0.5%
設置・取付売上高	—	64	212	—	227.2%	—	0.3%	0.8%
合計	22,182	22,999	26,564	3.7%	15.5%	100.0%	100.0%	100.0%

(注) 22/3期から「収益認識に関する会計基準」を適用。収益区分別売上高は22/3期から開示  
(出所) SANEI 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

## &gt; ビジネスモデル

## ◆ 事業コンセプトと製品の特徴

水栓金具の業界の企業が採りうる事業展開の戦略は、以下の2つに大別される。

- (1) 汎用品の大量生産（コスト・リーダーシップ戦略）
- (2) 高付加価値化による差別化（差別化戦略）

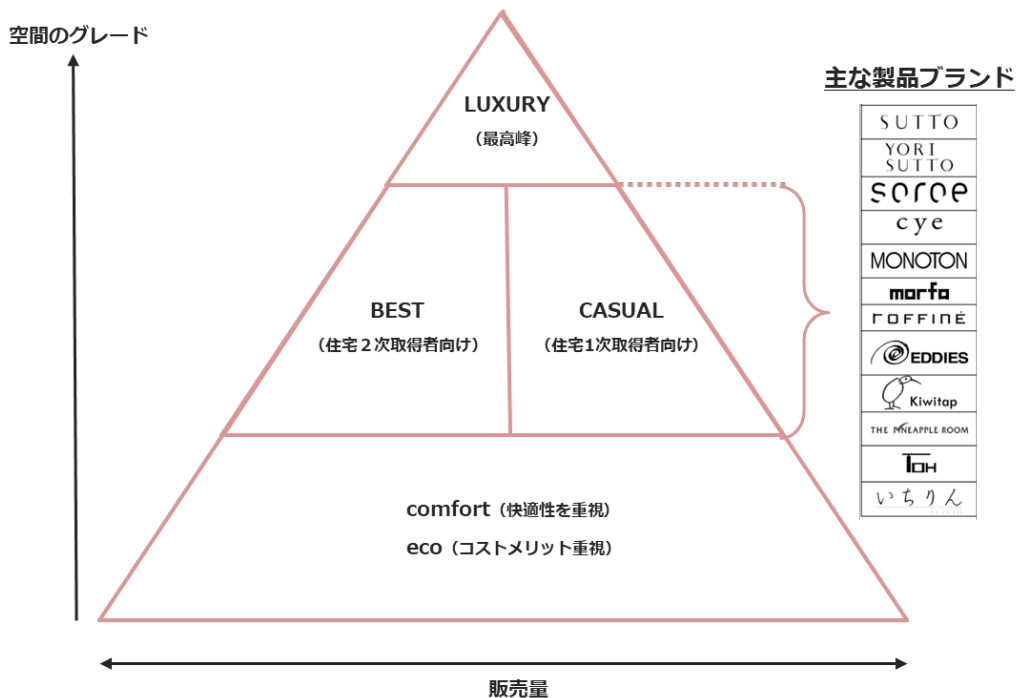
業界では後発となる同社は、初期の頃より、(2)の高付加価値化による差別化戦略を採ってきた。

こうした経緯から、プロダクトデザイナーや空間デザイナーとの協業のもと、従来とは異なる水栓の使い方を提案する形での製品提供を強みとしている。その結果、同社は訴求するコンセプトやデザイン、特徴的な機能ごとに製品ブランドを立ち上げ、育成してきている。

同社の製品は主に住宅向けに提供されている。同社の製品ブランドを、対象となる住宅等の空間のグレード別に分類したものが図表 2 である。

ボリュームゾーンである「comfort」領域、「eco」領域については、ノーブランドで展開している。一方、同社が製品ブランドをつけて展開している製品は、「comfort」領域、「eco」領域より上の「BEST」領域（住宅2次取得者向け）、「CASUAL」領域（住宅1次取得者向け）の住宅向けに集中している。なお、「LUXURY」領域はハイエンドな住宅やホテル等を対象とした、これから開拓していく領域である。この領域については、今後、新たな製品ブランドを立ち上げていく方針としている。

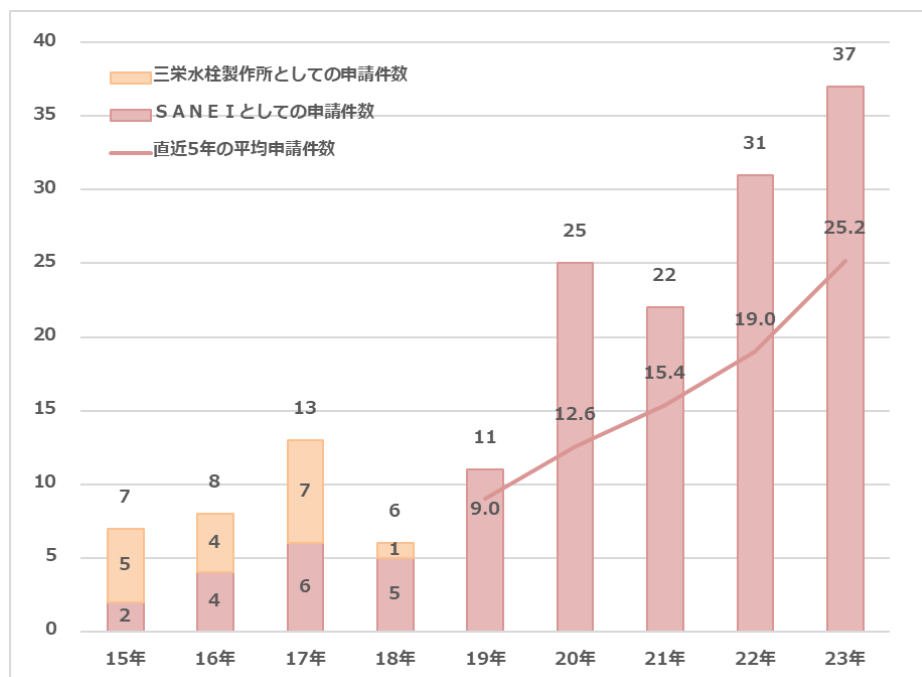
【 図表 2 】 SANEI の製品ブランドのマッピング



(注) 「主な製品ブランド」は有価証券報告書に記載の製品ブランドでこれがすべてではない  
 (出所) SANEI 有価証券報告書、会社資料、ヒアリングより証券リサーチセンター作成

提案型の製品ブランドを重視した展開を行うにあたって、機能開発やデザイン制作が重要となってくる。「特許情報プラットフォーム」で「SANEI」及び「三栄水栓製作所」で検索した際の特許・実用新案の申請数の推移を図表3に表した。20年に20件を上回る25件を申請し、21年22件、22年31件、23年37件と申請件数は有意に増加しており、機能開発を積極的に行っている様子が見える。

【図表3】特許・実用新案の申請数の推移



(出所)「特許情報プラットフォーム」での検索結果より証券リサーチセンター作成

◆ 4つの販売ルート

同社の製品は、管工機材、リテール、メーカー、海外・その他の4つのルートを経由して販売されている。21/3期までは、販売ルート別に区分した売上が開示されていたが、22/3期以降は金額の開示はなくなっている(図表5)。それでも、水まわり資材を取り扱う管材店及び建設会社を経由する管工機材ルートと、量販店(ホームセンター、百貨店、大手スーパー、大型雑貨店等)で販売される製品を提供するリテールルートが中心であることは変わっていない。

【 図表 5 】 販売ルート別売上高

(単位: 百万円)

販売ルート	売上高 (外部顧客への売上高)					売上構成比		
	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	19/3期	20/3期	21/3期
	管工機材ルート	8,755	8,843	9,347	—	—	42.1%	41.4%
リテールルート	6,830	7,022	8,255	—	—	32.8%	32.9%	37.2%
メーカールート	4,603	4,940	4,035	—	—	22.1%	23.1%	18.2%
海外ルート	612	539	543	—	—	3.0%	2.6%	2.5%
合計	20,805	21,346	22,182	22,999	26,564	100.0%	100.0%	100.0%

(注) 22/3 期から「収益認識に関する会計基準」を適用

(出所) SANEI 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

管工機材ルートで取り扱われる製品は、管材店経由でサブコン、ゼネコンに販売され、最終ユーザーの空間に設置される。同社の営業活動は、管材店に対して行うほか、商流の上流にあたるデベロッパーや設計事務所に対しても行うことがある。

量販店の店頭で販売される製品を取り扱うリテールルートについては、同社から量販店へ直接販売する場合もあれば、商社を経由して量販店に販売される場合もある。なお、ネット販売もリテールルートに含まれている。

また、メーカールートとして、システムキッチンやユニットバス等の住宅設備機器メーカーへ製品を供給している。同社の製品は住設機器メーカー等の製品に組み込まれ、建材商社や住設商社を経由して、最終ユーザーの空間で使用される。

海外ルートは、輸出版売のことで、日本の商社を経由する場合と、現地代理店を経由する場合とがある。

#### ◆ 営業体制

23 年 9 月末時点において、国内における同社の営業拠点は 1 都 1 道 2 府 20 県に置かれている。大都市圏をカバーする 2 支社 (大阪、東京) と 2 支店 (名古屋、福岡) に加え、19 営業所と 4 出張所の 27 拠点で構成されている。リテールルートとメーカールートの主要顧客に対しては支社と支店が中心となって対応し、各地に顧客が点在する管工機材ルートに対しては主に営業所と出張所が対応している。

また、同社は製品ブランド価値を伝えるためのショールームを展開している。23 年 9 月末時点で、2 支社 (大阪、東京) と 2 支店 (名古屋、福岡) に併設されたショールームに加え、「WEILEA」2 カ所 (東京・

表参道と大阪・御堂筋)と「FLUSSO」1カ所(東京・青山)の合計7カ所が設けられている。

#### ◆ 生産体制

国内の生産拠点は、同社の岐阜工場と鳴野工場のほか、子会社の水生活製作所と美山鑄造にも生産機能がある(図表6)。

岐阜工場は、鑄造、加工、研磨、鍍金(めっき)、組立、出荷の全工程をカバーする一貫生産を実現している主力工場である。鳴野工場は初期の頃からの工場で、現在は組立工程のみを行っている。

水生活製作所は、元は協力会社であったが、新型コロナウイルス禍を機に顕在化した海外からの資材調達のリスクヘッジを含め、国内での生産体制の強化を目的に子会社化したものである。現在は鍍金工程を中心に生産体制を強化している。また、水生活製作所の子会社である美山鑄造は部品の鑄造が中心である。なお、両社に対して21年7月に出資比率を引き上げ、22年3月に同社の連結子会社となった。

海外では、生産コスト効率化を目的に設立した大連三栄水栓有限公司がある。現在は鑄造工程が中心である。

【図表6】SANEIの生産拠点

生産拠点	所在地	従業員数(人) (23/3期末)	内容
岐阜工場	岐阜県各務原市	381	・主力工場 ・鑄造→加工→研磨→鍍金→組立→出荷の全工程をカバー
鳴野工場	大阪府大阪市城東区	56	・最初の組立工場 ・現在は組立のみ
水生活製作所	岐阜県山県市	104 (38)	・元は協力会社 ・生産体制強化とリスクヘッジの選択肢を増やす目的で子会社化 ・現在は鍍金を中心に生産体制強化
美山鑄造	〃	4	・部品の鑄造が中心
大連三栄水栓有限公司	中国大連市	—	・鑄造が中心 ・生産コスト効率化が主目的

(出所) SANEI 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

## > 業界環境と競合

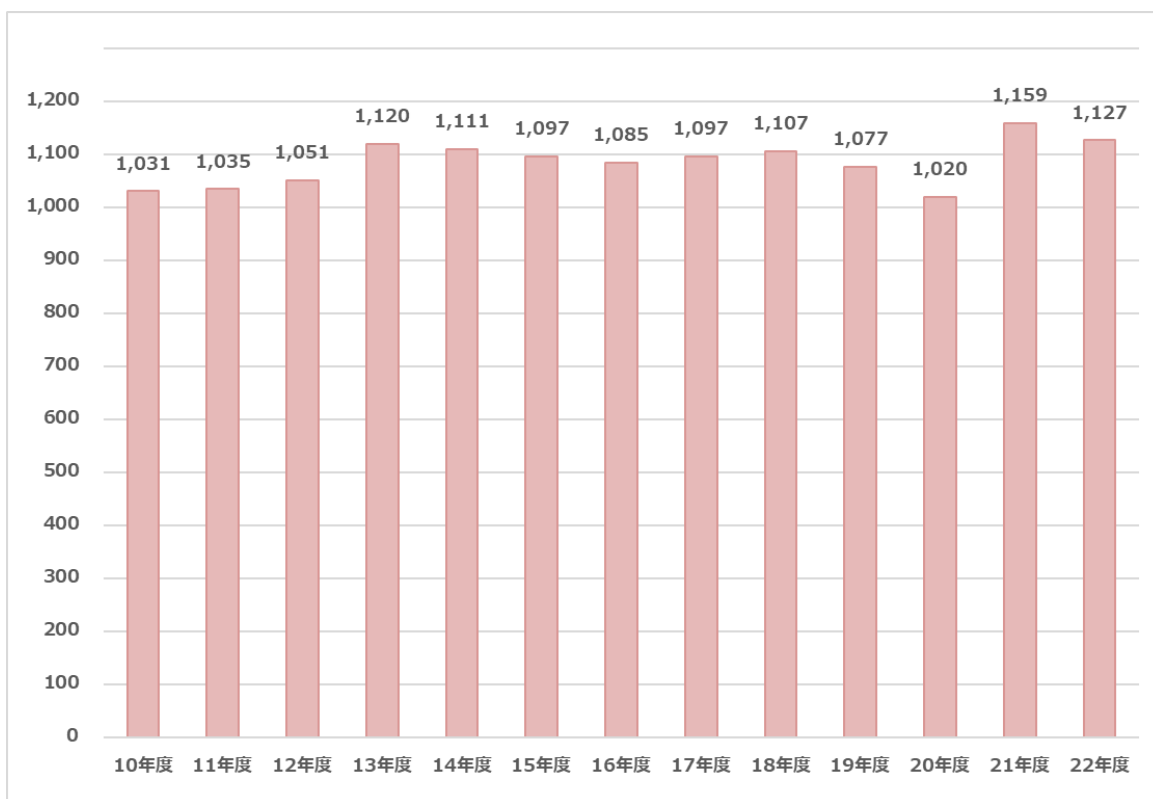
#### ◆ 給排水栓の生産額の推移

一般社団法人日本バルブ工業会の「バルブ工業概況調査報告書」によると、22年度の給排水栓の生産額は1,127億円である。10年度以降1,100億円を挟んで推移し、10年度から22年度までの年平均成長率は0.75%に留まっている(図表7)。



【 図表 7 】 給排水栓の生産額の推移

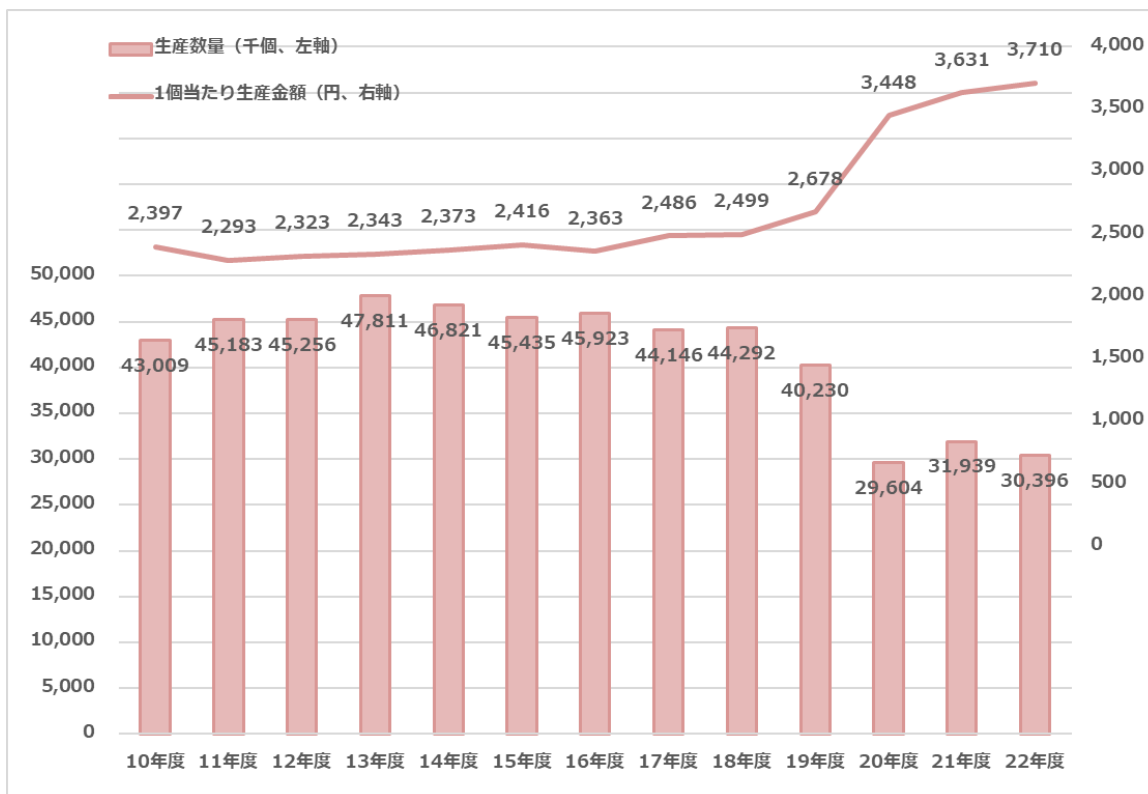
(単位:億円)



(出所) 一般社団法人日本バルブ工業会「バルブ工業概況調査報告書」より証券リサーチセンター作成

給排水栓の生産額を、生産数量と1個当たり生産金額に分解すると、生産数量は新型コロナウイルス禍の影響もあって20年度に大きく落ち込んだ一方、材料価格上昇を背景に1個当たり生産金額は上昇傾向にある(図表8)。

【 図表 8 】 給排水栓の生産額の要因分解の推移



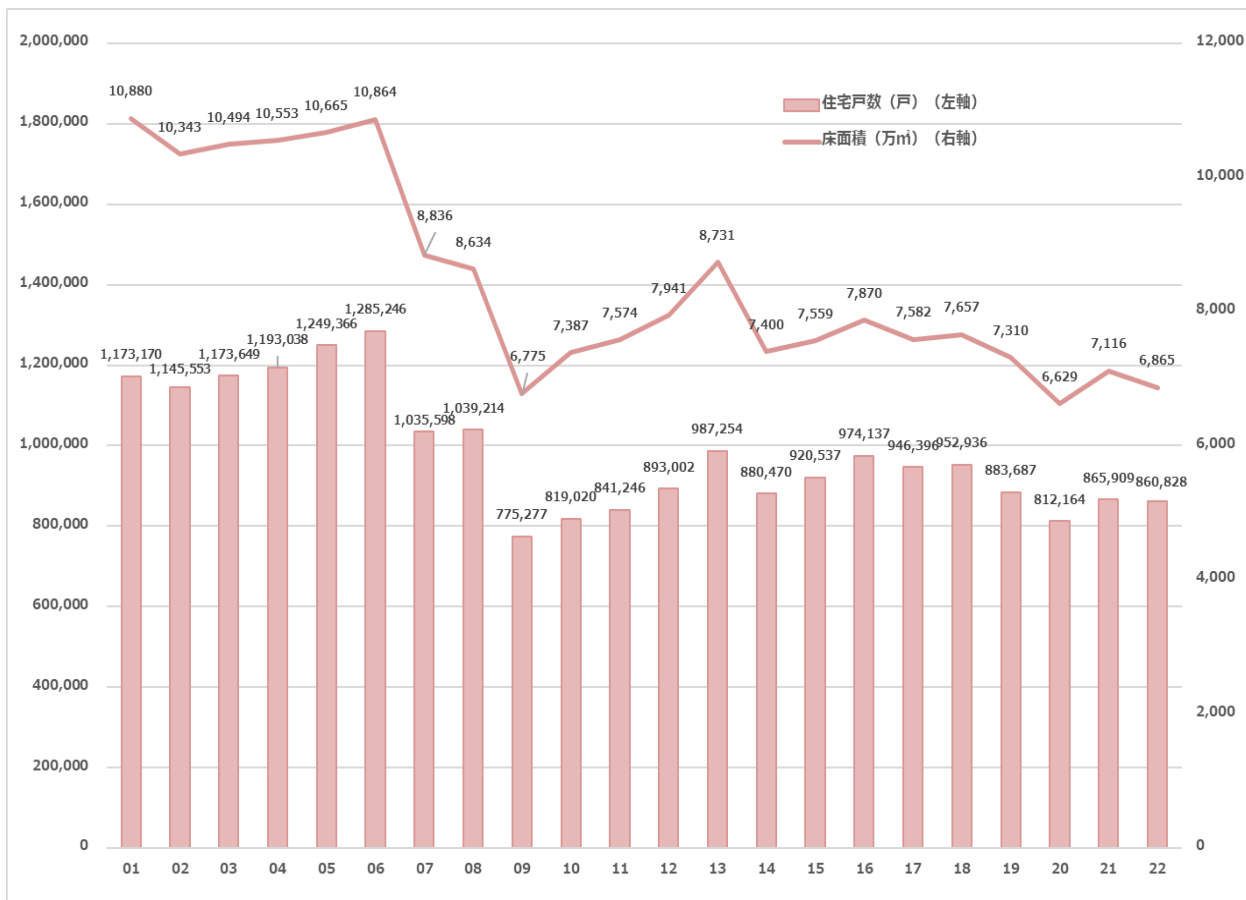
(出所) 一般社団法人日本バルブ工業会「バルブ工業概況調査報告書」より証券リサーチセンター作成

◆ 住宅向けの動向に関する住宅着工の状況

同社によると、業界全体では、給排水栓市場の約 50%が住宅市場向け、残りの約 50%がオフィスビルやホテル、公共設備といった非住宅市場向けとのことである。一方、同社の売上高の多くが住宅向けであり、同社の売上高は、住宅市場の動向により強く影響されるものと考えられる。

国土交通省の「建築着工統計調査報告」によると、住宅着工戸数は22年度約 86.0 万戸、戸数よりも相関度が高いとされている床面積は22年度約 6,865 万㎡である(図表 9)。床面積はリーマンショックを機に落ち込んだ後、一時的な回復局面はあったものの、6,000 万㎡～7,000 万㎡台で推移してきた。

【 図表 9 】 新築の住宅の戸数及び床面積の推移



(出所) 国土交通省「建築着工統計調査報告」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

給排水栓メーカーは、標準化した製品を量産する企業と、特別な仕様に基づいて受注生産をする企業に大別される。同社を含めた上場企業クラスは、量産型ながら多様な製品構成で需要に対応している。特に同社は、製品ブランドを多数取り揃えることで様々な需要に応えている。

給排水栓において同社が特に競合先と捉えているのは、上場企業では4社ある。うち2社は総合住宅設備機器メーカー、うち2社は専業メーカーである。

TOTO (5332 東証プライム) と LIXIL (5938 東証プライム) の総合住宅設備機器メーカーは、競合先ではあるものの、同社が部材を納品する先でもあることから、案件によっては協業先にもなる。

専門メーカーでは、前澤給装工業(6485 東証プライム)、KVK(6484 東証スタンダード)があり、専門メーカーとしては同社が最後発である。専門メーカー2社は、水まわり製品についてブランド展開をほとんどしていないため、製品ブランド数は同社が一番多いとしている。

## > 沿革・企業理念・株主

### ◆ 沿革1：水栓に特化した卸販売として創業

同社は、現代表取締役社長の西岡利明氏の父の西岡明氏、現代表取締役副社長の吉川正弘氏の父の吉川弘二氏、橋本健一氏の3名により、1954年に三栄水栓製作所として設立された。

3氏は、同社設立前より、共に建築資材の販売に携わっていた。建築分野に身を置く中で、戦後復興期という時代背景もあって、水栓の需要拡大が見込まれることに大きな可能性を感じていた。そのため、水道用品の組立・卸販売として創業することとなった。

### ◆ 沿革2：メーカーへの転換

1958年に水栓やシャワー等の組立作業を開始した同社は、1966年には大阪市東成区に機械工場を建設し、メーカーへの転換を進めていった。後発である同社は、他社にはない、需要を先取りする製品を投入することで活路を見出す方針を採った。その方針のもとで1967年に投入されたのが、一般家庭に内風呂が普及していく中でヒット製品となった、日本初のシャワー付湯水混合水栓である。

メーカーへの転換に前後して、1960年には株式会社に改組し、1965年には東京三栄水栓を設立して東京での足掛かりをつくるなど、経営基盤の強化が進められていった。

### ◆ 沿革3：1970年代の内製領域拡大と1982年の岐阜工場での一貫生産体制の確立

1970年代になると、大阪市城東区に鳴野工場、東大阪市高井田に鑄造工場を建設し、自社で製造する領域を広げていった。

1980年には岐阜県各務原市の岐阜工場が始動し、1982年には、鑄造、加工、組立の一貫生産体制が完成し、本格的な生産体制の基盤が確立した。

また、この期間の1975年にシングルレバー湯水混合栓の販売を開始するなど、需要を先取りするという同社の強みを活かした製品が投入されていった。

**◆ 沿革 4: 「点」展開から「水道(みずみち)/線」展開へ**

一貫生産体制が整うと、同社は、これまでの水栓単体の販売から、水道メーターから蛇口までの水道インフラ全体をカバーするよう事業領域を広げていった。言わば、「点」展開から、「水道(みずみち)/線」展開への拡大であり、1983年のサーモスタット式湯水混合栓、1989年の業界初の洗濯機用水栓、2000年の業界初の水道用コンセント等の製品が投入されていった。

水道インフラ全体をカバーしていく流れと並行して、1990年代にはグループの体制も強化されていき、1992年の包装を行うサンエースの設立、1995年の鍍金を担う大伊木工場の建設、03年の初の海外生産拠点としての大連三栄水栓有限公司の設立といった動きが見られた。また、水道インフラを設計する機能が必要となり、03年に近藤エンジニアリング(現アクアエンジニアリング)を設立した。

**◆ 沿革 5: 2010年代のグループ体制の変更**

10年以降は、10年に三栄の吸収合併、15年に不動産管理を行うアクアラボの完全子会社化(後に吸収合併)及びサンエースの売却、16年のアクアエンジニアリングの完全子会社化といったように、グループ体制の変更の動きが見られた。

そして、18年には、現在のSANEIへ社名を変更した。

**◆ 沿革 6: 「水道/線」から「水域(みずいき)/面」展開へ**

社名変更後、同社は、水道インフラだけでなく、キッチンルームやバスルーム、洗面ルーム等、水まわりの空間すべてをカバーする、「水道(みずみち)/線」から「水域(みずいき)/面」への領域拡大の方針を明確にした。18年に販売を開始したサーモワンホール洗面混合栓「toccata」はその象徴的な製品で、日本インダストリアルデザイナー協会の「JIDA デザインミュージアムセレクション Vol.19」の選定商品に選ばれた。また、20年7月には高級バスの製造販売を行うFLUSSOを設立し、バスルームの製品を強化していった(FLUSSOは22年10月に同社に吸収合併)。

こうして事業領域を拡大してきた同社は、20年12月に東京証券取引所市場第二部への上場を果たした(東京証券取引所の市場区分の変更により22年4月からはスタンダード市場)。

上場後も、22年3月には、給水栓類や配管継手類、浄水器類を扱う水生活製作所及びその子会社である美山鑄造を連結子会社化するなど、事業の拡大が続いている。

◆ 企業理念

同社は、創業以来「人類ある限り水は必要である」を理念とし、地球に生きる一員としての自覚を持ち、企業活動に取り組んでいる。また、「ALWAYS WITH JOY」をグループ企業理念としている。

◆ 株主

23年9月末時点で、筆頭株主は代表取締役社長の西岡利明氏で30.58%を、第2位株主は代表取締役副社長の吉川正弘氏で25.34%を保有している(図表10)。同社は3名の創業者により設立されたが、両名とも創業家の後継者である。吉川正弘氏の父親である第5位の吉川弘二氏の持分を含めると、創業家による保有は58.54%となる。

第3位株主は6.62%を保有するSANEI従業員持株会である。第4位株主は2.68%を保有するSANEI会(販売先の持株会)、第10位に1.62%を保有するSANEI共栄会(仕入先の持株会)があり、取引先による株式保有が目立つ。

創業家以外の役員としては、第5位株主で専務取締役執行役員の夏目和典氏が2.62%を、第7位株主で元常務取締役の尼見幸一氏が1.79%を保有している。

【図表10】大株主の状況

株主(敬称略)	上場前			23年9月末時点			備考
	株数(株)	割合	順位	株数(株)	割合	順位	
西岡 利明	760,000	38.78%	1	700,000	30.58%	1	代表取締役社長 上場時に60,000株売り出し
吉川 正弘	680,000	34.69%	2	580,000	25.34%	2	代表取締役副社長 上場時に100,000株売り出し
SANEI従業員持株会	100,000	5.10%	3	151,500	6.62%	3	
SANEI会	0	0.00%	-	61,300	2.68%	4	販売先の持株会
夏目 和典	60,000	3.06%	5	60,000	2.62%	5	専務取締役執行役員
吉川 弘二	100,000	5.10%	3	60,000	2.62%	5	吉川正弘氏の父 上場時に40,000株売り出し
尼見 幸一	40,000	2.04%	6	41,000	1.79%	7	元常務取締役
梅田 颯三	0	0.00%	-	40,000	1.75%	8	
株式会社日本カストディ銀行(信託口)	0	0.00%	-	39,200	1.71%	9	
SANEI共栄会	0	0.00%	-	37,000	1.62%	10	仕入先の持株会
岸田 敏雄	25,000	1.28%	7	-	-	-	常勤監査役
新田 裕二	20,000	1.02%	8	-	-	-	取締役執行役員
株式会社岡本製作所	20,000	1.02%	8	-	-	-	仕入先
株式会社坂井製作所	20,000	1.02%	8	-	-	-	仕入先
株式会社多喜プラスチック	20,000	1.02%	8	-	-	-	仕入先
株式会社社田中工業	20,000	1.02%	8	-	-	-	仕入先
夏目 明美	20,000	1.02%	8	-	-	-	代表取締役の二親等内の血族
(大株主上位10名)	1,885,000	96.17%	-	1,770,000	77.33%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	0	0.00%	-	0	0.00%	-	
発行済株式総数(自己株式数含まず)	1,960,000	100.00%	-	2,288,924	100.00%	-	
発行済株式総数(自己株式数含む)	1,960,000	-	-	2,289,000	-	-	
参考:自己株式数	0	0.00%	-	76	0.00%	-	
*割合は自己株式数含む発行済株式総数に対する割合							

(注) 割合は自己株式を含まない発行済株式総数に対する割合

(出所) SANEI 有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

業績が開示されている 16/3 期以降、22/3 期まで 6 期連続増収で、売上高の年平均成長率は 2.3%であった。一方、期によって増減があるものの、同期間の経常利益の年平均成長率は 20.4%であった。

大きな変化があったのは前期比 86.9%増益となった 17/3 期で、売上高経常利益率が 2.4%から 4.5%へ改善した。これは、銅をはじめとする原材料価格の下落や原価低減の取組みが奏功したためである

18/3 期から 20/3 期までは、原材料価格の上昇を製品価格へ転嫁したことや、経常的な原価低減活動により、売上高経常利益率は 5%前後で推移するようになった。それでも、19/3 期は売上高がほぼ横ばいであったこともあり、経常減益となった。

21/3 期と 22/3 期は、7%前後での売上高経常利益率で推移した。ただし、22/3 期は素材価格高騰による材料費や仕入価格の上昇が利益を圧迫し、経常減益となった。

#### ◆ 23 年 3 月期の利益は期初計画を大きく下回り大幅減益

23/3 期は、売上高 26,564 百万円（前期比 15.5%増）、営業利益 906 百万円（同 38.6%減）、経常利益 906 百万円（同 39.3%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 630 百万円（同 36.9%減）となった。

期初に公表された会社計画に対する達成率は、売上高 102.2%、営業利益 54.3%、経常利益 55.3%、親会社株主に帰属する当期純利益 60.0%であった。

ルート別売上高の詳細の開示はないが、管工機材ルートは前期比微増、リテールルートとメーカールートは同大幅増となった模様である。リテールルートは、ウルトラファインバブル製品等の高機能製品やホームセンター向けの PB 商品の販売が好調であり、メーカールートは、住設メーカー向け新規標準採用品の販売増や、賃貸住宅市場向けの受注回復が貢献した。加えて、22 年 3 月に連結子会社となった水生活製作所の売上高が期を通して計上されたことも、増収に寄与した。

売上総利益率は前期比 2.2%ポイント低下の 28.4%となった。主要原材料である銅合金等の長期的な価格上昇による材料費の増加が、利益率低下の主な要因である。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）は同 19.3%増、売上高販管費率は同 0.8%ポイント上昇の 25.0%であった。新規連結子会社の費用

の上乗せと、認知度向上に向けた一時的な広告宣伝費の増加が、販管費増加の主な要因であった。

これらより、営業利益は前期比 38.6%減となり、売上高営業利益率は前期比 3.0%ポイント低下の 3.4%となった。

#### ◆ 上場時の公募増資で自己資本比率は若干改善

20 年 12 月の上場時に公募増資を行った結果、20/3 期末に 49.7%であった同社の自己資本比率は 21/3 期末には 54.0%へ若干改善した。その後、有利子負債の増加によりやや低下した自己資本比率は、22/3 期末 50.3%、23/3 期末 50.6%と 50%台で推移している。

### > 他社との比較

#### ◆ 給排水栓メーカーと企業と比較

給排水栓を製造している上場企業と財務指標を比較した。比較対象の中心は専門メーカーである前澤給装工業と KVK とし、参考までに、総合住宅設備機器メーカーである TOTO と LIXIL とも比較した(図表 11)。

売上高は専門メーカー 2 社よりやや少ない水準に留まり、自己資本利益率は 2 社の中間に位置している。自己資本利益率を構成する要素別にみると、収益性を表す売上高当期純利益率が 2 社より低い点が目立つ。一方で、効率性を表す総資産回転率と財務レバレッジ(自己資本比率の逆数)が 2 社より高く、低い売上高当期純利益率をカバーしている構図になっている。



【 図表 11 】 財務指標比較 : 給排水栓を製造している企業

項目	銘柄	コード 直近決算期	SANEI	前澤給装工業	KVK	TOTO	LIXIL
			6230 23/3期	6485 23/3期	6484 23/3期	5332 23/3期	5938 23/3期
規模	売上高	百万円	26,564	31,008	29,742	701,187	1,495,987
	経常利益	百万円	906	2,267	2,615	54,760	19,759
	総資産	百万円	23,455	44,643	36,160	731,638	1,853,534
収益性	自己資本利益率	%	5.4	3.8	7.4	9.1	2.6
	売上高当期純利益率	%	2.4	4.6	6.0	5.6	1.1
	総資産回転率	回	1.2	0.7	0.9	1.0	0.8
	財務レバレッジ	倍	2.0	1.2	1.5	1.6	3.0
	総資産経常利益率	%	3.9	5.0	7.6	8.0	1.1
	売上高営業利益率	%	3.4	7.0	8.2	7.0	1.7
	成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	7.6	8.8	6.6	5.5
	経常利益 (同上)	%	-6.1	-5.9	1.2	14.9	-21.5
	総資産 (同上)	%	9.5	2.4	9.9	7.8	-3.9
安全性	自己資本比率	%	50.6	85.6	68.2	62.0	33.7
	流動比率	%	190.7	547.6	192.5	157.0	114.2
	固定長期適合率	%	52.8	35.8	59.9	75.2	92.5

- (注) 1. 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出  
 2. 自己資本利益率、総資産回転率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出  
 3. 財務レバレッジは総資産÷自己資本で、自己資本比率の逆数  
 4. 流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)  
 5. LIXILはIFRSに基づく開示。経常利益は税前利益で代用  
 (出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 創業当時の事業方針を承継する創業家出身者中心の経営陣が知的資本の源泉

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 12 に示した。

同社はメーカーに転換する初期の頃より、高付加価値化による差別化戦略を採ってきた。他社にはない、需要を先取りする製品を投入することが同社の見出した活路であり、日本初の機能を搭載する製品を投入するなどの実績も残してきた。

初期の頃より一貫して差別化戦略を採り続けてきたことは、現在の開発重視の姿勢や、多くの製品ブランドの展開を可能にする組織体制といった組織資本につながっている。そして、それを定着させたのが、「創業当時の事業方針を承継する創業家出身者中心の経営陣」(人的資本)である。

同社の創業者は3名だが、そのうちの2名の子息が、現在、代表取締役社長、代表取締役副社長として同社を率いている。10年以降のグループ体制の変更や、「水道/線」から「水域/面」への事業展開の拡大の際に発揮されたリーダーシップについて、証券リサーチセンター(以下、当センター)は高く評価している。

こうしたリーダーシップにより継承、強化されてきた組織資本によって開発、上市された需要を先取りする製品や高付加価値な製品ブランドは、顧客に受け入れられ、製品に合わせて4つの販売ルートの確立に至っている。各販売ルートでの顧客との接点が増加することで関係資本が強化され、潜在需要の取り込みが進み、更なる機能開発や製品ブランド確立につながっている。この繰り返しで蓄積されたノウハウをベースに、顧客に提案できる製品が増え、さらに関係資本が厚くなっていくという好循環が描かれている。

【 図表 12 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値 (前回)	
関係資本	顧客	・管工機材ルートの顧客	・取引のある管材店の数	詳細の開示なし
		・リテールルートの顧客	・製品が販売されている店舗数	詳細の開示なし
		・メーカールートの顧客	・取引のある住設機器メーカーの数	詳細の開示なし
		・海外ルートの顧客	・海外の取引先の数	詳細の開示なし
	ブランド	・製品ブランド	・主な製品ブランドの数	12ブランド (23/3期有価証券報告書掲載分)
		・企業イメージ	・特になし	特になし
	ネットワーク	・仕入先	・仕入先の数	開示なし
・ブランド開発に関係するデザイナー		・協業するデザイナーの数	開示なし	
組織資本	プロセス	・生産体制	・生産拠点	国内は2工場 (岐阜工場 鴨野工場) + 2子会社 海外は中国大連市の子会社
			・国内の生産拠点に配属されているスタッフの数	岐阜工場381人 鴨野工場56人 水生活製作所104人 美山鑄造4人 (23/3期末)
		・営業体制	・営業拠点の数	27カ所 (2支社、2支店、19営業所、4出張所) (本社除く)
	・営業拠点が置かれている都道府県		1都1道2府20県	
		・ショールーム	7カ所 (支社・支店内4カ所 WEILEA2カ所 FLUSSO1カ所)	
	知的財産 ノウハウ	・研究開発	・研究開発費	136百万円 (売上高の0.51%) (23/3期) 67百万円 (同0.51%) (24/3期上期)
		・特徴的な製品投入を支える知的財産	・特許・実用新案申請件数	37件 (23年) 25.2件 (23年時点の直近5年平均)
人的資本	経営陣	・創業家出身の経営陣の リーダーシップ	・創業以来の年数	1954年9月の会社設立より69年経過 (24年1月時点) 1982年12月の入社以来31年経過
			・現代取締役社長の経験	2004年10月の代表取締役社長就任より19年経過 (24年1月時点)
		・現代取締役副社長の経験	1985年4月の入社以来28年経過 2004年10月の代表取締役社長就任より19年経過 (24年1月時点)	
	従業員	・企業風土	・従業員数	連結862人 単体663人 (23/3期末)
			・平均年齢	40.1歳 (単体) (23/3期末)
			・平均勤続年数	14.0年 (単体) (23/3期末)
			・平均年間給与	518万円 (単体) (23/3期末)

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は24/3期上期、または24/3期上期末のものとする

(出所) SANEI有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社は創業来、「人類ある限り水は必要である」を理念として企業活動を行ってきた。環境配慮型バルブのように、水の循環に関わる存在ならではの製品を提供するほか、天然素材を利用した水栓のように、製造業として、環境負荷を最小にするようなモノづくりを行ってきている。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は、本業の運営を通じて、安全で快適な暮らしを提案する製品を提供し、社会的責任を果たしていく方針を採っている。本業以外でも、若手建築家への支援協賛や地域清掃活動を通じて、顧客や地域社会との関係を強化している。

#### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は 8 名の取締役で構成され、うち 2 名が社外取締役である。

社外取締役の瀧勝巳氏は、空間デザイナーとして長く業界に関わってきた人物である。

社外取締役の安部慶尚氏は、大互の代表取締役を務めている。

同社の監査役会は、常勤監査役 1 名と 2 名の社外監査役の合計 3 名の監査役で構成されている。

常勤監査役の岸田敏雄氏は、同社で長く営業に携わり、常務取締役営業本部長を務めていた。

非常勤監査役の松井浩一氏は、公認会計士及び税理士である。自身で開業したピーク・プロフィット・パフォーマンスを経営するとともに、然の取締役、ラシーヌの取締役、アプローズの取締役を兼任している。

非常勤監査役の大原信子氏は、ナカサンドパートナーズに勤務している。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 利益率の改善

同社は、給水栓等の製造を行う上場企業と比較して収益性が低い。また、売上原価に占める材料費のウェイトが高く、しかも材料費の多くを占める銅の価格変動の影響を受けやすい。資源価格の変動の影響に対する耐性をつけるためにも、生産性の向上等を通じて利益率を改善することが必要となってくる。

#### ◆ 製品ブランド・ポートフォリオの多様化とハイエンド化

同社は、顧客の需要に合った製品ブランドを投入することで、他社との差別化を図っている。ただし、現状において、同社の製品ブランドは、中グレードの住宅向けの製品に集中しており、未開拓の分野が多く残されている。

更なる高付加価値化に合わせ、同社は、製品ブランド・ポートフォリオの多様化を進めている。そのために、非住宅向けの製品ブランドやハイエンド向けの製品ブランドの投入を行っていくことが求められる。

また、この多様化とハイエンド化に合わせて、製品ブランド及びコーポレートブランドの認知度向上が一層重要になっていく。ショールームの展開もその一環であり、また、直近では、23/3 期第 2 四半期にテレビ広告放映も実施した。今後も、ブランディング及びマーケティングの施策を効果的に展開していくことが求められる。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 「非住宅市場」、「ブランド向上」、「事業領域拡大」がキーワードとなる成長戦略

企業価値向上に向けた中長期的な方針として、同社は、以下の 3 点を掲げている。

- (1) 非住宅市場におけるシェアの拡大  
同社の製品は現状において住宅市場向けが中心だが、宿泊施設や飲食店、介護医療施設、公共施設等の非住宅市場向けの製品を強化していく。
- (2) 「SANEIブランド」価値の更なる向上  
同社の製品ブランドは、住宅向けの中価格帯製品に集中しているが、高価格帯の製品ブランドを投入、育成していく。  
「上質をデザインする」をテーマに、デザインや仕上げ精度、使用感のすべてにおいて、最上級のものづくりへの挑戦を掲げている。その結果、製品ポートフォリオ全体とし

でのブランド価値向上につなげていく。

(3) 水まわりにおける住空間全体をトータルに提案できる展開の本格化

同社は、水栓単体の販売から、水道インフラ全体をカバーするように事業領域を広げてきた。今後、水道インフラだけでなく、キッチンルームやバスルーム、洗面ルーム等の水まわりの空間すべてをカバーする製品を提案していく方針である。そのため、他業種との協業やコラボレーション等を通じて、製品ラインナップの拡充を進めていく。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 13 のようにまとめられる。

【 図表 13 】 SWOT 分析

強み (Strengths)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・他社にない、需要を先取りする製品を投入することで差別化を図る創業初期からの事業方針の継承</li> <li>・複数の製品ブランドの展開</li> <li>・高機能性、高デザイン性の製品を開発するノウハウの蓄積</li> <li>・4つの販売チャネルを支える営業体制</li> <li>・一貫生産を実現している岐阜工場を中心とした生産体制</li> <li>・創業家が主導してきた経営                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- これまでスムーズに行われてきた世代交代/経営の継承</li> </ul> </li> </ul>
弱み (Weaknesses)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・売上規模が同程度の上場競合他社と比較して低い売上高利益率</li> <li>・原材料価格の変動の影響を受けやすい状況</li> </ul>
機会 (Opportunities)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・新たな製品ブランドの確立及び浸透                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 特に高価格帯の領域の製品ブランド</li> </ul> </li> <li>・今後注力していく非住宅向け市場でのシェア拡大</li> <li>・利益率改善の余地</li> <li>・方針として打ち出している「空間全体をカバーする」領域への進出</li> <li>・上場企業であることによる知名度、信用度、従業員のモチベーションの向上</li> </ul>
脅威 (Threats)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国内の需要が減退する可能性                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 特に住宅向けの需要に関する新設住宅着工戸数及び面積の減少</li> <li>- 住宅向けでは数量が増加しづらくなる可能性</li> </ul> </li> <li>・今後伸ばしていく非住宅向けでのシェア拡大が想定したペースで進まない可能性</li> <li>・技術や機能の変化に対応できない可能性</li> <li>・コスト上昇の可能性（原材料価格、物流コスト等）及び価格転嫁が進まない可能性</li> <li>・競争激化の可能性                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 価格競争（価格転嫁のための値上げを控える状況も含む）</li> </ul> </li> <li>・主力工場が立地する岐阜県各務原市での自然災害発生の可能性</li> <li>・自社施設での事故発生の可能性</li> <li>・人材の確保が思うように進まない可能性</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 業界内で一貫して差別化戦略を続けてきたことを評価

当センターでは、業界内では後発メーカーである当社が一貫して製品の高付加価値化による差別化戦略を採ってきた点を評価している。

日本初のシャワー付湯水混合水栓に代表される需要を先取りする製品を投入できたことも、機能のみならず空間デザインとの調和も重視する製品ブランドを数多く立ち上げたことも、元をたどれば、この一貫した差別化戦略がベースとなっていると言える。特に製品ブランド

を多く持つことにより、顧客への提案の幅が広がり、既存市場における同社のポジションの強化につながっていると考えられる。

#### ◆ 更なる高付加価値化と、事業領域の多様化につながる案件獲得の動向に注目

同社は、更なる高付加価値化と、事業領域の多様化を目指している。製品ブランド・ポートフォリオの観点で言うと、住宅向けの中価格帯に集中している状況から、分野の多様化とハイエンド化を進めていく方針を採るとのことである。

その一環として、非住宅向け市場への浸透を図ることを同社は打ち出しているが、具体的に視野に入れているのは、ホテル向けである。この分野では、海外ブランドとの競争下で、ラグジュアリーホテルでの案件が取れるかどうか、また、ラグジュアリーホテルを想定した製品ブランドを立ち上げられるかが鍵を握ると考えられたため、関連するニュースフローには注目していきたい。

### > 今後の業績見通し

#### ◆ 24年3月期会社計画

24/3 期の会社計画は、第3 四半期決算の開示の1 週間前に上方修正され、売上高 28,000 百万円（前期比 5.4%増）、営業利益 1,800 百万円（同 98.5%増）、経常利益 1,800 百万円（同 98.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,150 百万円（同 82.4%増）としている。

期初計画は売上高 28,000 百万円（前期比 5.4%増）、営業利益 1,350 百万円（同 48.9%増）、経常利益 1,350 百万円（同 49.0%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 920 百万円（同 45.9%増）であり、売上高は据え置かれているが、利益が大幅に引き上げられた（図表 14）。

ルート別売上高や費用の詳細の開示はないが、24/3 期は 23/3 期の材料及び仕入価格の高騰を受けて販売価格改定の効果がどのくらい利益に貢献するかが注目されたが、期初の段階から、売上総利益率の改善が進んだ。

また、23/3 期第2 四半期に実施したテレビ CM の放映により広告宣伝費が増加したが、24/3 期においては放映されていないため、販管費の増加も抑制されていた。

第3 四半期まで経過し、販売価格改定の効果が想定以上だったと会社では判断し、売上高は期初計画を据え置き、利益を大幅上方修正した。24/3 期の売上高営業利益率は、前期比 3.0%ポイント上昇の 6.4%まで引き上げられた。



24/3 期の 1 株当たり配当金は、期初の段階から、23/3 期より 2.0 円増額の 98.0 円（中間 49.0 円、期末 49.0 円）を計画しており、第 3 四半期経過時点で修正はされていない。配当性向は 23/3 期の 34.9%に対し、24/3 期は 24.4%を予定している。

【 図表 14 】 S A N E I の 24 年 3 月期の連結業績計画

(単位: 百万円)

	「収益認識に関する会計基準」 適用前		「収益認識に関する会計基準」 適用後					
	20/3期 実績	21/3期 実績	22/3期 実績	23/3期 実績	24/3期 会社計画			
					修正後	(前期比)	期初	(前期比)
売上高	21,346	22,182	22,999	26,564	28,000	5.4%	28,000	5.4%
商品・製品売上高	-	-	22,816	26,214	-	-	-	-
売上構成比	-	-	99.2%	98.7%	-	-	-	-
修理売上高	-	-	118	137	-	-	-	-
売上構成比	-	-	0.5%	0.5%	-	-	-	-
設置・取付売上高	-	-	64	212	-	-	-	-
売上構成比	-	-	0.3%	0.8%	-	-	-	-
売上総利益	6,397	7,147	7,038	7,539	-	-	-	-
売上総利益率	30.0%	32.2%	30.6%	28.4%	-	-	-	-
販売費及び一般管理費	5,309	5,535	5,561	6,633	-	-	-	-
売上高販管费率	24.9%	25.0%	24.2%	25.0%	-	-	-	-
営業利益	1,088	1,612	1,477	906	1,800	98.5%	1,350	48.9%
売上高営業利益率	5.1%	7.3%	6.4%	3.4%	6.4%	-	4.8%	-
経常利益	1,095	1,593	1,492	906	1,800	98.6%	1,350	49.0%
売上高経常利益率	5.1%	7.2%	6.5%	3.4%	6.4%	-	4.8%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	726	1,000	999	630	1,150	82.4%	920	45.9%
売上高当期純利益率	3.4%	4.5%	4.3%	2.4%	4.1%	-	3.3%	-

(注) 22/3 期より新収益認識基準適用

(出所) S A N E I 有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

### ◆ 24 年 3 月期第 3 四半期累計期間業績

24/3 期第 3 四半期累計期間は、売上高 20,364 百万円（前年同期比 4.5%増）、営業利益 1,473 百万円（同 216.3%増）、経常利益 1,458 百万円（同 223.9%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益 971 百万円（同 231.0%増）であった。上方修正後の通期計画に対して売上高は 72.7%、営業利益は 81.8%に相当する

販売ルート別売上高の詳細の開示はないが、販売価格改定が進んだ管工機材ルートと、住設メーカー向けの標準採用品が増加したメーカールートは前年同期比で微増となった。増収率が高かったのはリテールルートで、ウルトラファインバブル製品等の高機能製品やホームセンター向け PB 商品が好調だった。

売上総利益率は前年同期比 3.8%ポイント上昇の 31.8%となった。23/3 期第 3 四半期より継続している価格改定効果が持続している。四半期別売上総利益率は、第 1 四半期 29.8%、第 2 四半期 32.4%、第 3 四半期 33.0%と推移しており、価格改定効果は、第 2 四半期以降顕著になっている。販管費は、前年同期に実施したテレビ CM に相当するものがなかったことによる広告宣伝費の減少もあって同 0.1%減少となり、売上高販管費率も同 1.1%ポイント低下の 24.5%となった。これらより、売上高営業利益率は同 4.8%ポイント上昇の 7.2%となった。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想： 24 年 3 月期

当センターでは、同社の 24/3 期業績について、第 3 四半期までの進捗も踏まえ、売上高 28,000 百万円（前期比 5.4%増）、営業利益 1,857 百万円（同 104.9%増）、経常利益 1,834 百万円（同 102.4%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,176 百万円（同 86.6%増）と、売上高予想は会社計画と同額だが、利益については会社計画を若干上回る水準を予想した（図表 15）。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) 売上高は第 3 四半期までの進捗を踏まえ、会社計画と同じ水準での予想とした。
- (2) 売上総利益率は前期比 3.8%ポイント上昇の 32.2%とした。第 2 四半期から本格化してきた価格改定効果の浸透が続くものとして予想した。
- (3) 販管費については、第 3 四半期累計期間は前年同期比 0.1%減少したが、第 4 四半期に費用の増加があると想定して、前期比 7.9%増、売上高販管費率は同 0.6%ポイント上昇の 25.6%とした。これらの結果、24/3 期の売上高営業利益率は同 3.2%ポイント上昇の 6.6%になるものと予想した（会社計画は 6.4%）。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想： 25 年 3 月期

当センターでは、同社の 25/3 期業績について、売上高 29,500 百万円（前期比 5.4%増）、営業利益 2,085 百万円（同 12.3%増）、経常利益 2,076 百万円（同 13.2%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,329 百万円（同 13.0%増）と予想した（図表 15）。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) 売上高は前期比 5.4%増と予想とした。販売ルートごとの状況は 24/3 期の状況が続くものとした。
- (2) 売上総利益率は前期比 0.3%ポイント上昇の 32.5%とした。24/3 期第 2 四半期から本格化してきた価格改定効果の浸透が期中に一巡するものと予想した。
- (3) 販管費は前期比 4.8%増、売上高販管費率は同 0.2%ポイント低下の 25.4%とした。これらの結果、25/3 期の売上高営業利益率は同 0.5%ポイント上昇の 7.1%になるものと予想した。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想：26年3月期以降

26/3 期以降について、26/3 期は前期比 5.1%、27/3 期は同 4.8%の増収を予想した。販売ルート別の状況については、大きな変化はないが、非住居向けの製品ブランドが立ち上がるといった、同社の戦略の効果が少しずつ出てくると予想している。

売上総利益率は 25/3 期と同水準で推移していくものとした。また、販管費は増収ペースよりやや低めの増加率を想定し、売上高販管費率は緩やかに低下していくものとした。これらの結果、売上高営業利益率は 26/3 期 7.2%、27/3 期 7.6%へと上昇していくものと予想した。

【 図表 15 】証券リサーチセンターの連結業績予想 (損益計算書) (単位: 百万円)

	収益認識に関する会計基準 適用前				収益認識に関する会計基準 適用後					
	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期CE (修正後)	24/3期CE (期初)	24/3期E	25/3期E	26/3期E	27/3期E
	損益計算書									
売上高	21,346	22,182	22,999	26,564	28,000	28,000	28,000	29,500	31,000	32,500
前期比	2.6%	3.9%	3.7%	15.5%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.1%	4.8%
収益区分別										
商品・製品売上高	-	-	22,816	26,214	-	-	-	-	-	-
前期比	-	-	-	14.9%	-	-	-	-	-	-
売上構成比	-	-	99.2%	98.7%	-	-	-	-	-	-
修理売上高	-	-	118	137	-	-	-	-	-	-
前期比	-	-	-	16.6%	-	-	-	-	-	-
売上構成比	-	-	0.5%	0.5%	-	-	-	-	-	-
設置・取付売上高	-	-	64	212	-	-	-	-	-	-
前期比	-	-	-	227.2%	-	-	-	-	-	-
売上構成比	-	-	0.3%	0.8%	-	-	-	-	-	-
販売ルート別										
管工機材ルート	8,843	9,347	-	-	-	-	-	-	-	-
リテールルート	7,022	8,255	-	-	-	-	-	-	-	-
メーカールート	4,940	4,035	-	-	-	-	-	-	-	-
海外ルート・その他	539	543	-	-	-	-	-	-	-	-
売上総利益	6,397	7,147	7,038	7,539	-	-	9,016	9,587	10,075	10,562
前期比	4.6%	11.7%	-1.5%	7.1%	-	-	19.6%	6.3%	5.1%	4.8%
売上総利益率	30.0%	32.2%	30.6%	28.4%	-	-	32.2%	32.5%	32.5%	32.5%
販売費及び一般管理費	5,309	5,535	5,561	6,633	-	-	7,158	7,502	7,850	8,107
前期比	1.8%	4.3%	0.5%	19.3%	-	-	7.9%	4.8%	4.6%	3.3%
売上高販管費率	24.9%	25.0%	24.2%	25.0%	-	-	25.6%	25.4%	25.3%	24.9%
営業利益	1,088	1,612	1,477	906	1,800	1,350	1,857	2,085	2,224	2,455
前期比	21.0%	48.1%	-8.4%	-38.6%	98.5%	48.9%	104.9%	12.3%	6.7%	10.4%
売上高営業利益率	5.1%	7.3%	6.4%	3.4%	6.4%	4.8%	6.6%	7.1%	7.2%	7.6%
経常利益	1,095	1,593	1,492	906	1,800	1,350	1,834	2,076	2,219	2,454
前期比	16.8%	45.4%	-6.3%	-39.3%	98.6%	49.0%	102.4%	13.2%	6.9%	10.5%
売上高経常利益率	5.1%	7.2%	6.5%	3.4%	6.4%	4.8%	6.6%	7.0%	7.2%	7.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	726	1,000	999	630	1,150	920	1,176	1,329	1,420	1,570
前期比	19.3%	37.7%	-0.1%	-36.9%	82.4%	45.9%	86.6%	13.0%	6.9%	10.5%
売上高当期純利益率	3.4%	4.5%	4.3%	2.4%	4.1%	3.3%	4.2%	4.5%	4.6%	4.8%

(注) 1. CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

2. 22/3期より「収益認識に関する会計基準」適用。22/3期の前期比は「収益認識に関する会計基準」適用前の21/3期実績値との比較

(出所) SANEI 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 16 】証券リサーチセンターの連結業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位: 百万円)

	収益認識に関する会計基準 適用前				収益認識に関する会計基準 適用後					
	20/3期単	21/3期連	22/3期連	23/3期連	24/3期CE (修正後)	24/3期CE (期初)	24/3期連E	25/3期連E	26/3期連E	27/3期連E
	<b>貸借対照表</b>									
現金及び預金	1,415	2,237	2,873	2,936	-	-	2,121	1,432	1,952	2,463
受取手形及び売掛金、電子記録債権	5,177	6,131	6,051	6,963	-	-	7,336	7,729	8,122	8,515
棚卸資産	4,610	4,403	5,685	5,498	-	-	5,796	6,106	6,417	6,727
その他	197	147	314	359	-	-	359	359	359	359
流動資産	11,400	12,920	14,925	15,757	-	-	15,612	15,627	16,850	18,065
有形固定資産	4,589	4,631	5,267	5,430	-	-	6,289	7,264	7,399	7,724
無形固定資産	96	86	147	194	-	-	333	462	392	322
投資その他の資産	1,791	1,820	2,127	2,072	-	-	2,082	2,087	2,092	2,097
固定資産	6,477	6,538	7,542	7,697	-	-	8,705	9,814	9,884	10,144
資産合計	17,878	19,459	22,467	23,455	-	-	24,318	25,442	26,735	28,209
支払手形及び買掛金、電子記録債務	4,349	4,238	4,469	5,038	-	-	5,320	5,605	5,890	6,175
未払法人税等	226	384	295	39	-	-	152	171	183	203
短期借入金	776	600	1,476	1,386	-	-	1,368	1,368	1,368	1,368
1年内返済予定の長期借入金	216	194	269	477	-	-	283	193	164	87
その他	1,118	1,164	1,192	1,322	-	-	1,322	1,322	1,322	1,322
流動負債	6,687	6,581	7,702	8,263	-	-	8,445	8,660	8,928	9,155
長期借入金	503	564	780	792	-	-	509	316	151	64
その他	1,793	1,813	2,031	1,902	-	-	1,913	1,913	1,913	1,913
固定負債	2,296	2,377	2,812	2,695	-	-	2,422	2,229	2,064	1,977
純資産合計 (自己資本)	8,894	10,500	11,952	12,495	-	-	13,449	14,552	15,742	17,076
8,894	10,500	11,307	11,873	-	-	12,827	13,930	15,119	16,454	
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>										
税金等調整前当期純利益	1,081	1,622	1,478	782	-	-	1,837	2,076	2,219	2,454
減価償却費	446	433	421	571	-	-	355	395	435	465
売上債権の増減額 (-は増加)	-945	-954	462	-908	-	-	-372	-393	-393	-393
棚卸資産の増減額 (-は増加)	389	208	-720	198	-	-	-297	-310	-310	-310
仕入債務の増減額 (-は減少)	223	-111	99	566	-	-	281	285	285	285
法人税等の支払額	-299	-433	-618	-528	-	-	-549	-727	-787	-864
その他	269	227	-225	307	-	-	38	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,164	991	897	990	-	-	1,293	1,325	1,449	1,636
有形固定資産の取得による支出	-549	-494	-257	-732	-	-	-1,191	-1,310	-500	-720
有形固定資産の売却による収入	9	0	27	5	-	-	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-22	-3	-30	-93	-	-	-189	-189	0	0
無形固定資産の売却による支出	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
投資有価証券の売却による収支	-5	-37	-6	21	-	-	-5	0	0	0
その他	1	-36	-8	-35	-	-	-5	-5	-5	-5
投資活動によるキャッシュ・フロー	-566	-570	-395	-834	-	-	-1,390	-1,504	-505	-725
短期借入金の増減額 (-は減少)	26	-176	90	-90	-	-	-18	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-257	38	-194	220	-	-	-477	-283	-193	-164
株式の発行による収支	0	669	-	-	-	-	0	0	0	0
配当金の支払額	-58	-117	-206	-217	-	-	-222	-226	-231	-235
その他	-2	-23	-1	-2	-	-	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-293	390	-311	-89	-	-	-717	-510	-424	-400
換算差額	-14	10	3	-5	-	-	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	291	822	193	60	-	-	-815	-688	519	510
現金及び現金同等物の期首残高	604	895	1,717	2,186	-	-	2,247	1,432	743	1,263
現金及び現金同等物の期末残高	895	1,717	2,186	2,247	-	-	1,432	743	1,263	1,774

(注) 1. CE : 会社予想 E : 証券リサーチセンター予想

2. 22/3 期より「収益認識に関する会計基準」適用

(出所) SANEI 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

**> 投資に際しての留意点****◆ 材料価格や仕入価格の更なる上昇の可能性**

同社の費用構造は、売上原価に占める原材料費や仕入の割合が大きく、かつ金属、特に銅の市況の影響を受けやすい。23/3 期の前半にあったように、市況の急激な変化により利益を圧迫することは今後も十分に考えられる。

**◆ 生産拠点が比較的集中していることについて**

同社の生産拠点は、主力の岐阜工場を中心に、岐阜県に集中している。自然災害や天候不順、事故等によって、工場がある各務原市や山県市に被害が生じた時、工場での生産または物流に影響が生じる可能性がある。

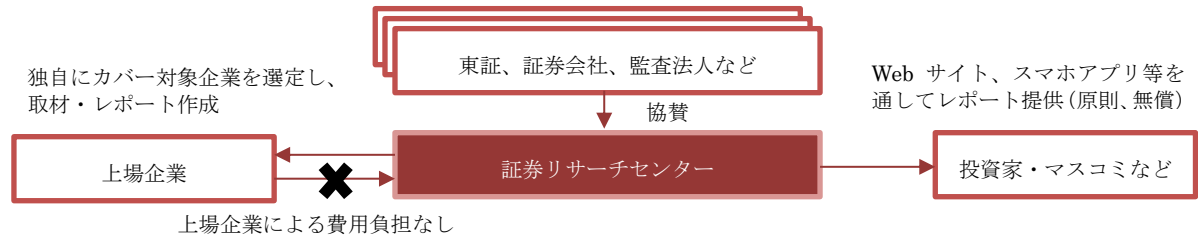
**◆ 水生活製作所について**

22 年 3 月に連結子会社とした水生活製作所及びその子会社である美山鑄造に対する同社の株式保有比率はそれぞれ 30.00%、20.88%である。両社は、緊密な者または同意している者の保有分を含めた支配力基準により連結対象となっており、そうした保有分を含めると、それぞれ 100.00%、69.60%の議決権所有割合となっている。そのため、緊密な者または同意している者との関係性に変化が生じた場合、連結子会社から外れる可能性がある点には留意しておきたい。

## 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

株式会社東京証券取引所

みずほ証券株式会社

太陽有限責任監査法人

PwC Japan 有限責任監査法人

監査法人 A&A パートナーズ

株式会社プロネクサス

S M B C 日興証券株式会社

EY 新日本有限責任監査法人

有限責任監査法人トーマツ

いちよし証券株式会社

仰星監査法人

日本証券業協会

大和証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

株式会社 S B I 証券

J トラストグローバル証券株式会社

監査法人アヴァンティア

日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社

株式会社 I C M G

三優監査法人

宝印刷株式会社

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。