

## ステラケミファ | 4109

東証プライム

## 好調な決算、魅力的な株価水準

## サマリー

- **2025/3期上期決算レビュー**：2025/3期上期の業績は非常に好調で、売上高は前年同期比25.3%増の18,160百万円、営業利益は94.3%増の2,180百万円となった。市況回復によるメモリー向けを中心とした半導体部門の出荷増や海外の新規原子力施設向け濃縮ホウ素（エネルギー部門）の出荷増が主な増収要因である。利益については、主原料である無水フッ化水素酸価格の上昇や円安によるコストアップ分を一部転嫁できずに210百万円の減益要因となったが、高純度薬品事業の出荷増や運輸部門の物量増でカバーし、大幅な営業増益となった。経常利益は持分法投資損益の悪化などにより28.9%増の1,965百万円、親会社株主に帰属する中間純利益は52.3%増の1,667百万円となった。
- **2025/3期通期決算見通し**：無水フッ化水素酸の価格動向や為替レートの変動など不確定要素が多いため、通期見通しについては据え置かれることとなった。しかし、期初計画に対する上期の進捗率は、売上高で53%、営業利益で60%となっており、全体的な業績は非常に堅調である。今後の市場動向によっては、上方修正の可能性も十分考えられる。
- **株価インサイト**：配当予想の修正や2024/3期決算を受けて同社株は急騰し、8月の株式市場急落以降も半導体需要の回復とともに株価の水準を切り上げる局面が続いていた。しかし、上期の決算で通期見通しの上方修正がなかったこと等が影響し、株価は急落している。2025/3期下期に上述の不確定要素以外コストアップ要因はなく、今後の市場動向次第では上方修正の可能性は十分に考えられる。直近のバリュエーションはPERで18.3倍、PBRで1.04倍であり、決して割安とは言えないまでも、業績モメンタムを考慮すれば非常に魅力的な水準にあると思われる。「今後の国内半導体工場の設立ラッシュと海外の原子力設備向け濃縮ホウ素の市場拡大、そして何よりも資本効率を意識した経営は、同社の収益レベルとフェアバリューの水準を押し上げる」というSIRの見方を引き続き踏襲したいと考えている。

百万円、%	売上高	YoY	営業利益	YoY	経常利益	YoY	当期利益	YoY	EPS	DPS
2021/3単	32,893	-2.5	4,081	69.5	4,020	74.3	2,959	53.8	230.70	47.00
2022/3連	37,296	13.4	4,583	12.3	5,707	42.0	5,364	81.3	422.97	60.00
2023/3連	35,382	-5.1	3,514	-23.3	4,347	-23.8	2,280	-57.5	186.03	60.00
2024/3連	30,446	-14.0	2,722	-22.5	3,064	-29.5	1,845	-19.1	153.48	154.00
2025/3会予	<b>34,500</b>	<b>13.3</b>	<b>3,650</b>	<b>34.1</b>	<b>3,550</b>	<b>15.8</b>	<b>2,600</b>	<b>40.9</b>	<b>216.16</b>	<b>170.00</b>

出所：同社IR資料よりSIR作成

注：SIRでの財務データ処理は短信規定と異なるため、記載数字は会社資料と相違することがある。

## Q2 Follow-up



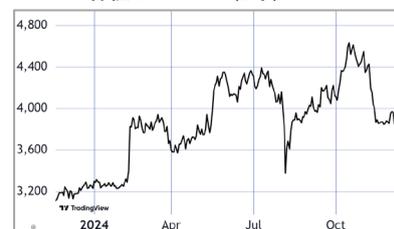
## 注目点：

半導体市況の段階的な回復を受けた販売増加に加え、国内半導体工場の建設ラッシュが期待される。原子力施設で使用される濃縮ホウ素（ボロン10）は販売拡大が見込まれる。また資本効率を意識した経営へのシフトなど経営基盤強化が着実に進展している。

## 主要指標

株価 (12/10)	3,950
年初来高値 (10/21)	4,660
年初来安値 (1/31)	3,185
10年間高値 (17/9/19)	5,340
10年間安値 (15/8/25)	1,085
発行済株式数 (百万株)	13,213
時価総額 (十億円)	52,192
24/3 株主資本比率	75.5%
実績PBR	1.04x
25/3 予想PER	18.3x
24/3 実績ROE	4.2%
25/3 予想配当利回り	4.3%

## 株価チャート (1年)



TradingView

## アナリスト 渡辺 保隆

research@sessapartners.co.jp



2025/3期上期  
決算レビュー

主力の半導体、エネルギーが牽引、為替等の不確定要素もあり会社予想は据置き

2025/3期上期の決算は、全体的に非常に好調な結果であった。売上高は前年同期比25.3%増の18,160百万円となり、営業利益は94.3%増の2,180百万円に達した。この主な要因は、(1)メモリーを中心とした半導体やエネルギー（濃縮ホウ素）など高純度薬品の出荷量が増加したこと、(2)主原料である無水フッ化水素酸の調達価格の上昇や円安はあったものの価格転嫁が進展したこと、である。また、(3)他社品も含め取扱量が増えたことで、運輸部門の営業利益が通期予想近くまで大きく伸びたことも、大幅増益に寄与した。

セグメント情報

セグメント	百万円	2023/3	2024/3	増減率 (%)	2025/3 会社予想	増減率 (%)	2024/3 上半期	2025/3 上半期	増減率 (%)
高純度薬品	売上高合計	30,707	26,019	-15.3%	30,300	16.5%	12,405	15,826	27.6%
	半導体	19,049	18,341	-3.7%	20,360	11.0%	8,924	10,656	19.4%
	エネルギー	996	1,152	15.7%	2,510	117.9%	79	897	1035.4%
	電子材料	1,032	592	-42.6%	690	16.6%	317	348	9.8%
	一般製品	2,514	2,060	-18.1%	3,050	48.1%	902	1,899	110.5%
	工業用フッ酸	1,739	696	-60.0%	700	0.6%	375	330	-12.0%
	仕入商品	5,375	3,177	-40.9%	2,990	-5.9%	1,807	1,694	-6.3%
	営業利益	2,961	2,167	-26.8%	3,220	48.6%	938	1,790	90.8%
営業利益率	9.6%	8.3%		10.6%		7.6%	11.3%		
運輸	売上高	4,504	4,252	-5.6%	4,080	-4.0%	2,007	2,276	13.4%
	営業利益	533	548	2.8%	420	-23.4%	182	392	115.4%
	営業利益率	11.8%	12.9%		10.3%		9.1%	17.2%	
その他	売上高	170	174	2.4%	120	-31.0%	84	56	-33.3%
	営業利益	30	18	-40.0%	20	11.1%	7	6	-14.3%
	営業利益率	17.6%	10.3%		16.7%		8.3%	10.7%	
合計	売上高	35,382	30,446	-14.0%	34,500	13.3%	14,497	18,160	25.3%
	営業利益	3,514	2,722	-22.5%	3,650	34.1%	1,122	2,180	94.3%
	営業利益率	9.9%	8.9%		10.6%		7.7%	12.0%	

出所：同社IR資料からSIR作成

その結果、期初計画に対する上期の進捗率は、売上高で53%、営業利益で60%となった。ただし、主原料である無水フッ化水素酸の価格や為替動向に不透明感があるとして、通期の会社予想は据え置かれた。2025/3期下期に隠れたコストアップ要因はなく、今後の市場動向によっては、上方修正の可能性も十分考えられる。

期初計画に対する進捗状況



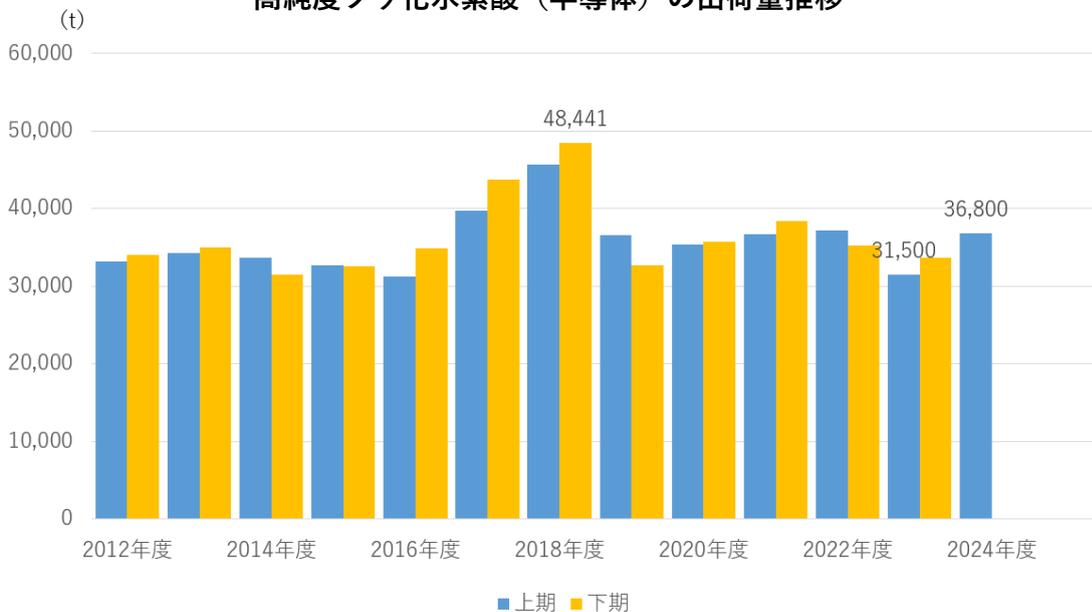
出所：同社IR資料からSIR作成

■半導体の状況

2024/3期上期を底に徐々に回復し始めた半導体向け高純度フッ酸の出荷は、2025/3期上期で36,800トンと前年同期比で5,300トン増加した。出荷量のうち半分強を占める日本国内向けが好調で、マイクロンやキオクシアといったメモリー大手向けが大きく伸びている。SIRの取材によれば、下期についても、上期とほぼ同水準ぐらいで推移する見込みである。特に生成AI関連の需要が非常に堅調に推移している\*1。

ただ、車載向けやパワー半導体、センサー関連などは、中国市場の不振や台風等による天候不順、認証不正などによる生産調整の影響を受け低調に推移している。特に車載向けは回復に時間がかかる見通しで、同社によると2025/3期下期は上期比横ばいを見込むものの、回復するのは1年以上先になる可能性も残っているとのこと。また、スマホやPC向けも低調に推移しており、全体としてフル稼働といった状況までは盛り上がっていない。実際、四半期ごとの推移をみても、Q1の18,600トンに対し、Q2が18,200トンと前期比400トン減になっている。ちなみにこの小休止は台風等による天候不良や夏季休暇が影響したもので、需要に偏重の兆しがあるわけではない模様。

高純度フッ化水素酸（半導体）の出荷量推移



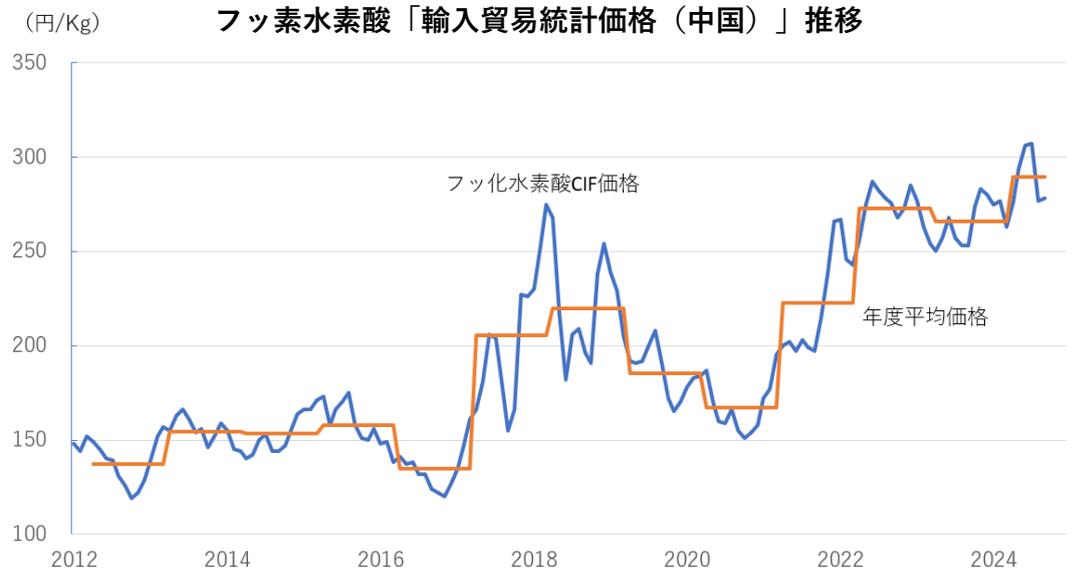
出所：同社IR資料からSIR作成

2018年度はメモリーからPC・スマホ向け、車載用、データセンター向けなど幅広い分野で活況になり、2018年度下期には過去最高の出荷量48,441トンを記録した\*2。現状では当時ほどの勢いはなく、今後稼働が予定されている国内の主要な半導体工場建設計画を加味しても、年産95,000トンの国内生産能力を引き上げる判断までには現時点では至っていない。

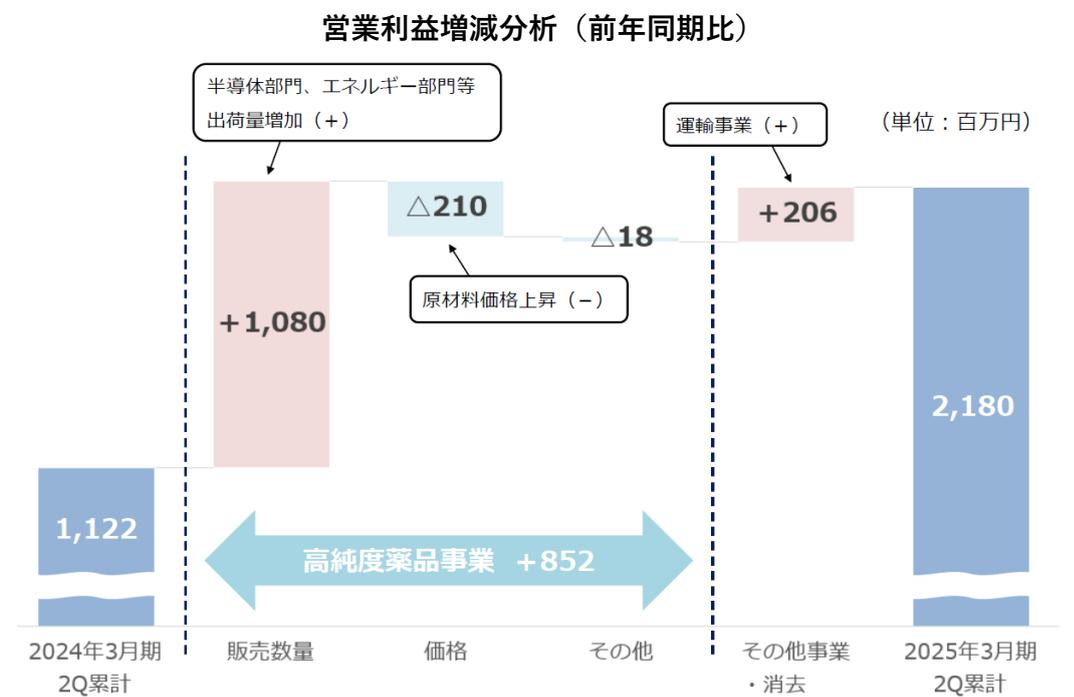
\*1：2024年3月20日のBloomberg記事によれば、2023年のAI向け半導体HBM（高帯域幅メモリー）の市場シェアは1位SKハイニックス54%、2位サムスン41%、3位マイクロン5%となっている。同社の高純度フッ酸は、マイクロンの広島工場で生産する最先端品向けに出荷されている模様。

\*2：2019年7月、日本政府の対韓輸出規制強化により、2019年度の半導体出荷量は激減した。

中国政府による一部鉱山への採掘規制に伴う供給タイト化により蛍石の価格が上昇した結果、無水フッ化水素酸価格も上昇し、円安の影響も加わって、円建て価格は2桁の上昇となっている。足元では硫酸などの原材料価格も値上がりしてきており、為替動向も含めて、現時点では影響を注視している状況である。



営業利益の増減分析によると、高純度薬品事業では原材料価格の上昇により210百万円の減益要因となった。会社によってはタイムラグが生じるため、一部に価格転嫁が未達の先もあるものの、7~8割はカバーできている状況のようだ。



■エネルギー（濃縮ウラン 235）の状況

2025/3期上期、エネルギー部門の売上はすべて濃縮ウランとなった。2024/3期の出荷実績は結果としてQ3に集中したが、2025/3期上期はQ2に海外の新規原発施設向けの出荷があり、売上高は前年同期比で10倍強となる897百万円となった。

濃縮ウランは現在海外向けが主体で、ほとんどが中国向けとSIRは推察している。濃縮ウランは主にPWR\*2向けに、使用済み核燃料の輸送・貯蔵容器や原子炉の制御棒・中性子吸収材、使用済み核燃料プールのラック材などとして使われる。メンテナンス需要は多少あるものの、出荷量が全く異なるため原発の新設が必要に大きな影響を及ぼす。そして、出荷のタイミングはグリッド接続直前の試運転時となるため、特定の時期に売上が集中することは避けられない。受注・出荷の交渉は3~4年前から実施されているため、新設計画が頓挫しない限りは出荷は比較的固いのだが、輸出許可や発注元の工事の進捗状況など不確定要素はどうしても発生する。これが、同社が期ズレのリスクに敏感になっている背景である。

中国における建設中の原子力発電所

原子炉名	原子炉タイプ	ネット出力 (千kW)	建設開始	グリッド接続
防城港4	PWR	1,105	2016 ●	2024/4/9 ●
石道湾国河一号	PWR	1,400	2019 ●	2024/10/31 ●
霞浦1	高速回転炉	600	2017 ●	2024 ○
漳州1	PWR	1,126	2019 ●	2024 ○
太平陵1	PWR	1,116	2019 ●	2025 ○
石道湾国河一号2	PWR	1,400	2020 ●	2025 ○
漳州2	PWR	1,126	2020 ●	2025 ○
太平嶺2	PWR	1,116	2020 ●	2026 ○
霞浦2	高速回転炉	600	2020 ●	2026 ○
サナオ1	PWR	1,117	2020 ●	2026 ○
長江3号	PWR	1,100	2021 ●	2026 ○
天湾7	PWR	1,100	2021 ●	2026 ○
長江SMR-1	PWR	125	2021 ●	2026 ○
徐大宝3	PWR	1,200	2021 ●	2027 ○
長江4号	PWR	1,100	2021 ●	2027 ○
サナオ2	PWR	1,117	2021 ●	2027 ○
天湾8	PWR	1,100	2022 ●	2027 ○
三面3	PWR	1,163	2022 ●	2027 ○
海陽3	PWR	1,161	2022 ●	2027 ○
海陽4	PWR	1,161	2023 ●	2027 ○
徐大宝4	PWR	1,200	2022 ●	2028 ○
陸豊5	PWR	1,116	2022 ●	2028 ○
三門4	PWR	1,163	2023 ●	2028 ○
連江1	PWR	1,161	2023 ●	2028 ○
徐大宝1	PWR	1,000	2023 ●	2028 ○
陸豊6	PWR	1,116	2023 ●	2029 ○
漳州3	PWR	1,129	2024 ●	2029 ○

出所：World Nuclear AssociationホームページよりSIR作成

注：●はグリッド接続済み、○は接続予定

\*1：天然のウラン（元素記号B）は、ウラン-235（ボロン10）とウラン-238（ボロン11）の2種類の同位体（陽子数が同じで中性子数が異なる）で構成されている。このうち、約20%の割合で含まれているボロン10は、中性子の吸収能力に優れている。これに対し、残りのほとんどは中性子の吸収能力がないボロン11である。このボロン10の比率を高めた材料を濃縮ウランという。

\*2：加圧水型原子炉（Pressurized Water Reactor）。原子炉の中で発生した高温高圧の熱水を利用して原子炉外にある蒸気発生器で蒸気を発生させ、発電機につながるタービンを回して電気をつくる方式。

同社が濃縮ウランの大量生産技術を国内で初めて確立し、国内唯一の濃縮プラントを完成させたのは2000年11月である。当初は国内の原発をターゲットに事業を展開していたが、東日本大震災に伴う東京電力・福島第一原子力発電所の事故により原子力の安全性についての信頼が大きく損なわれ、国内の市場は大きく縮小した。そこで、ターゲットを海外に切り替えた。環境対策もあって原子力発電設備容量を積極的に伸ばす方針を採ってきた中国をメインターゲットに、需要を掘り起こしてきたことが現在のビジネス拡大に繋がっている。

2024年11月現在、中国では57基の原発が稼働しているが、同社によれば濃縮ウランの採用率は特に近年高くなっているとのことである。そもそも中性子の制御のためにはボロン10の「量」が重要なため、5倍の量の天然ウランを使用すれば、濃縮ウランを使わずとも目的を達成することは理論上可能となる。しかしその分、5倍の容量の貯蔵タンクが必要だったり、原子炉内の腐食環境が悪化したりするなど、デメリットも大きい。そのあたりも勘案して、濃縮ウランの採用率は高水準を維持していると思われる。

濃縮ウランの製造は技術的難易度が非常に高く、96%以上の濃縮度を出せる企業は同社と米3Mをおいて他にない。以前は、軍事用途がメインではあるが生産能力の大きい米3Mが中国においても大きな存在感があったが、米中摩擦の激化により撤退し、現在は同社の競合相手は事実上存在しない。しかし、中国の国内に濃縮ウランの製造を行っている民間のメーカーが現れているという情報もあり、同社では今後の展開に注意を払っているとのこと。仮に濃縮度が同社と同レベルにまで上がっていないとしても、その分、量を増やせば中性子の制御に必要なボロン10の量は確保できるため、競争相手になり得る可能性はあるためだ。

中国の原子力発電事業者は、中国核工業集团公司（CNNC）、中国広核集团有限公司（CGN）、国家電力投資集团有限公司（SPIC）、華能集团有限公司（CHNG）の4機関である。これら4機関とは既に実績もあり、今後の新設計画に関しても同社は十分な交渉を重ねているとSIRでは推察している。前頁の「中国における建設中の原子力発電所」によれば、2026年に6基、2027年に7基、2028年に5基のグリッド接続が計画されている。従って、2025/3期以上に出荷量が増えることは容易に想像がつくが、右肩上がりが続くというよりは、時期的なでこぼこはあるにせよ、比較的安定した出荷量が継続していくと考えた方が現実的とSIRでは見ている。

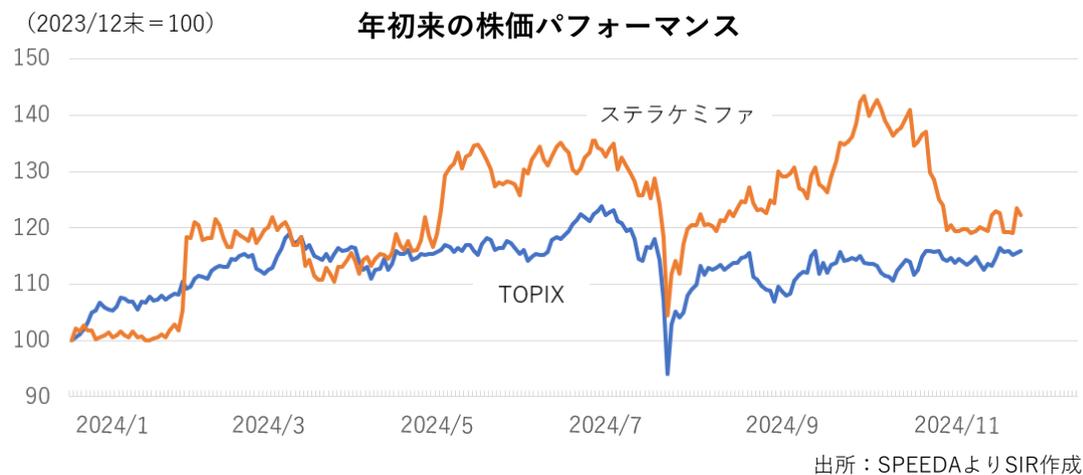
## 株主還元方針

2025/3期上期の有利子負債は、2024/3期に比べ488百万円減少した。2024年5月の決算説明会では「金利水準とのバランスを考慮しながら、有利子負債の有効活用も考えていく」との説明があっただけに、今回の決算でのサプライズの一つであった。ただ、同社に確認したところ、「たまたまタイミングの問題で一時的に減少しているだけで、財務戦略の方針に変更はない」とのことであった。ROEを向上させるために財務レバレッジを活用する方針にブレはないようだ。

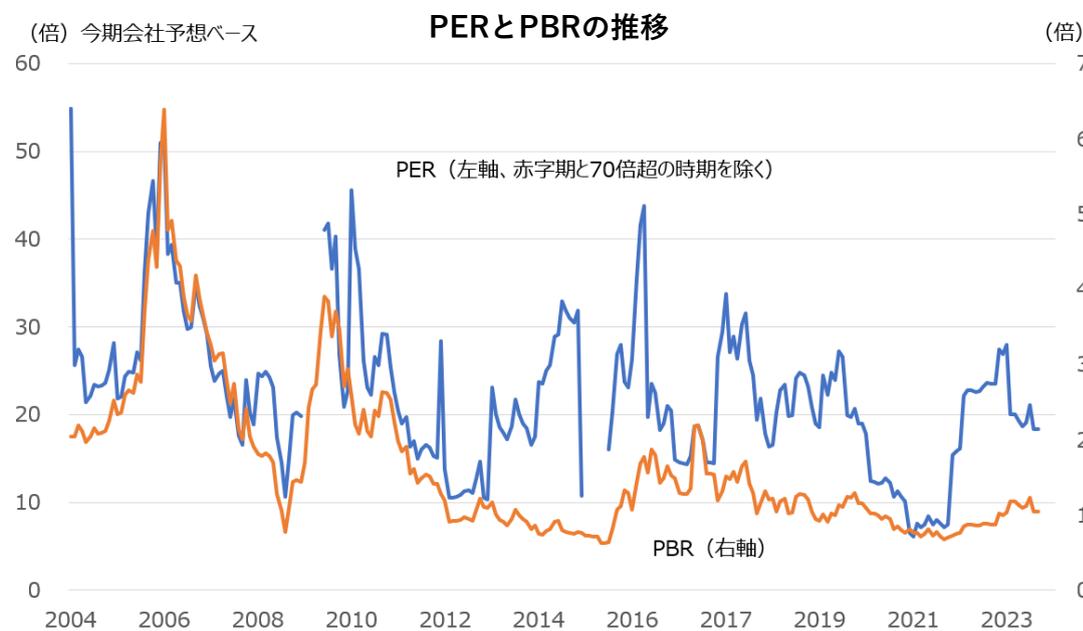
次期中期経営計画（2026/3～2028/3期）の株主還元方針については、今のところ未定とのこと。しかし同社では、前述のように資本コストや株価を意識した経営を推進しており、今後の事業戦略・収支計画を踏まえた上で、ROEのさらなる引き上げ、適切な財務戦略の実施を念頭にある程度の還元率を打ち出してくるものとSIRでは期待している。

株価インサイト

今年2月の配当予想の修正に関するお知らせと2024/3期決算で事業環境の改善が確認されたことを受け、同社株は2度急騰した。その後、8月以降はメモリーを中心に半導体の需要が徐々に高まる中、株価の水準を切り上げる局面が続いていた。しかし、同社が上期の決算を発表以降、株価は急落している。業績の進捗の割に、上方修正がなかったことが嫌気された可能性はある。また、高配当銘柄の減配リスクを警戒する流れに誤って引きずり込まれたという観測もあるかもしれない。しかし、今下期に隠れたコストアップ要因はなく、今後の市場動向によっては、上方修正の可能性は十分に考えられるため、ファンダメンタルズ上のリスクは比較的少ないとSIRでは考えている。



直近のバリュエーションはPERで18.3倍、PBRで1.04倍であり、決して割安とは言えないまでも、業績モメンタムを考慮すれば非常に魅力的な水準にあると思われる。「今後の国内半導体工場の設立ラッシュと原子力設備向け濃縮ホウ素の市場拡大、そして何よりも資本効率を意識した経営は、同社の収益レベルとフェアバリューの水準を押し上げる」というSIRの見方を引き続き踏襲したいと考えている。



注：赤字や収益水準が低い場合：赤字の期間（2009/4～2009/8）とPERが70倍を超える期間（2015/4～2015/9）の表示はグラフスケールの関係上省略している。

## LEGAL DISCLAIMER

### ディスクレームー／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や分析は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



**SESSAパートナーズ株式会社**

東京都港区麻布十番2-8-14 i-o Azabu 5a  
[info@sessapartners.co.jp](mailto:info@sessapartners.co.jp)