

ステラケミファ | 4109

東証プライム

AI需要追い風の再評価局面

サマリー

・会社概要：

ステラケミファ（以下、同社）は、創業110年を迎える老舗企業であり、フッ酸およびフッ素関連化合物の製造・販売において高い競争力を有している。特に半導体洗浄液として使用される高純度フッ酸の生産能力は世界首位と推定され、業界から高い評価を受けている。また、原子炉関連分野で使用される濃縮ホウ素の製造も手がけ、独自の市場的地位を確立している。産学連携を基盤とした研究開発力と、多様な顧客ニーズに応える技術営業力が同社の強みである。今後は半導体事業を中心に海外市場への販売強化をさらに進めるとともに、電子材料および一般製品向けの販路拡大による収益基盤の多角化を図っていく。さらに、資本効率経営への転換や株主還元を通じ、企業価値の向上を目指している。

・業績動向：

2026/3期通期連結業績は、半導体向け高純度薬品の堅調な需要を背景に、売上高36,799百万円（前年同期比1.4%増）、営業利益4,644百万円（同7.1%増）の増収増益となった。AI半導体向けやデータセンター関連の電子材料部門も大幅成長した一方、エネルギー部門は低調だった。2027/3期は、AI需要拡大や台湾市場の伸長を追い風に売上高39,100百万円（同6.3%増）、営業利益4,800百万円（同3.3%増）を計画するが、原材料高と価格転嫁のタイムラグが収益圧迫要因となる。

・株価インサイト：

生成AI用メモリー向けの成長期待から株価は再評価局面に入り、PBRは過去平均を上回る水準に達した。エネルギー部門では中国依存からの地域シフトを急ぐ一方、半導体やデータセンター向け需要が数量増を牽引している。着実な価格転嫁と米国供給体制の構築を推進し、「3年間累計での総還元性向100%以上」の還元策でROEを資本コスト以上に高めれば、中計目標の営業利益5,500百万円達成と共にバリュエーションの抜本的改善が期待される。

百万円、%、円	売上高	YoY	営業利益	YoY	経常利益	YoY	当期利益	YoY	EPS	DPS
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連	36,288	19.2	4,338	59.4	4,161	35.8	2,892	56.7	241.00	170.00
2026/3連	36,799	1.4	4,644	7.1	4,424	6.3	3,058	5.7	258.45	180.00
2027/3会予	39,100	6.3	4,800	3.3	4,900	10.7	3,400	11.2	278.55	180.00

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。

Full report



注目点：

生成AI向け半導体需要の拡大と国内外での半導体工場の新設が期待される一方、原材料価格の上昇や市場競争の激化が懸念される。同社は「真のグローバル企業」への変革を目指し、北米や台湾市場での拡販を進めるとともに、資本効率経営の強化によるROE向上を図っている。

主要指標

株価 (6/30)	6,580
52週高値 (26/6/9)	8,100
52週安値 (25/7/2)	3,860
10年間高値 (26/6/9)	8,100
10年間安値 (20/3/17)	2,065
発行済株式数 (百万株)	12.97
時価総額 (十億円)	85.36
企業価値 (十億円)	71.29
26/3 株主資本比率	74.6%
26/3 ROE	6.6%
27/3 PER (会予)	23.6X
26/3 PBR (実績)	1.68X
26/3 EV/EBITDA	9.5X
27/3 DY (会予)	2.7%

株価チャート(1年)



TradingView

アナリスト 渡辺 保隆

research@sessapartners.co.jp



会社概要・沿革

■ 概要サマリー

同社は創業110年を迎える老舗企業であり、フッ酸およびフッ素関連化合物の製造・販売を展開している。高品質な製品とサービスを通じて世界的な評価を獲得し、特に半導体洗浄液として使用される高純度フッ酸においては、生産能力の面で世界首位と推定される。また、世界でも限られた企業のみが製造可能な濃縮ホウ素を取り扱い、原子炉関連分野でユニークなポジションを確立している。これらの先端技術を支えるのは、産学連携を軸とした研究開発力と、多様な顧客ニーズに応える技術営業力である。

現在、原材料価格の上昇がリスク要因となっているが、同社は半導体事業における海外重点市場への販売強化を通じた成長加速を図り、さらに電子材料および一般製品向けの販路拡大による収益基盤の多角化を推進している。特に足元では、生成AIの普及を背景に、HBM（広帯域メモリ）^{*1}向けの超高純度フッ酸や、データセンター用タンタルコンデンサの原料となるフッ化カリウムの需要が拡大しており、次世代の成長エンジンとして存在感を高めている。加えて、2015年に橋本亜希社長が就任して以来、ノンコア事業の整理、政策株式の売却、株主還元といった資本効率向上を意識した経営改革を進め、企業価値の向上に向けた取り組みを着実に進展させている。

■ 沿革

同社の起源は1916年、大阪府堺市に橋本治三郎氏が創業した橋本升高堂製薬所に遡る。1930年にフッ素化合物の製造を開始し、1944年に橋本化成工業として法人化した。当初はガラス腐食薬品として用いられていたが、その機能性によりアルミ精錬の融剤やステンレス表面の酸化被膜処理など、産業用途が広がった。

同社のポジションを確立した要因として、1980年代以降の半導体産業の勃興と微細化技術の進展が挙げられる。この時期に高純度フッ酸の需要が拡大し、同社の技術力が高く評価された。また、1999年の上場は資本投資の拡充を可能にし、設備投資や研究開発への積極的な資金投入を通じて競争力の向上に貢献した。

2001年にはシンガポール政府の要請を受け、STELLA CHEMIFA SINGAPORE PTE. LTD.を設立し、高純度フッ酸やバッファードフッ酸^{*2}をASEAN市場で展開。2007年にはステラファーマ株式会社を設立し、ホウ素中性子捕捉療法^{*3}（以下、BNCT）事業を本格化させた。さらに2022年には同社を持分法適用関連会社に移行し、医療分野への展開を進めている。

1997年に社名を「ステラケミファ」に変更。「ステラ（STELLA）」はラテン語で「星」を意味し、「CHEMIFA」は「Chemical（化学）」と「Far（遠く）」を組み合わせた造語である。同社は、極めて高い毒性と腐食性を持つ製品を扱う企業として、品質と安全性、さらには社会的責任への高い意識を重視している。「健全で信頼される企業」を経営理念に掲げ、「技術の追求」「知恵と創造」を重んじ、「挑戦の精神」を企業文化としている。

*1: 複数のDRAMチップを垂直に積み重ねて接続した、超高速・大容量の次世代メモリ

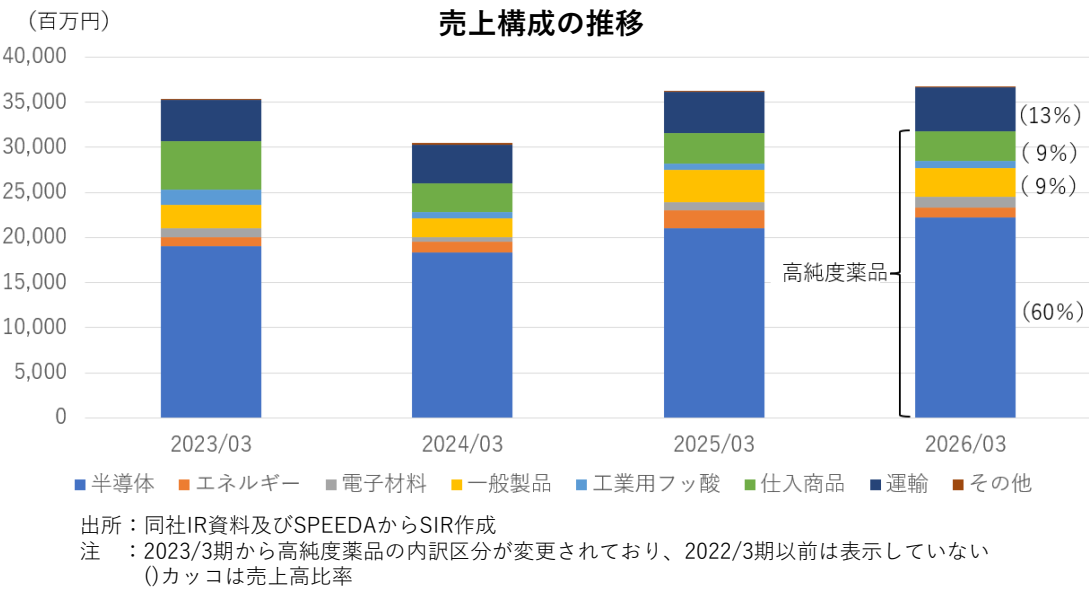
*2: 超高純度フッ酸と超高純度フッ化アンモニウムを任意の配合比で混合した薬液で、主に絶縁膜のエッチングや洗浄等の工程で用いられる

*3: 中性子とホウ素の核反応を利用したもので、正常細胞にほとんど損傷を与えず、がん細胞を選択的に破壊する治療法。BNCTはBoron Neutron Capture Therapyの頭文字を取ったもの。

ビジネスモデル

■ 事業内容

同社の事業セグメントは、半導体のエッチング・洗浄液を中心とする高純度薬品事業と他社品も含めた化学品を客先に届ける運輸事業で成り立っている。フッ酸は扱いが難しい所謂「危険物」であり、作ったそばから何でも溶かしてしまう、つまり不純物を生み出してしまう性質であることから、安全にかつ品質を保ったまま客先まで届ける運輸事業はこのビジネスにとって不可欠な機能と言える。



高純度薬品事業は以下の分類に分けられる。特に売上高の過半を占める半導体向けの高純度薬品は、収益性が高い一方で、業界特有の需要変動が大きく、同社の業績や株価に大きな影響を与える主要な要素となっている。

高純度薬品事業の内訳

半 導 体	・半導体や液晶パネルの製造工程におけるエッチング・洗浄用薬液の製造・販売
エ ネ ル ギ ー	・原子力関連施設やがん治療（BNCT）で使われる濃縮ホウ素（ボロン10）の製造・販売 ・各種二次電池の性能を向上させる材料の開発
電 子 材 料	・タンタルコンデンサーで使われるタンタル製造助剤の製造・販売 ・カメラ・ステッパー用レンズ原料などの製造・販売 ・少量生産段階の研究開発品の製造・販売 ・LEDに使われる蛍光体製造用原料や蛍光体の製造・販売
一 般 製 品	・様々な化学品や医薬品の中間体製造で使用する触媒の製造・販売 ・虫歯や歯肉炎の予防効果を持たせるための歯磨き用添加剤の製造・販売 ・その他のフッ素化合物の製造・販売
工 業 用 フ ッ 酸	・ステンレスの酸洗浄や液晶パネルの薄化などに使用されるフッ酸の製造・販売
仕 入 商 品	・仕入商品の販売

出所：同社IR資料

■ グループ体制

同社は、2000年代までは高純度フッ酸の原料である蛍石を輸入し、国内の工場ではフッ化水素を生産していた。しかし、蛍石に関する中国政府の関税政策変更により、中国でのフッ化水素の現地生産に切り替えた。そうした背景から、同社の原料調達を担っているのが運輸を含めた中国の高純度薬品事業の3子会社である。

持分法適用関連会社である中国衢州の北斗星化学新材料は、リチウムイオン二次電池用電解質^{*1}（六フッ化リン酸リチウム、以下、LiPF₆）の製造販売を行っている。LiPF₆はリチウムイオン二次電池の電解質として最も普及しているが、需給が悪化し過当競争に陥っており、こちらも現地生産に切り替えている。

当社および高純度薬品関連の関係会社

企業名（国内）	主な事業	出資比率	事業内容
ステラケミファ	高純度薬品	—	高純度薬品の製造販売
ブルーエクスプレス	運輸	100%	化学品の物流・倉庫保管・通関業
ブルーオートトラスト	その他	100%	自動車整備業・保険代理業

企業名（中国）	主な事業	出資比率	事業内容
浙江瑞星フッ化工業	高純度薬品	55%	高純度薬品の製造販売
星青国際貿易	高純度薬品	100%	高純度薬品の販売
星青国際貨物運輸代理	運輸	100%	化学品の物流・倉庫保管・通関業
衢州北斗星化学新材料	高純度薬品	34%	リチウムイオン二次電池用電解質の製造販売

企業名（シンガポール）	主な事業	出資比率	事業内容
STELLA CHEMIFA SINGAPORE	高純度薬品	100%	高純度薬品の製造販売
STELLA EXPRESS (SINGAPORE)	運輸	100%	高純度薬品の販売

出所：同社IR資料よりSIR作成

STELLA CHEMIFA SINGAPOREは、シンガポール政府の誘致により進出したもので、同国内向けにはメモリーメーカー大手を筆頭に各社に供給、さらに欧州、東南アジア諸国連合（ASEAN）に加え、台湾や米国市場をターゲットにしている。

企業名（国内）	主な事業	出資比率	事業内容
ステラファーマ	高純度薬品	38%	医薬品の開発・製造販売

持分法適用関連会社のステラファーマは、BNCTに使用されるホウ素医薬品の開発・製造販売を行う社内ベンチャーとして、2007年に設立された。以前は「メディカル事業」というセグメントを構成していたが、持ち株の一部を売却し2022年3月に連結子会社から持分法適用関連会社に異動、高純度薬品セグメントに含めるようになった。この経営判断の背景は、①ステラファーマのビジネスは、ステラケミファの化学事業とは法令やレギュレーションが異なる、②両社間での原材料取引以外の事業シナジー創出も無いこと、である。ちなみに、BNCTに必要な不可欠な原料の濃縮ホウ素は、親会社のステラケミファが国内で唯一その濃縮技術を有しており（もう一社は米3M）、ステラファーマはステラケミファから安定した供給を受けている。

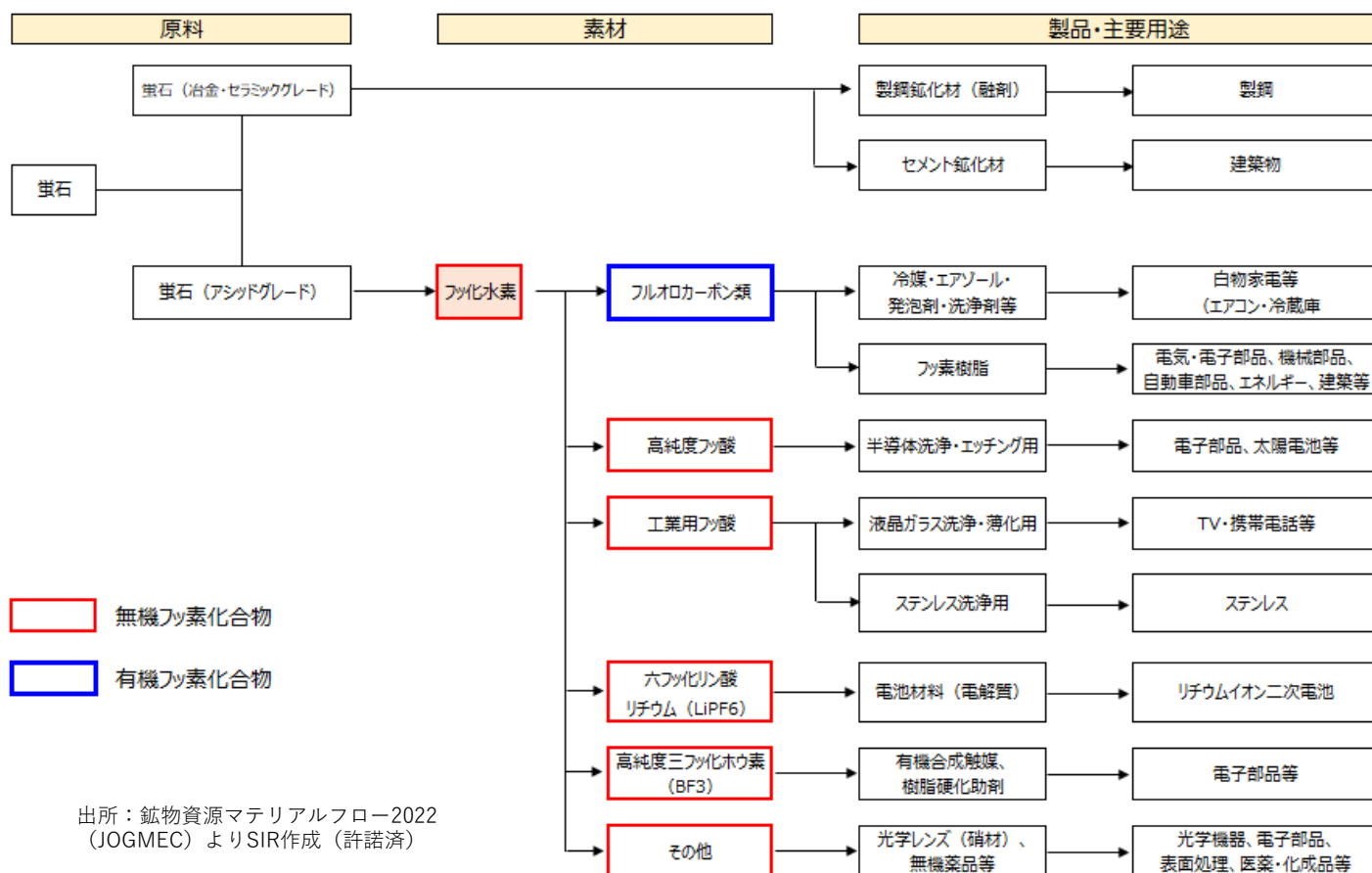
^{*1}: 正極と負極の間でリチウムイオンを輸送する物質で、電流を発生させるために必要な電池の材料

■ フッ酸とは

高純度フッ酸の原料である無水フッ酸（フッ化水素）は、水素とフッ素からなる無機化合物であり、無色の気体または液体（沸点19.54℃）である。これを水に溶解させたものがフッ酸（フッ化水素酸）であり、その激しい化学反応性は金や白金を除くほとんどの金属、さらには濃硫酸でも溶けないガラスをも溶かす。また、人体への毒性も極めて高く、適切な安全管理が求められる。

フッ化水素（化学式はHF）は全てのフッ素化合物製造の出発原料であり、冷媒としてのフロンガスやフライパンのフッ素加工などに使われるフッ素樹脂の原料になるほか、その水溶液であるフッ酸はガラスのつや消し加工、半導体や液晶のエッチング*1および洗浄剤*2、金属の酸洗浄といった用途に広く使用される重要な化学物質である。下図において、赤枠の部分が同社の関わる素材（原料・製品）で、無機フッ素化合物に分類される。一方、青枠のフロロカーボン類は有機フッ素化合物に分類される。

フッ素のマテリアルフロー



*1: 半導体の製造工程において、薬品やイオンの化学反応（腐食作用）を利用して、基板（ウエハー）上に形成した酸化膜などの薄膜を目的の形状に加工する表面加工法のこと

*2: 半導体製造工程で不純物を取り除くために使用される薬品で、半導体の表面から有機物や汚染物質、付着物（パーティクル）などの不要なものを除去する工程に使用されること

同社は、フッ素化合物に特化し、高品質な無機フッ素化合物を主力製品として提供している。その一方で、現在規制が検討されているPFAS（炭素とフッ素の結合を持つ有機フッ素化合物）*1については製造しておらず、これに関連するリスクを回避している点は投資家にとって重要である。同社の製品群は、フッ酸をはじめとする無機フッ素化合物に分類され、半導体産業を含む幅広い分野で使用されている。

無水フッ酸の原料である蛍石（アシッドグレード）は、主にフッ化カルシウム（ CaF_2 ）を97%以上含む鉱石である。この蛍石の生産量において、中国は世界全体の約60%を占めており、品位の高さと輸送コストの面で他国を大きく上回る競争力を有している。一方で、この偏重した供給構造は、日本にとってサプライチェーンの脆弱性を示すものでもある。

こうした状況を背景に、同社を含む業界各社では、メキシコをはじめとする無水フッ酸の調達先の多様化を模索している。同社はこの取り組みを通じて、安定的な原料調達と持続可能な事業モデルの構築を目指しており、今後さらなる成長が期待される。

■ 産業としてのフッ素化合物

フッ化水素は極めて強い毒性と腐食性を有し、取り扱いが困難である。そのため、フッ素化合物関連の製品への参入者は限られている。国内のフッ素化合物メーカーは、大きく有機フッ素化合物メーカーと無機フッ素化合物メーカーに分かれる。有機フッ素化合物メーカーには、ガラスメーカーや空調メーカーがあり、フロンやフッ素樹脂の製造を主に行っている。一方、同社をはじめとする無機フッ素化合物メーカーは、高純度フッ酸や関連製品を提供しており、両者は技術的に差別化されているため競合しない。

国内の高純度フッ酸市場における主要な競合は森田化学工業である。同社と同様に高純度フッ酸を専業とし、100年以上の歴史を持つ企業である。未上場のため詳細は不明だが、従業員数や総資産規模から推測すると、企業規模は同社の約3分の1程度とみられる。

有機・無機を含めたフッ素化合物の国内主要生産者

企業名	フッ化水素	フルオロ カーボン類	高純度 フッ酸	六フッ化 リン酸リチウム	高純度 三フッ化ホウ素
ステラケミファ			○		○
森田化学工業			○		
セントラル硝子	○				
AGC	○				
三菱マテリアル電子化成	○	○			
ダイキン工業		○			
三井・ケマーズ フロロケミカル		○			
関東電化工業				○	

出所：JOGMEC資料およびヒアリングによりSIR作成

*1: 4730種を超える有機フッ素化合物の総称。自然界で分解しにくく、水などに蓄積するほか、人への毒性も指摘されている。Per and poly FluoroAlkyl Substancesの略称。

三宝工場



北九州工場



■ 高純度薬品事業：半導体（2026/3期売上高222億円）

・高純度フッ酸とは

高純度フッ酸は、半導体の製造工程におけるシリコンウェハのウェットエッチングやウェット洗浄、液晶パネルの製造工程での洗浄など、極めて重要な工程で使用される薬品である。微細化技術の進展に伴い、これらの用途で使用される薬品には、微小なゴミや不純物を極限まで除去した非常に高い純度が求められる。特に12N以上（99.999999999%以上）の超高純度が必要とされるケースもあるが、用途によってはそこまでの純度が求められない場合もある。主要な製品として、超高純度フッ酸と超高純度バッファードフッ酸が挙げられる。

同社の競争力の核となる精製技術は、長年の技術開発とノウハウに支えられており、その最先端部分は厳重に管理されたトップシークレットである。また精製技術だけでなく、以下のようなトータルクリーンテクノロジーが必要と推察される。

- ✓ 高純度フッ酸中の微量不純物を定量する高度分析技術
- ✓ 高濃度フッ酸を汚染させずに調製、充填する技術

さらに、高純度フッ酸は強い腐食性を持つため、保管や輸送にも特殊なノウハウが必要であり、これが同事業の大きな参入障壁となっている。

・高純度フッ酸ビジネスにおける主な競合企業

現在、純度9N（99.9999999%）レベルの製品を製造する企業は中国を中心に多数存在している。しかし、ナノレベルの微細加工が求められる半導体向けの12N以上の高純度品を安定して供給できるメーカーは限られており、同社を筆頭にごく少数に留まる。

高純度フッ酸を供給できるメーカー

企業名	所在国	取引所コード	備考
森田化学工業	日本	非上場	1917年創業で、日本発のフッ酸の商業生産に成功
Soulbrain	韓国	036830 KRX	1994～2021年に同社と合併会社を経営、2026年2月に資本業務提携
ENFテクノロジー	韓国	102710 KRX	2010年から森田化学工業との合併でFEMテクノロジーズを経営
Sunlit Chemical	台湾	非上場	TSMCと同じく米フェニックス市北部で工場建設（2022年）
FDAC	台湾	非上場	ダイキンと台湾プラスチックの合併（1999年設立）
ハネウェル	米国	HON NAS	1906年設立の米多国籍企業の化学部門

出所：ヒアリングおよび各社HPよりSIR作成

2019年7月、経済産業省は韓国向け輸出管理の運用を見直し、高純度フッ酸を個別輸出許可申請の対象とした。この変更により輸出手続きが煩雑化し、韓国ユーザーにとって日本製品のプライオリティは大きく低下した。その後、包括輸出許可制度に戻されたものの、前述のプライオリティ低下により、発表前の出荷水準には戻っていない。減少したシェア分は、韓国や台湾、中国のメーカーが供給していると考えられる。

・高純度フッ酸ビジネスによる業績へのインパクト

従来の半導体製造装置ではバッチ式^{*1}が主流であり、半導体生産の稼働率が変動しても高純度フッ酸の出荷量には大きな影響がなかった。しかし、近年では枚葉式^{*2}の採用率が高まっており、半導体生産の稼働率と高純度フッ酸の出荷量が連動する傾向が強まっている。

同社の業績において、日本国内の半導体工場の建設投資計画が重要な指標となる。海外市場においても同様の傾向があるが、地場の部材メーカーは密なコミュニケーションが可能という点で優位性を持つ。1年前には「ラッシュ」との表現もあった半導体工場新設計画はややトーンダウンしてきているものの、高純度薬品事業の伸長に貢献することが期待される。

<2026年以降に稼働が予定されている国内の主な半導体工場の計画>

半導体メーカー	建設予定地	投資総額（およそ）	2026	2027	2028	2029
TSMC	熊本県菊陽町	3兆円	第1工場	第2工場		
マイクロン・テクノロジー	広島県東広島市	1.5兆円			HBM製造棟	
Rapidus	北海道千歳市	5兆円				
ソニーセミコンダクターソリューションズ	熊本県合志市	1,800億円				

出所：各種報道よりSIR作成 注：青色は稼働開始予想時期を表す

■高純度薬品事業：エネルギー（2026/3期売上高11.4億円）

エネルギー部門の事業の中核は、原子力関連施設向けに使用される濃縮ホウ素（ボロン10）の製造販売である。同社は、国内唯一の濃縮プラントを持ち、濃縮ホウ素の大量生産技術を日本で初めて確立した。この技術的優位性により、現在では海外市場を主なターゲットに事業を展開している。リチウムイオン二次電池向け添加剤の生産については、価格競争の激化による採算悪化を理由に休止中である。

濃縮ホウ素は、ホウ素の同位体であるボロン10の比率を高めたもので、中性子の吸収能力に優れる。この特性によって、主に原子炉制御棒や使用済み核燃料の貯蔵容器、中性子吸収材として利用されている。濃縮ホウ素の採用は、天然ホウ素を使用する場合の約1/5の量で同等の効果を発揮し、原子炉内の腐食環境の改善やホウ酸の貯蔵タンクの小型化を可能にする。また、緊急時に原子炉を停止させるためのホウ酸投入量が減少することから、環境や人体への影響を低減するメリットもある。こうした特徴が評価され、原子力関連施設における需要は底堅く推移している。

*1: 複数枚のウエハーをまとめて処理する方式

*2: ウエハーを1枚ずつ処理する方式

泉工場



2026/3期のエネルギー部門の売上高は、ほぼすべてが濃縮ホウ素によるもので、中国を中心とする海外の新規原発施設向けの出荷が大きく減少し、同44.7%減の1,135百万円となった。同社の濃縮ホウ素は、特に中国市場で高い採用率を誇っている。背景には、天然ホウ素と比較して濃縮ホウ素の利便性が圧倒的であること、また、米中摩擦の激化により米3Mが撤退したことで競合が減少したことが挙げられる。しかし、中国国内では民間メーカーが台頭しつつあり、競争環境の変化が潜在的なリスクとなっている。

濃縮ホウ素の需要は、原発の新設計画に大きく依存している。新設計画が頓挫しない限り、出荷は比較的安定しているものの、出荷タイミングは原発の試運転時に集中するため、売上が特定の時期に偏る傾向がある。また、輸出許可や発注元の工事進捗状況などの不確定要素も残る。これらの要因により、同社は期ズレリスクに敏感であり、今期も堅実な業績予想を立てている。

欧州市場では、フランスやイギリスを中心に原子力発電所の建設が再開されており、2030年代に向けて需要拡大が見込まれている。同社は、今後の中期計画において欧州市場でのシェア拡大を重要な課題と位置付けている。一方で、競合として挙げられる米3Mの子会社が欧州市場で存在感を示しており、慎重な戦略が求められる状況である。

■ 強み

同社は、フッ素化合物を主力製品とする事業領域において、業界内での参入障壁の高さを大きな強みとしている。この優位性の背景には、卓越した研究開発力と、顧客の多様なニーズを的確に把握し、高い要求水準に応える技術営業の存在がある。

研究開発力については、同社が半導体産業の黎明期から高純度薬品市場で高いシェアを維持してきたことが挙げられる。その礎を築いたのは、当時の経営者である技術畑出身の橋本道之助氏である。同氏の指揮のもと、研究開発への継続的な投資が行われ、これが競争優位性の確立に寄与した。さらに、同社は産学連携にも早くから積極的であり、東北大学との協力による半導体向け高純度薬液の開発や、大阪府立大学（現大阪公立大学）・京都大学との共同研究を通じたBNCT治療薬の開発といった取り組みを進めてきた。これにより、同社は時代を先取りした研究開発を実現し、現在の技術基盤を形作っている。

また、技術営業も同社の競争力を支える重要な要素である。同社が提供する高純度薬液は顧客ごとに異なる特注品であるため、営業活動は単なる販売に留まらず、顧客のニーズを引き出し、それを開発や製造部門にフィードバックしてソリューションを提供することが求められる。このため、同社では理系出身者を主体とした営業部隊を編成しており、研究開発部門と連携しながら顧客対応を行っている。さらに、年に一度開催される研究成果説明会では、研究開発の方向性や新製品開発の進捗状況を共有し、顧客との信頼関係を強化している。

財務分析

■ 収益構造

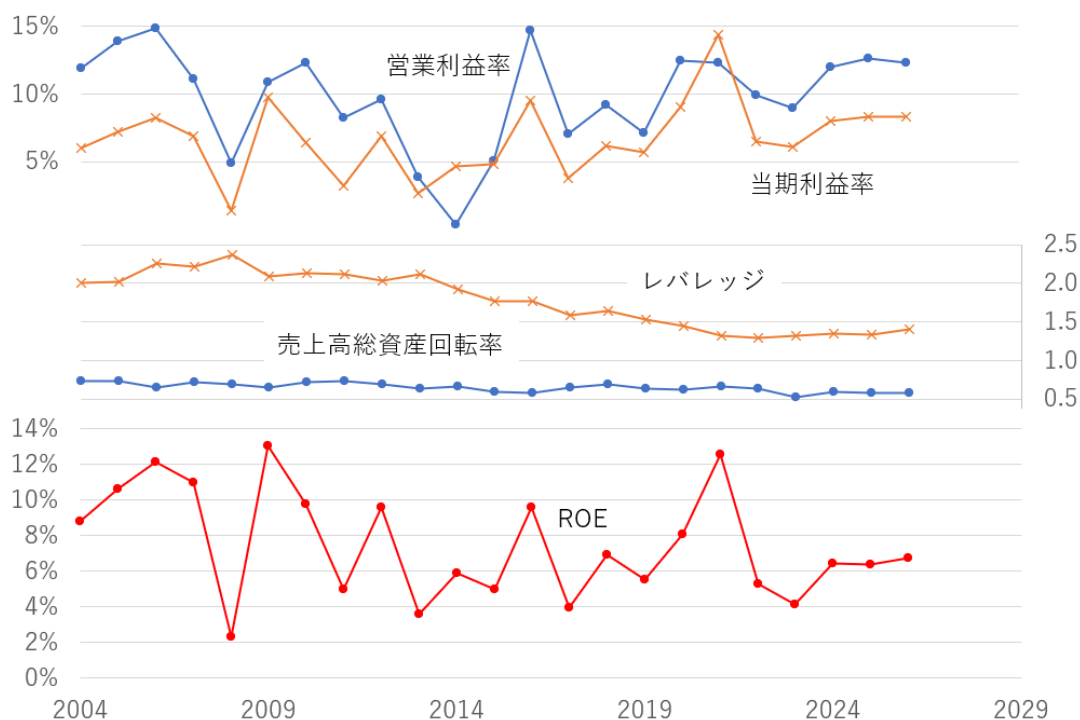
同社の収益構造は、その主力製品であるフッ酸の特性に起因する独自性を有している。フッ酸は極めて高い反応性と特徴的な毒性を持つため、取り扱いには高度な安全対策が求められる。このため、生産設備のみならず、保管容器や物流装置にも特殊な素材や構造が必要であり、これらを安全に運用するためのノウハウも欠かせない。こうした背景から、設備投資にかかるコストは必然的に大きくなり、同社の事業は資本集約型の構造となっている。売上高に対する減価償却費の比率（連結ベース）は過去5期の平均で8.1%に達し、電力業界に匹敵する高さを示している。

また、為替リスクへの対応も同社の収益構造における重要な要素である。同社は原材料として無水フッ酸を中国から輸入しており、その取引は米ドル建てと人民元建てで行われている。一方で、製品の輸出は主に円建てで行われるため、為替変動が収益に与える影響は無視できない。同社ではデリバティブを活用することで、為替リスクを適切にヘッジし、収益の安定性を確保している。

■ 財務トレンド

同社のROE（自己資本利益率）は、シリコンサイクルに強く影響される特徴を持つ。過去約20年間におけるROEの平均値は7.5%であるが、半導体市場の好不況に伴い、概ね上下±3%の範囲で推移している（標準偏差3.1%）。デュボンフォーミュラを用いてROEを分解すると、当期利益率の上昇が確認される一方で、財務レバレッジの低下によってその効果が相殺され、結果としてROEはほぼ横ばいの状態にあることが分かる。

ROE分解による財務トレンド分析



出所：SPEEDAよりSIR作成

資本集約的な同社のビジネスモデルには、売上高総資産回転率を大幅に引き上げる余地が少ないという構造的な制約がある。このため、ROEを向上させるには、収益性のさらなる改善と財務レバレッジの活用が不可欠である。同社もこれを課題として認識しており、2023年12月に「資本コストや株価を意識した経営の促進」に関する声明を発表している。その中で、「原材料価格や半導体市況の影響により、年度ごとの業績変動が大きく、安定的かつ継続的に資本コストを上回るリターンを確保することが難しい」との見解を示した。また、「売上高営業利益率や投下資本回転率の向上が重要な課題である」と明言している。

今後、同社がROEを安定的に向上させるためには、利益率を押し上げるためのコスト管理や製品ポートフォリオの最適化が求められる。さらに、財務レバレッジを計画的に活用しつつ、業績のボラティリティを抑えるリスク管理体制の強化も重要である。半導体市場の成長を追い風と捉え、これらの課題に取り組むことで、資本コストを上回る持続的なリターンを実現することが期待される。

業績動向

2026/3期通期連結業績は、売上高36,799百万円（同1.4%増）、営業利益4,644百万円（同7.1%増）と増収増益を確保した。高純度薬品事業では、半導体部門がAI需要を背景に売上高22,204百万円（同5.8%増）と堅調であり、AI半導体向けの需要等が数量増を牽引した。データセンター向け製品を中心に電子材料部門も同41.0%増と急成長を遂げている。一方、エネルギー部門は期初の想定ほど出荷が伸びず、売上高は1,135百万円（同44.7%減）と振るわなかった。利益面では原材料価格の高騰に対し、半導体や一般製品での価格転嫁が着実に進展したことで採算性が改善した。

2027/3期連結業績は、売上高39,100百万円（同6.3%増）、営業利益4,800百万円（同3.3%増）と増収増益を見込む。主力の半導体部門は、2026/3期Q4からの回復基調を背景に、AI半導体需要や台湾市場の伸長が牽引し売上高24,310百万円（同9.5%増）を計画している。電子材料部門もデータセンター向け需要の強含みが継続し、17.7%の大幅増収を想定する。一方、利益面では無水フッ化水素酸等の原材料高に対し価格転嫁を進めるものの、顧客との交渉サイクルに伴うタイムラグが利ザヤを一時的に圧縮するリスク要因となる。

2027/3期連結業績予想

(単位：百万円)	2026年3月期 実績	2027年3月期 予想	増減	増減率(%)
売上高	36,799	39,100	2,300	6.3
営業利益	4,644	4,800	155	3.3
経常利益	4,424	4,900	475	10.7
親会社株主に帰属する当期純利益	3,058	3,400	341	11.2
1株当たり当期純利益(円)	258.45	278.55	20.10	
配当金額(円)	180	180	—	
ROE(%)	6.6	7.0	0.4	
設備投資額	4,235	4,600	364	8.6
減価償却費	2,889	3,150	260	9.0
研究開発費	626	820	193	30.9

出所：同社IR資料より抜粋

中期経営計画

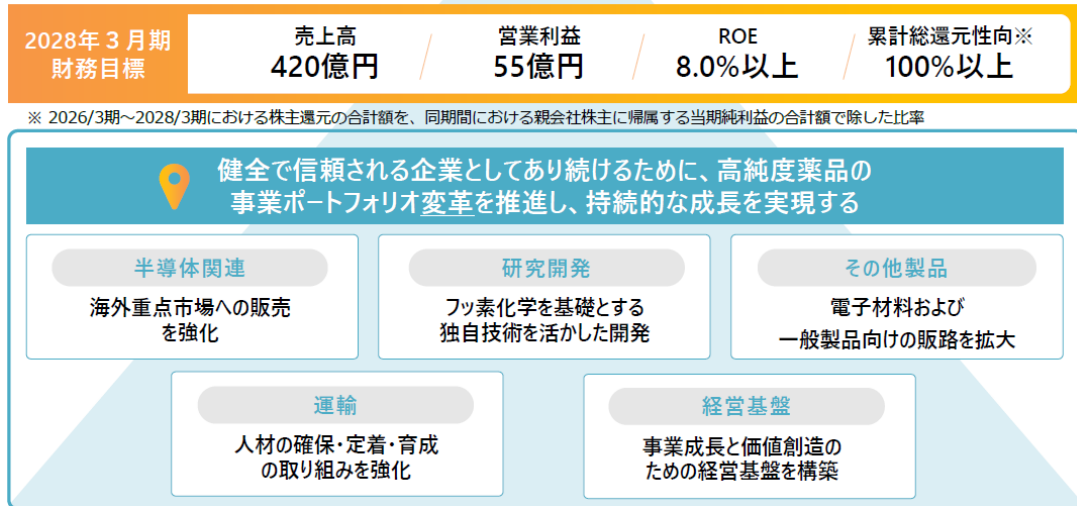
現在、同社は2026/3期から2028/3期までの3か年を対象とする「第4次中期経営計画」を推進中である。この計画は、前期に実施した基盤整備を土台とし、真の成長に向けた変革の時期として位置づけられている。具体的な取り組みとして、(1)半導体関連の海外市場への販売強化、(2)電子材料や一般製品向けの販路拡大、(3)独自技術を活用した研究開発の推進、(4)人材の確保と育成、(5)経営基盤の強化が掲げられている。

第4次中期経営計画において、同社は最終年度である2028/3期の売上高42,000百万円、営業利益5,500百万円、ROE8.0%以上とする目標の達成を目指している。計画期間中には、半導体関連の成長を中心に据える一方で、エネルギー部門やその他の事業領域にも注力していく方針である。また、株主還元については、「3年間累計で総還元性向100%以上」を目標とし、1株当たり年間170円を下限とする配当を規定している。この方針は、株主価値の向上と資本効率の改善を両立するための施策であり、3年間を通じて一貫した利益成長を実現するものの株主資本の増加は抑制するという姿勢を示している。

同社の成長戦略は、フッ素化学を基盤とした技術力を活かし、半導体関連の需要拡大に対応することで競争優位性を強化することにある。これに加え、デジタル化やESG対応の推進により、持続可能な事業運営を実現することを目指している。

第4次中期経営計画の基本方針

Beyond the Future ～変革の断行～



出所：同社IR資料より抜粋

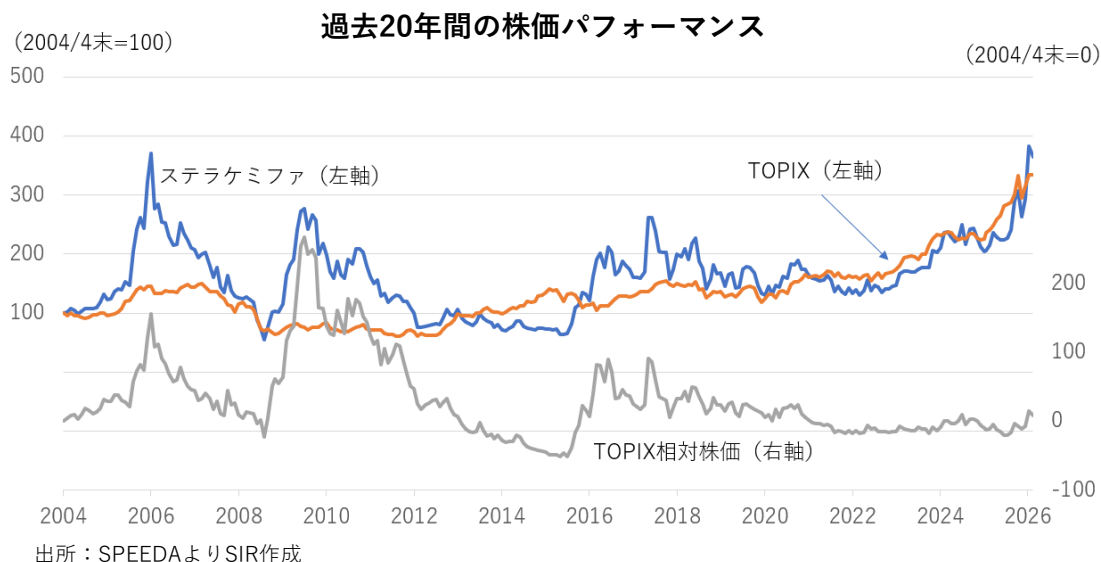
リスク

同社のビジネス・リスクとして最も大きな影響が懸念されるのが、主要原料であるフッ酸の調達難である。現在、高純度フッ酸の製造に必要な無水フッ酸の供給は、90%超を中国に依存している状況であり、地政学的な影響を受ける可能性が高い。事実、中国政府は2023年8月、レアメタルであるガリウムおよびゲルマニウムの輸出規制に踏み切った。同社は地政学リスク分散の観点から、欧州等からの調達パイプを拡大し、段階的に中国依存度を引き下げる方針であるが、品質や輸送コストの点から、コストへの悪影響は避けられないと考えられる。加えて、足元では無水フッ酸等の原料価格の急騰が続いており、顧客への価格転嫁における交渉のタイムラグが、短期的な利ザヤ圧縮を招くリスクには引き続き注視が必要である。

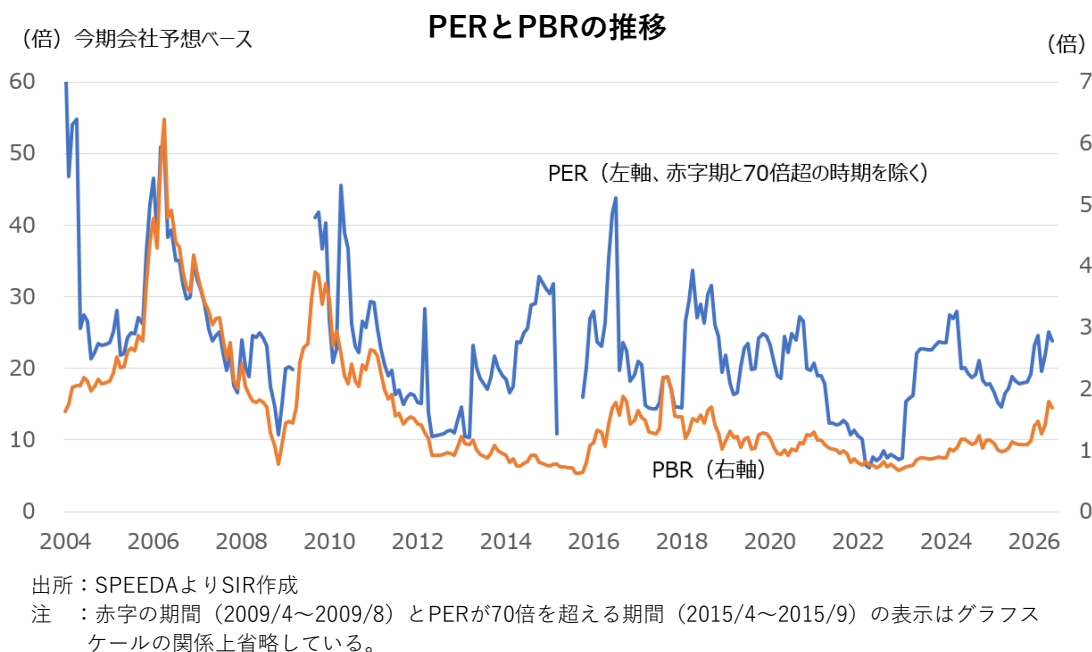
一方で、近年、建設が予定されている国内の半導体工場新增設計画は、国内シェアトップである同社にとって大きな追い風となることが期待される。特に国内新工場の本格稼働に向けた製品評価は着実に進展しており、増産・本格稼働局面に合わせて数量面での寄与が今期から段階的に顕在化する見通しである。原子力関連施設向け濃縮ホウ素（ボロン10）は需要の大半を占める中国でのローカルメーカーの台頭や政治的要因により、新規案件の獲得難度が上昇している。そのため同社は、中国一辺倒から欧州市場等への地域シフトを加速させ、ポートフォリオの転換を急いでいる。また、フッ化カリウムなどの電子材料は、AIデータセンター向けのタンタルコンデンサーが想定以上に需要が強含んで推移しており、懸念されていた積層セラミックコンデンサー（MLCC）への全面代替時期は今のところ見えない状況にある。

株価インサイト

2004年4月末を起点とした長期的な株価推移をTOPIXと比較すると、半導体投資サイクルに伴う変動を繰り返しながらも、全体としてはTOPIXと同等のパフォーマンスに収束している。同社の平均ROEが約7%台とTOPIX水準であることから、長期的には妥当な評価と言えるが、足元のROEは6.6%に留まっている。株価は一時、原材料価格の高騰やAI向け以外の半導体の需要低迷により伸び悩んだが、通期業績が増収増益を確保したことや、生成AI用メモリー向けの成長期待により、2026年初以来、再び市場の注目を集めている。



PBRについては、過去の3倍超という水準から低下し、直近では1倍近傍での推移が続いていた。これは資本蓄積によるレバレッジ低下に加え、第4次中期経営計画で掲げたROE8.0%以上という目標が、株主資本コスト（7.0～8.0%）を辛うじて上回る水準に設定されていることが一因と考えられる。しかし、年初以降の株価上昇により、足元のPBRは1.68倍と過去10年間の平均1.16倍を大きく超えてきている。

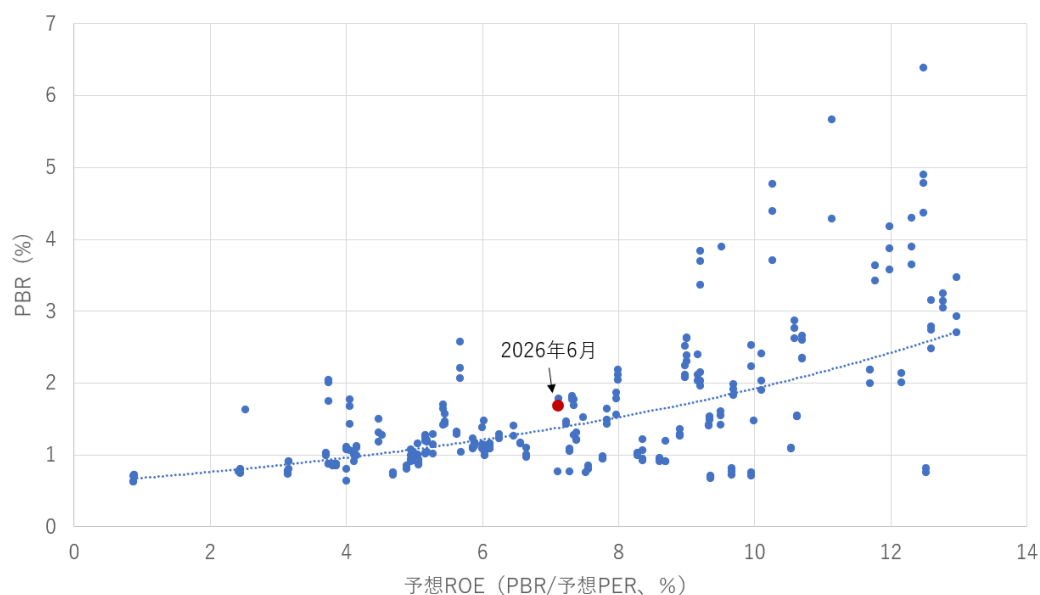


ビジネス環境を俯瞰すると、国内の半導体新工場の本格稼働に向けた製品評価が着実に進展しており、増産・本格稼働局面に合わせて数量面での寄与が今期から段階的に顕在化する見通しである。また、電子材料部門ではAIデータセンター向けのタンタルコンデンサー需要が想定以上に強含んで推移しており、MLCCへの代替懸念を払拭する勢いを見せている。一方で、エネルギー部門では中国市場におけるローカルメーカーの台頭や政治的要因により新規案件の獲得難度が上昇しており、同社は欧州市場等への地域シフトを加速させることでポートフォリオの転換を急いでいる。

PBR/ROE分析によれば、前述のようにPBRは過去の平均を超えて上昇しているが、計算資源の拡充に向けたAI・半導体向け投資は今後も継続する見通しである。業績の面では、無水フッ酸等の原材料高に対し、3～6か月のタイムラグを伴いながらも着実に販売価格への転嫁を進めており、収益構造の強化が図られている。また、米国における半導体メーカーの投資計画に合わせ、供給体制の構築を慎重に検討中であり、これが次なる成長の大きなカタリストとなる可能性がある。加えて、3か年累計で総還元性向100%以上を目指す積極的な還元姿勢は、エクイティコントロールを通じたROEの引き上げを企図したものである。

これら一連の施策を通じてROEを資本コスト以上に引き上げることができれば、中期経営計画の目標である営業利益5,500百万円の達成とともに、バリュエーション評価の抜本的な改善が期待される。

PBR/ROE分析



出所：SPEEDAよりSIR作成

注：赤字の期間（2009/4～2009/8）を除く2004/1以降を表示。

Appendix

損益計算書

決算期 百万円、%	2023/03期 通期	2024/03期 通期	2025/03期 通期	2026/03期 通期	2027/03期 会社予想
売上高合計	35,382	30,446	36,288	36,799	39,100
売上原価合計	27,972	24,000	28,031	28,218	
売上原価	27,972	23,999	28,031	28,218	
売上総利益	7,410	6,446	8,257	8,581	
売上総利益率	20.9	21.2	22.8	23.3	
販売費及び一般管理費	3,896	3,724	3,918	3,936	
営業利益	3,514	2,722	4,338	4,644	4,800
営業利益率	9.9	8.9	12.0	12.6	12.3
営業外収益	1,008	683	316	244	
受取利息配当金	37	81	109	89	
営業外費用	175	341	493	464	
支払利息割引料	32	30	39	74	
持分法投資損益- 営業外	329	-302	-393	-282	
経常利益	4,347	3,064	4,161	4,424	4,900
経常利益率	12.3	10.1	11.5	12.0	12.5
特別損益	-981	-451	63	-29	
特別利益	1,401	170	270	21	
特別損失	2,382	621	207	50	
税金等調整前当期純利益	3,366	2,613	4,224	4,395	
税引前利益率	9.5	8.6	11.6	11.9	
法人税等	1,383	777	1,352	1,349	
法人税等 - 当期分	1,426	741	1,278	1,401	
法人税等調整額 - 繰延分	-43	36	74	-52	
親会社株主に帰属する当期純利益	2,280	1,845	2,892	3,058	3,400
当期純利益	1,983	1,836	2,871	3,047	
非支配株主に帰属する当期純利益	-297	-9	-20	-11	
親会社株主に帰属する当期純利益	6.4	6.1	8.0	8.3	8.7

出所：SPEEDA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。

貸借対照表

百万円	2023/03期	2024/03期	2025/03期	2026/03期
資産合計	55,471	58,618	60,725	64,149
流動資産	28,615	29,002	29,839	28,929
現金同等物及び短期性有価証券	15,097	16,225	16,643	14,817
売上債権	7,069	6,774	7,119	7,333
その他短期金融資産	41	25	3	4
棚卸資産	5,496	5,475	5,616	6,372
貸倒引当金 - 流動	-14	-14	-15	-15
固定資産	26,856	29,615	30,886	35,219
有形固定資産	22,625	25,426	26,658	28,441
無形固定資産	261	149	42	69
のれん				
投資その他の資産	3,970	4,039	4,186	6,708
投資有価証券(関係会社含む)	3,055	3,019	3,163	5,595
負債合計	12,309	14,116	15,732	16,087
流動負債	8,894	8,890	9,784	9,085
買入債務	2,268	1,966	2,500	2,699
未払金・未払費用	2,391	2,312	2,093	1,887
短期借入債務	2,893	3,019	2,993	2,684
短期借入金（リース債務含む）	1,920	2,000	2,000	1,600
一年内返済の長期借入債務	973	1,019	993	1,084
固定負債	3,414	5,226	5,948	7,002
長期借入債務	1,243	2,098	2,566	2,871
退職給付/給与引当金	984	999	1,008	1,038
資産除去債務 - 固定	689	719	754	1,111
純資産合計	43,162	44,501	44,992	48,061
株主資本等合計	42,924	44,261	44,752	47,825
株主資本	41,536	42,324	42,053	45,189
資本金	4,829	4,829	4,829	4,829
資本剰余金	8,793	8,797	8,760	9,748
利益剰余金	30,904	31,655	31,734	32,759
自己株式	-2,991	-2,957	-3,271	-2,148
評価・換算差額	1,339	1,936	2,699	2,635
その他有価証券評価差額金	42	110	103	-228
為替換算調整	1,296	1,826	2,595	2,863
新株予約権	48			
非支配株主持分	238	240	240	236

出所：SPEEDA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。

キャッシュフロー計算書

百万円	2023/03期	2024/03期	2025/03期	2026/03期
営業活動によるキャッシュフロー	5,634	6,542	7,115	6,009
減価償却費及び正ののれん償却費	2,593	2,768	2,812	2,889
有価証券及び投資有価証券売却損	-1,258			
関係会社株式売却損益				
有形固定資産売却損益	441	156	10	28
利息及び配当金の受取額 - 営業CF	682	81	110	643
利息の支払額 - 営業CF	-32	-30	-38	-80
投資活動によるキャッシュフロー	-3,281	-5,831	-4,324	-8,162
有価証券及び投資有価証券の取得	-2	-2	-152	-3,603
有価証券及び投資有価証券の売却	1,295			
関係会社株式の取得				
関係会社株式の売却				
形固定資産の取得及び売却	-4,567	-5,840	-4,159	-4,539
無形固定資産の取得及び売却	-2	-3	-4	-9
財務活動によるキャッシュフロー	-3,717	-141	-2,828	151
短期借入による収入		80		
短期借入金返済				-400
長期債務の増加		2,100	1,500	1,700
長期債務の返済	-1,494	-1,175	-1,053	-1,118
株式の発行				2,058
株式の償還及び消却	-1,348	0	-1,045	0
支払配当金	-825	-1,092	-2,177	-2,030
現金及び現金同等物に係る換算差	554	549	394	146
現金及び現金同等物の増加額	-810	1,118	356	-1,855
現金及び現金同等物期首残高	15,538	14,728	15,846	16,203
現金及び現金同等物期末残高	14,728	15,846	16,203	14,347
フリーキャッシュフロー	2,353	711	2,791	-2,153

出所：SPEEDA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。

LEGAL DISCLAIMER

ディスクレーム／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