

株式会社きんでん
取締役会御中

2023年10月4日

企業価値向上施策ご提言書

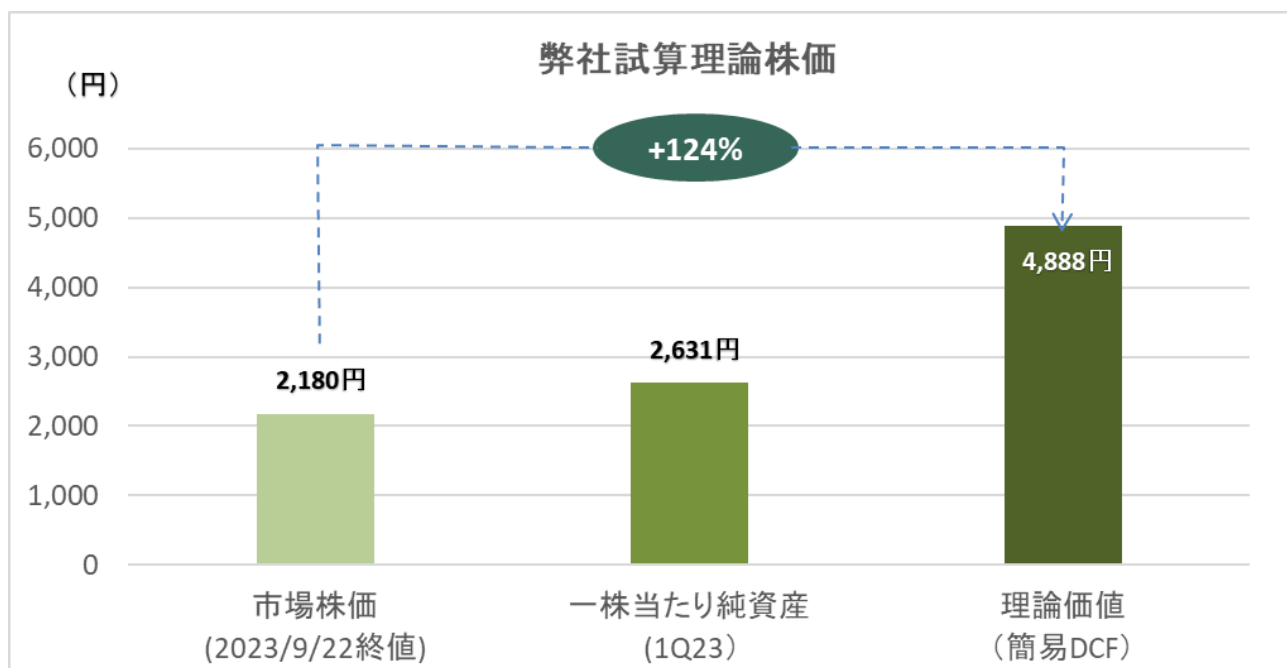
目次

1. 弊社の考える貴社の理論的企業価値について
2. 貴社の同業・市場全体との比較
3. 弊社からのご提言
4. 株主資本の削減に取り組んだ企業の先行事例

1. 弊社の考える貴社の理論的企業価値について

先ず私どもの考える貴社の理論的企業価値についてご説明させていただきます。単純な前提を置いた私どもの簡易 DCF（割引現在価値）計算によれば、貴社株価は 4,888 円超となっても全くおかしくないと言える状況にあり、足許の株価との乖離は 124%程度に至ります。

図1：理論的株価の試算



(出所：Bloomberg より Hibiki 作成。詳細な計算は Appendix1.ご参照)

計算に用いる簡易 DCF では、企業が自然体で安定的に創出できるフリーキャッシュフロー (FCF)、成長率、割引率 (WACC=加重平均資本コスト) のみに着目し、敢えて簡易に企業価値を試算しております。この方法での計算上、前提とする貴社の FCF は 350 億円、永久成長率は 0%、WACC は 5.0%としております¹。「FCF350 億円」という数字は、過去 5 年間の貴社の FCF の平均水準を基に計算しております。また、永久成長率及び資本コスト (WACC) をそれぞれ 0%、5%としている点は、投資家の間でも議論が分かれる部分ですが、弊社では恣意的な調整をせず、資本資産理論 (CAPM) をもとに算出しております。

2023 年 9 月 22 日の株価は 2,180 円であり、私どもの上記前提の理論株価と比較して、市場評価が著しく低く、弊社のようなバリュー投資家には魅力的な投資機会である一方で、大変もったいないことであると感じ、今後は皆様と共に貴社の潜在価値をどのように世に示し、適切な評価を得られるかを模索して参りたく、本書簡のご送付に至りました。

2. 貴社の同業・市場全体との比較

貴社の競合他社と財務指標や株価評価を比較した以下の図 2 を御覧ください。貴社を一番上に配置した上で、財務 (過剰) 健全性の順序で配列しております。

図 2 : サブコン売上上位 15 社の財務・株価指標 (2022 年度ベース)

(単位: 百万円、%)

サブコン売上 上位15社	総資産	純資産	A		B		C		D=A+B+C		D÷ 総資産	当期 利益率	PBR (倍)	標準化 ROE	22年度 売上高 (単位: 億円)
			有価 証券等	投資有価 証券等	現金 同等物	現金 証券等 合計									
きんでん	742,841	532,713	172,702	122,189	45,361	340,252	45.8%	4.7%	0.84	5.2%	6,091				
中電工	272,514	202,069	18,237	94,433	18,793	131,463	48.2%	-3.7%	0.68	-3.2%	1,890				
住友電設	162,587	99,618	--	18,260	54,770	73,030	44.9%	5.4%	1.06	10.0%	1,751				
三機工	172,305	90,913	4,000	27,059	24,949	56,008	32.8%	3.0%	0.99	4.6%	1,909				
高砂熱	313,391	147,165	--	27,799	71,541	99,340	31.7%	3.6%	1.35	8.9%	3,388				
大気社	237,105	131,992	--	25,893	46,909	72,802	30.7%	3.7%	1.21	6.6%	2,148				
九電工	446,410	263,017	--	64,494	66,840	131,334	29.4%	6.7%	1.28	9.8%	3,958				
ダイダン	148,544	82,424	--	15,216	25,379	40,595	27.3%	3.6%	0.79	7.8%	1,860				
関電工	487,828	308,457	2,299	51,703	60,779	114,781	23.5%	3.9%	0.93	7.6%	5,416				
ユアテック	221,400	134,488	--	11,367	35,947	47,314	21.4%	2.9%	0.52	5.0%	2,274				
トーエネック	300,172	117,193	--	28,405	30,101	58,506	19.5%	-2.4%	0.68	2.0%	2,321				
レイズネクスト	114,168	83,283	--	4,268	17,802	22,070	19.3%	5.5%	1.01	9.5%	1,401				
エクシオG	577,941	307,941	263	32,819	51,184	84,266	14.6%	3.5%	1.11	6.5%	6,276				
コムシスHD	502,133	346,725	--	25,454	41,367	66,821	13.3%	3.4%	1.13	5.7%	5,633				
ミライトワン	436,752	254,305	--	17,833	32,439	50,272	11.5%	3.1%	0.78	5.8%	4,840				
15社平均							27.6%	3.1%	0.96	6.1%	3,410				
15社中央値							27.3%	3.6%	0.99	6.5%	2,321				
TOPIX								6.0%	1.35	8.7%	2,424				

※標準化ROEは(直近12カ月一時的損益を除く純利益 / 当期と前期の普通株式資本の平均)*100

(出所: Bloomberg より Hibiki 作成)

¹ 詳細な計算式は Appendix 1 をご覧ください

貴社は過去より、同業平均より一貫して高い利益率をあげられており、これはトータルソリューションを提供できることによる高い特命受注割合 38%²によるもので、競争優位性を有しておられると弊社は考えております。しかし、他方で、貴社のバランスシートの使い方に対し、私どもは問題意識を抱いております。22年度末で3,352億円の資産が事業への投資に回されないまま、有価証券等として資産が固定化されている状況にあります。その額は総資産の46%、純資産の64%にも相当し、平均的な上場企業に比べて極めて高い水準にあります。

先日弊社より貴社にも送付後、一般公開いたしました株式持ち合いに関する6つの提言も改めて御覧いただきたく存じますが、本提言書ではインスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ社（ISS）が“Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations”（「ISS」）に定めた持ち合いに関するポリシーに関する文章をそのまま下記引用させていただきます。

「資本の非効率的な配分や資本の空洞化など株式持ち合いに起因する問題は、日本のコーポレートガバナンス上最も大きな問題だと考えられています。日本では事業上の関係維持のため、顧客、調達先、借入先などの他の企業の株式を純投資以外の目的で保有する慣習が広く見られます。株式持ち合いのために投入された資本は、本業の設備投資、事業買収、配当や自社株式取得などに充当することができず、株式を持ち合う行為は株主の長期的な利益に反する懸念があります。さらに常に会社提案議案に賛成する一方で株主提案には反対するように議決権が行使されるため、市場による規律の低下が懸念されます。また、政策保有株式の保有は資本生産性の低下を招くことがあります。資本生産性の低さが、数十年にわたる日本の株式投資の収益性の低さに影響しているとも指摘されます。」³

23/3期の貴社有価証券報告書のp.104-105によりますと、貴社は投資有価証券の項目にて株式を802億円、純資産の15%相当を保有しています。貴社は顧客が分散されている上、大半は一方的に貴社のみが株式を保有しており、本質的なことを煎じ詰めると、保有による協業や事業上のメリットは薄いと推察されます。CGコードで保有解消を理由に取引に影響を与えることが禁止されている⁴今こそ、保有を解消するべきだと考えています。2018年6月の貴社の株主総会での取締役メンバーの平均再任賛成比率は95.5%と高かったものの、近年は低下傾向にあり今年の総会においては84.3%でした。これは貴社のバランスシートマネジメントの考え方に対する（主に）機関投資家株主の懸念が大きくなってきていることの顕れであろうと感じております。今後、ISS等の大手議決権行使助言会社の推奨方針に則る機関投資家がさらに増加してくると予想され、政策保有さらには有価証券などの保有削減方針を明確に打ち出すなどしない場合には賛成率が更に低下することが予想されます。加えて申

² 関西電力からの受注は請負契約のため含まず

³ <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/asiapacific/Japan-Voting-Guidelines-Japanese.pdf>

⁴ コーポレート・ガバナンス・コード原則1-4

し上げると、貴社は有価証券・投資有価証券の内、譲渡性預金で 1,350 億円を運用されており、現在のようなインフレ環境下における定期預金のような低金利では資産価値は目減りしてしまう一方であり、そのような資産効率性を考慮しない経営によって現在まで続く低 ROE につながっており、利益率が高い事業にも関わらず低 PBR に留まっている理由となっていると私どもは捉えています。本質的な事業価値とは違うところで、換金性の高い資産が逆に株価の評価を下げているのです。

3. 弊社からのご提言

そこで、この課題提起を元に、以下 2 つの提言をさせていただきます。

ご提言 1：買収・合併を駆使し成長戦略を描く

貴社は電設・空調・通信工事のサブコンと呼ばれる企業群の中で、22 年度売上高ではエクシオ G に次ぐ 2 位の規模となるまで成長を遂げており、今後も堅調な業況が見込まれるものの、長期で見ると、今後も過去同様に市場が拡大していくか予断を許さない状況でもあると思料致します。そのような中、貴社は元々の地盤である近畿地方から、関東地方にまで拡大し、同地域が売上高の 21%を稼ぐようになる（23/3 期）など、面による拡大を図ってきました。しかし、関東地方は競争が特に激しく利益率が厳しいことや、関東以外においても営業所網が薄く、交通費等の経費も余計にかかることから、利益率においては地盤の近畿地方には劣っています。

弊社の調査によると、消火・衛生設備工事を除くサブコンという範疇の上場企業だけでも 47 社存在し（Appendix3 参照）、利益率も横並びのような状況になっております。業界全体の人材の高齢化や人材獲得の難易度自体が高まる中、コロナ禍では受注採算が悪化し赤字を計上する企業も目立ちました。受注請負型産業における買収・合併は、規模に比例して受注獲得可能性が上がる訳ではない、という既成概念から、実現に消極的な見解も業界内にあるかと存じますが、貴社にとって地域的や事業領域で補完関係にあり、相互メリットが図れる企業は依然多いと私どもは考えます。また、被買収企業においても、業界最大手企業（＝貴社）の受注力、技術力や案件管理能力を享受でき、拠点の統廃合でコストの効率化も図れることから、その恩恵は株主だけでなく、そこで仕事をされている従業員の皆様にとっても大きいものとなるのでは、と考えます。

現中期経営計画（中計）においても、総合設備業としてのコア事業「一般電気・環境関連・情報通信・内装の継続強化・拡大」と記載はありますが、依然きんでんの単体では配電・一般電気工事が受注高の約 8 割を占め、情報・環境・空調はまだ弱いと言わざるを得ません。自前主義による人員拡大によって成長してきた歴史があるのは承知しておりますが、他領域でのプレゼンスを引き上げるための M&A への資金投下は、例えば、譲渡性預金

よりもはるかに合理的ではないでしょうか。つい先日、最終的には「同意ある」買収との決着を見ましたが、永守氏率いるニデック（株）の（株）TAKISAWA への「同意なき」TOBの発表は、日本も過去の「なれ合い」のルールから脱却すべき時代に入ったことを意味しています。

また、バランスシートを筋肉質にし、株価が市場で評価された場合には、上場企業同士の株式交換や株式移転による M&A において（相手との相対的な株価評価の差を享受することで）極めて有利であることは言わずと知れたことかと存じます⁵。株価を十分な評価に保つことは、買収防衛の最善の手段であるばかりでなく、他社との合従連衡などを行う際の戦略的優位性のオプションを拡大する上で極めて大切な要素なのです。

是非とも貴社には電気設備工事最大手として、後発分野である空調や通信工事分野での企業を上手に仲間に入れてくれることで、より総合的なサービスを提供できる企業へと進化していただきたくこのような提言をさせていただきました。その付加価値の向上が、ゆくゆくは利益率の向上、そして企業価値の向上に繋がっていくものと私どもは確信しております。

しかし、それだけでは、片手落ちであると感じております。また、M&A は相手とのご縁もあり、時間もかかる長期戦ともいえる戦略であるからこそ、その時間軸を埋めつつ株主や投資家を自社に引き込む上で提言 2 と合わせてご検討いただきたく存じます。

ご提言 2：株主還元施策の変更とそのご開示

ROE の継続的な向上のために総還元性向 150%を継続し株主資本の「意図した圧縮」の方針を打ち出して頂きたく存じます。貴社は過去 10 年で ROE 計算式である「純利益/株主資本」における分子の純利益を 2.93 倍にまで増加させ ROE の向上を実現してきました。しかしその間、分母である株主資本も 1.53 倍増加し、ROE の上昇は物足りない水準にとどまりました。売上の増加は 1.24 倍に留まるため、株主資本の増加は事業拡大以上のペースで増加したと言えるでしょう。

貴社の株主資本等変動計算書は「配当、自社株の取得、自社株の処分、当期純利益、株主資本以外の項目の当期変動額（影響は軽微）」の 5 つの項目で構成され、還元方針は配当性向 30%を基本としているため当期純利益の 70%は毎期積み上がってしまいます。総還元性向 100%であっても株主資本は横ばいにしかならず、ROE 向上のために分母の株主資本圧縮を行うには 100%以上の還元が必要となります。

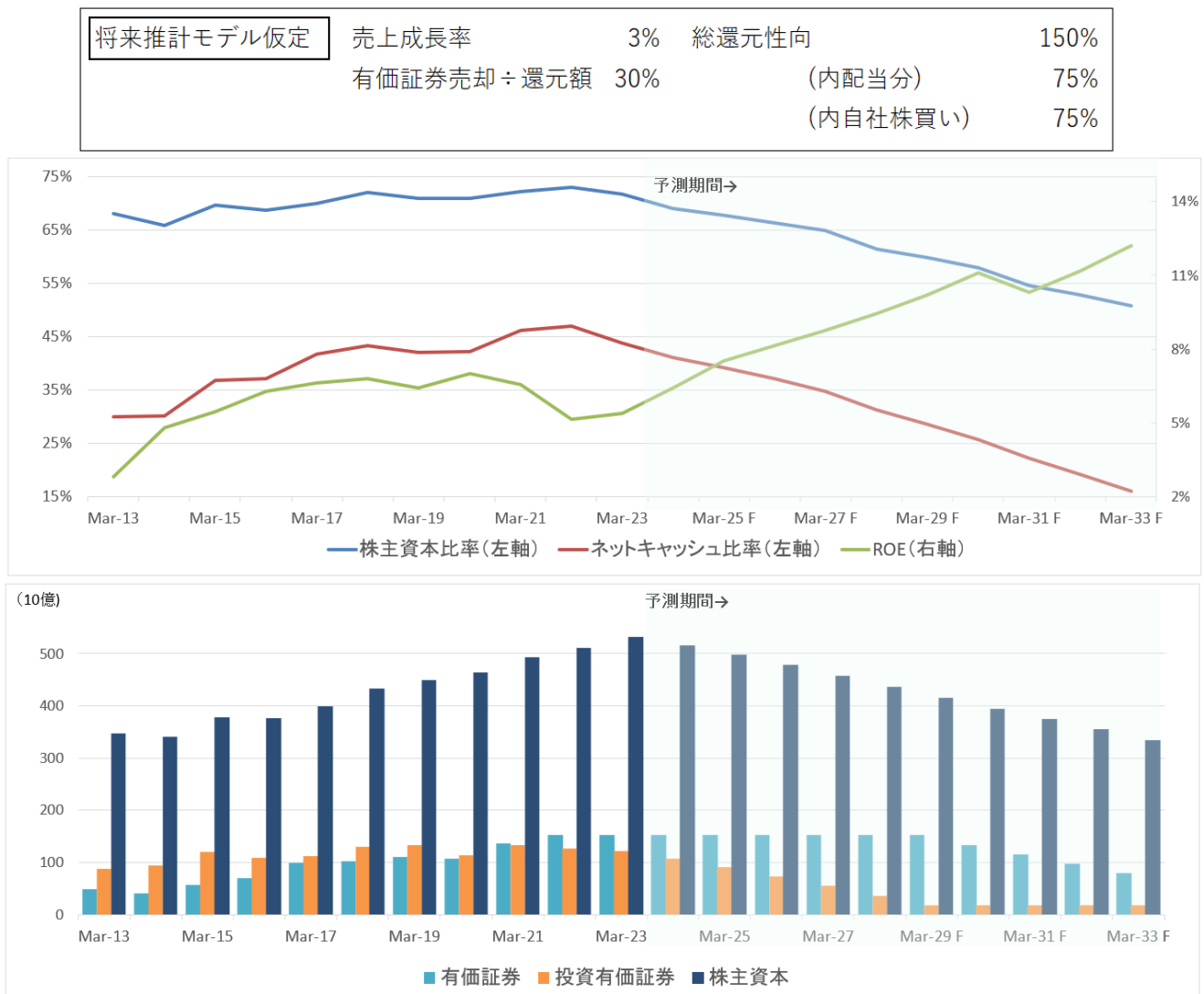
150%還元の 10 年間継続は、言葉だけ捉えると極めて非現実的と捉えられる可能性があります。貴社の現在のバランスシート状況を鑑みると全く無理がなく実行可能であり、反対

⁵ この点については、[2022 年 8 月 - 全国保証宛て書簡](#)のセクション 3 に詳しく説明をさせていただいております

に ROE を本質的に、そして継続的に少しずつでも高めていく上で、このレベルでのご覚悟が必要になると考えます。以下、(A) 実行可能性と、(B)ROE の試算、に分けてご説明させていただきます。

先ず、(A) 実行可能性についてです。貴社は 23 年 3 月末においてネットキャッシュが総資産の 44%を占めております⁶。総資産に占める現預金水準の過去 5 年平均である 7%に相当する現預金で事業運営が可能だと仮定すると、ネットキャッシュ比率が 10%まで低下しても実質無借金状態で事業運営が可能と考えることができます。下図 3 のネットキャッシュ比率（左軸）をご覧いただくと、150%還元を継続した場合、有価証券や投資有価証券を中心に売却することで、ネットキャッシュ比率は 2033/3 期に 16%まで低下するものの、それでも現在の現預金比率の 2 倍以上であり、財務健全性の観点からすると全く問題ないレベルにあります。

図 3：株主還元強化の財務シミュレーション



⁶ ネットキャッシュ比率 = (現預金 + 有価証券 + 投資有価証券 + 預け金 - 有利子負債) ÷ 総資産

(出典: 貴社開示資料、Bloomberg より Hibiki 作成)

次に、(B)ROE の試算ですが、株主資本圧縮によって ROE がどの程度変化するか、下図 4 をご覧ください。こちらは縦軸に総還元性向、横軸に毎年の売上成長率をとった ROE (左の表) と株価 (右の表) の試算表です。サブコン業界では ROE と PBR の相関が高く (Appendix2 参照)、ROE の向上は市場からの評価を引き上げるには必須とっていいでしょう。3%成長前提で 150%還元を継続したとしても、漸く 10 年後に現在の 5%台から 13%台に改善する計算となります (図 4 橙色 〇 部分)⁷。ゼロ成長前提の場合は、ROE は 10%に届かないという計算で、還元性向 150%でもまだ十分ともいえない結果となり、やはり成長戦略との「掛け合わせ」が重要であることも分かります。

また、将来の試算 EPS に対して過去 5 年平均の PER 倍率である 12 倍を掛け合わせて試算された株価については 5,069 円 (図 4 青色 〇 部分) となります (現在の PER 倍率は 15 倍なので非常に保守的な前提)。この試算株価は 9 月 22 日の株価 2,180 円の約 2.3 倍です。尚、この前提において 2033/3 期の当期利益は現在の当期利益の 1.4 倍の 408 億円と試算されますが、自社株買いにより発行済み株数が現在の 205 百万株から、99 百万株に 51% 低下することで一株当たりの価値が増える効果 (パイが変わらずとも分ける数が減少) が顕在化することは、実は「一株単位」で価値を考える株主にとって極めて大切な部分となります。

図 4：年売上成長率と総還元性向に応じた 2032 年度の ROE と株価の試算

2033/3 株価試算表		年売上成長率					2033/3 株価試算表		年売上成長率				
		95%	100%	103%	105%	107%			95%	100%	103%	105%	107%
総還元性向	30%	2.6%	4.1%	5.3%	6.2%	7.2%	総還元性向	30%	1,243	2,116	2,897	3,562	4,368
	50%	2.9%	4.6%	5.9%	7.0%	8.3%		50%	1,382	2,361	3,240	3,989	4,898
	75%	3.3%	5.3%	7.1%	8.5%	10.1%		75%	1,586	2,720	3,743	4,617	5,681
	100%	3.8%	6.4%	8.7%	9.7%	11.8%		100%	1,828	3,151	4,348	4,873	5,993
	125%	4.5%	7.0%	10.0%	12.6%	16.0%		125%	2,119	3,222	4,447	5,520	6,838
	150%	4.7%	8.9%	13.4%	18.0%	24.5%		150%	2,091	3,632	5,069	6,314	7,845

※総還元性向の内、配当性向と自社株買いを半分ずつ行うと仮定。PER12倍 (過去 5 年平均採用)

(出所: Bloomberg より Hibiki 作成)

⁷ 29 年度～31 年度における ROE の上下動は、投資有価証券の売却の含み益顕在化による利益率の変動。

4. 株主資本の削減に取り組んだ企業の先行事例 - 東洋製缶 GHD

ご紹介させていただきます東洋製缶 GHD は私どもの投資先でもあり、直近で非常に大きな変革を遂げられた会社でもあるため、業界は違えども、資本市場との対話に基づき先行して方針を発表された事例として貴社にも参考にしていただきたく存じます。東洋製缶 GHD は 2023 年 5 月に中期経営計画（中計）の半ばまで来たところでありましたが、東証など、市場全体の要請に応えるべく「[資本収益性向上に向けた取り組み 2027](#)」（リンク）を、追加的に発表されました。その発表内容の内、私どもが、投資家として感銘を受けた重要なスライドの 3 つが以下となります。

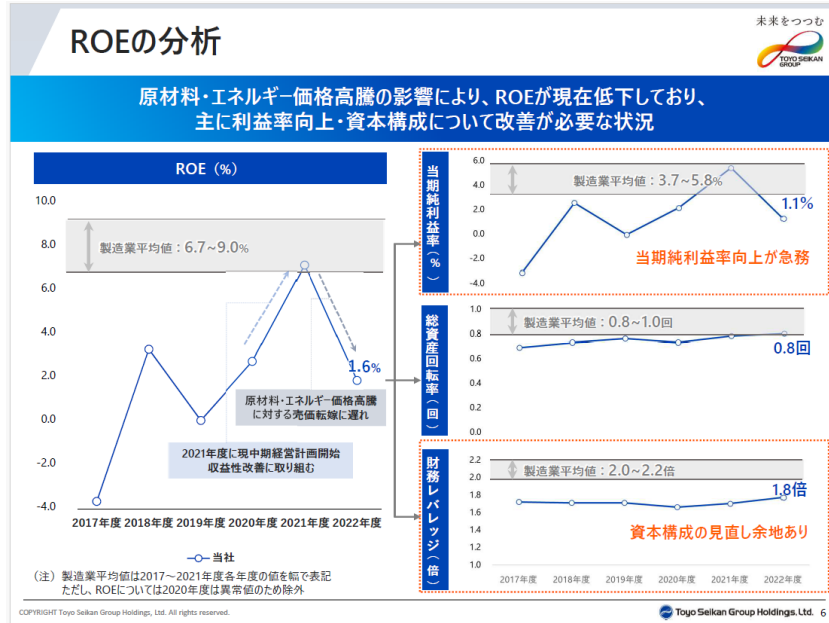
① 自社の過去平均 ROE が資本コストを下回っている問題を認識 (p.5)



(以下全て出所：東洋製缶 GHD)

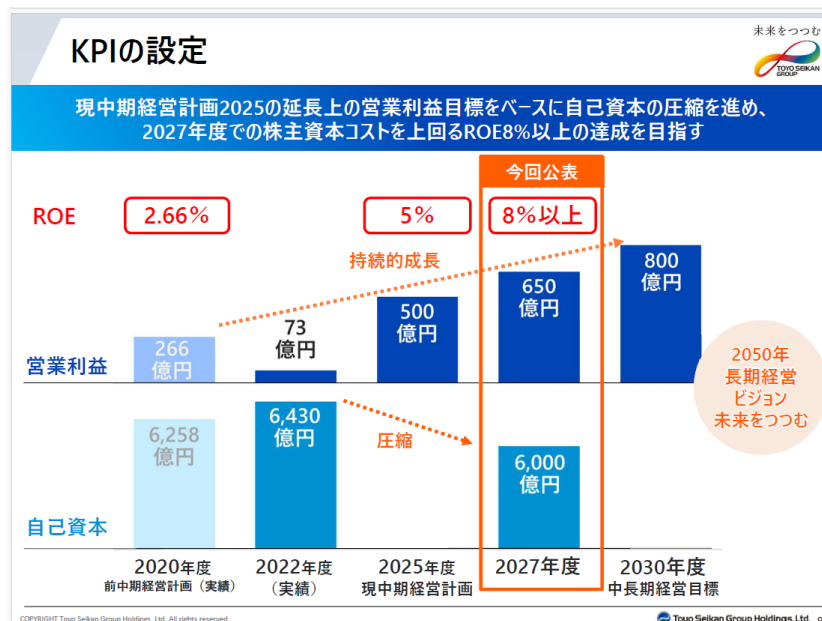
過去一貫して PBR 1 倍割れと ROE が資本コストを下回っていることを、健全な自己否定と変革の材料として自ら開示し、問題意識の強さを市場へと示しました。

② ROE 分析について (p.6)



ROE を、当期純利益率、純資産回転率、財務レバレッジと、その有名な構成三要素に取
 えて分け、それぞれにおいて製造業の平均と比べ、同業比較で引き上げ余地がある要素を特
 定しています。東洋製罐 GHD の場合、特に、低い財務レバレッジのテコ入れと当期純利益
 率の引き上げを自身の課題として設定しました。

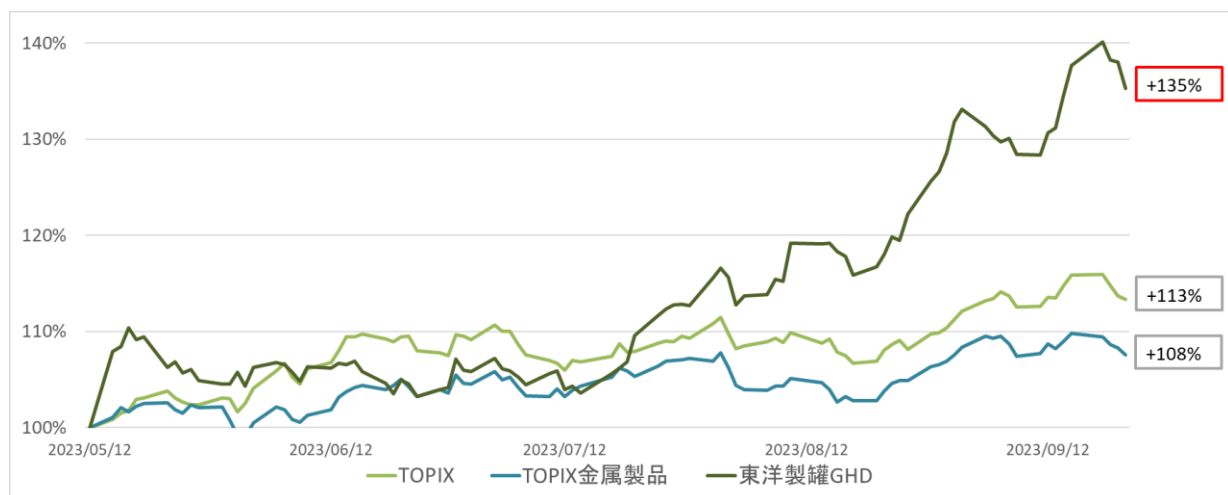
③ ROE 目標とそのアクションを具体的に発表 (p.9)



当スライドでは、ROE を現中計期間を超え、2030 年度まで継続的に引き上げていくことを目標として掲げ、更に注目していただきたいのは、利益を上げながらも、株主資本の圧縮に明白に期限及び数値目標を明示していることです。東洋製罐 GHD も貴社と似た特徴を有しています。両者とも、所属する業界自体が成熟しており、高い成長を見込むことはそう簡単ではないのですが、業界のリーダー企業として高く顧客から評価されており、浮き沈みがあろうとも、一定程度の利益確保は可能であり、よって株主資本が積みあがる特徴をもっています。その特徴を良くも悪くも直視した上で、5 年後の 2027 年度には株主資本を 430 億円削減すること、つまり利益を大幅に上回る額の株主還元のコミットメントを発表したのです。

市場は驚きと共に東洋製缶の経営陣の英断を讃えた形となりました。図 5 は、発表日から 9 月 22 日までの株価推移を、TOPIX と TOPIX 金属製品指数と比較したものです。東洋製罐 GHD はわずか 4 カ月の間に 35% も株価は上昇し、その間のおうしょうの上昇率 13% を大幅に上回っております。これは短期筋の買いによる一時的な株価上昇ではなく、2030 年の目標最終年度見据えて収益性のみならずバランスシートにもメスを入れて ROE の継続的改善を図る、という会社の「強い覚悟」を評価した長期投資家の好感によるものであると私どもは受け止めております。

図 5：東洋製罐 GHD の取り組み計画発表後の株価推移



(出典: Bloomberg より Hibiki 作成)

元来より電設業界は電力会社の持ち分比率が高い企業が多く、外部株主の影響を受けにくいことから株主還元や積極的な成長戦略の遂行には消極的な傾向があったものと私どもは評価しております。しかし、47 社の上場しているサブコン企業の内、22 年度に赤字を出したのは 2 企業に留まり、安定した収益力のある業界であることも事実です。そうであるにもかかわらず、株式市場からの評価は単純平均で PBR0.88 倍 (Appendix3 参照) と東証株価

指数の平均である 1.84 倍に比べて著しく低位であるのは、過去のそういった持ち株比率の状況や過去からの連続的な考え方を打破しない、業界全般に漂う「空気」のようなものを引きずってきたことにより、資本市場や世界の投資家との対話に対して決して積極的ではなかったことに起因すると私どもは考えます。

貴社は国内最大の電気設備工事企業へと成長され、業界を代表する企業として多大な影響力を持っています。是非とも業界のリーダーとして資本市場と真摯に向き合い、企業価値最大化のために何が最善なのかを、本提言書もご活用いただきつつ、再度ゼロベースから検討し、競合他社に先だつて変革の狼煙をあげていただきたいと願っております。そうすれば、貴社の後に続く企業も必ず現れ、業界にとり、また日本全体にとり大きなプラスとなるのは間違いありません。

貴社の大株主である関西電力は国内の電力会社で最も収益性の高い企業として注目を集めており、貴社も攻めのガバナンス力を磨き上げ、事業戦略と資本政策をさらに見直すことで関西電力と共に、株式市場からエクセレントカンパニーとして認識される企業へと昇華できると、私どもは一株主として確信をしております。

以上

2023 年 10 月 4 日

39 Temple Street #02-01, Singapore 058584

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.

www.hibiki-path-advisors.com



※尚、本提言書部分は私どもよりウェブサイト等に公開する予定でございます。

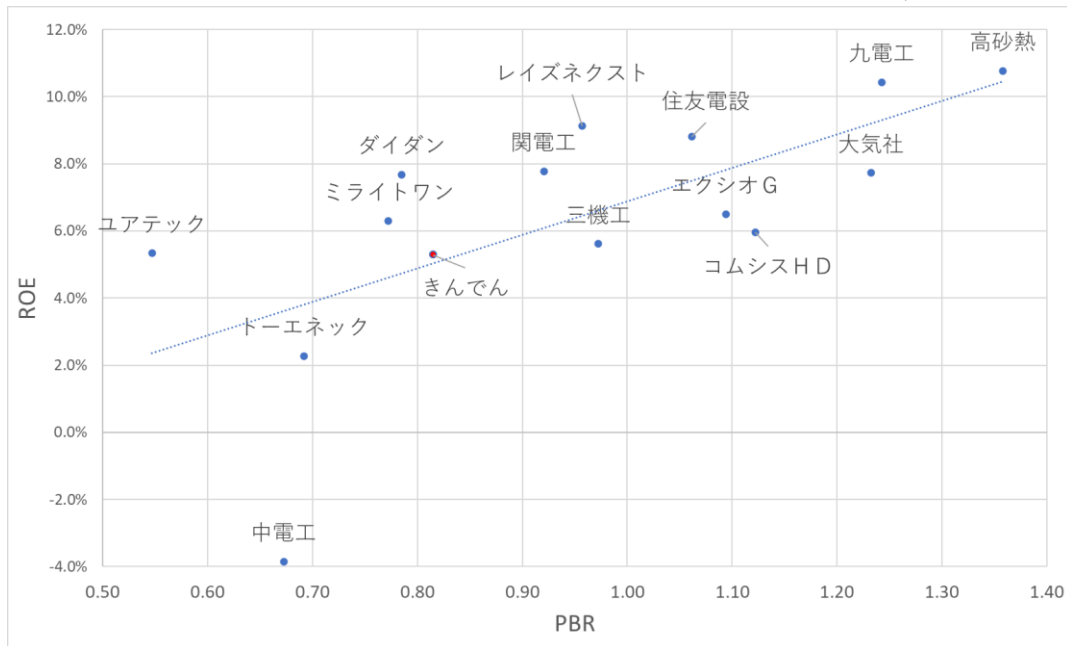
本書簡の作成に際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本書簡は特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。

Appendix1: 貴社の企業価値評価における諸前提

Discount Rate Computation		WACC計算	
Risk Free (Rf)	a	市場無リスク金利	1.0%
Beta	b	ベータ値 (個別株式の市場に対する相関)	0.67
Risk Premium (Rp)	c	市場リスクプレミアム	6.0%
Cost of Equity (CoE)	d	資本コスト (COE)	=a+c*b 5.0%
Cost of Debt (CoD)	e	借入コスト (COD) (仮定)	2.0%
Market Cap (Mn Yen)	f	時価総額 (百万円)	433,800
Net Debt (Mn Yen)	g	ネットキャッシュ (百万円) 22/12期実績 (退職給付債務控除)	297,779
Equity portion	h	資本比率	100.0%
Tax Rate	i	税率	30.0%
WACC	j	WACC	=h*d+(1-h)*e*(1-i) 5.0%
DCF Valuation		ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法	
Normalized FCF (Mn Yen)	k	正常化FCF (百万円)	35,000
WACC for DCF method	j	WACC	5.0%
Growth	l	成長率 (最終)	0.0%
EV (Mn Yen)	m	企業価値 (百万円)	=k/(j-l) 697,900
Net Debt (Mn Yen)	n	ネットキャッシュ (百万円) 22/12期実績 (退職給付債務控除)	297,779
Equity Value (Mn Yen)	o	株式価値 (百万円)	=m+n 995,679
Number of Shares (mn)	p	自己株控除後株式数 (百万株) 22/3期実績	203.7
Value per share	q	理論株価 (円)	o/p 4,888

(出典: 貴社開示資料、Bloomberg より Hibiki 作成)

Appendix2: サブコン売上上位 15 社における ROE と PBR の関係性 (22 年度末ベース)



(出典: Bloomberg より Hibiki 作成)

Appendix3:サブコン 47社の財務指標 (22年度ベース)

(単位: 百万円、%)

サブコン 企業一覧	総資産	株主資本	A		B		C		D=A+B+C		D ÷ 総資産	当期利益率	PBR (倍)	標準化 ROE	22年度売上高 (単位: 億円)
			有価証券等	投資有価証券等	現金同等物	現金	現金証券等	合計							
きんでん	742,841	532,713	172,702	122,189	45,361	340,252	45.8%	4.7%	0.84	5.2%	6,091				
エクシオG	577,941	307,941	263	32,819	51,184	84,266	14.6%	3.5%	1.11	6.5%	6,276				
コムシスHD	502,133	346,725	--	25,454	41,367	66,821	13.3%	3.4%	1.13	5.7%	5,633				
関電工	487,828	308,457	2,299	51,703	60,779	114,781	23.5%	3.9%	0.93	7.6%	5,416				
ミライトワン	436,752	254,305	--	17,833	32,439	50,272	11.5%	3.1%	0.78	5.8%	4,840				
九電工	446,410	263,017	--	64,494	66,840	131,334	29.4%	6.7%	1.28	9.8%	3,958				
高砂熱	313,391	147,165	--	27,799	71,541	99,340	31.7%	3.6%	1.35	8.9%	3,388				
トーエネック	300,172	117,193	--	28,405	30,101	58,506	19.5%	-2.4%	0.68	2.0%	2,321				
ユアテック	221,400	134,488	--	11,367	35,947	47,314	21.4%	2.9%	0.52	5.0%	2,274				
大気社	237,105	131,992	--	25,893	46,909	72,802	30.7%	3.7%	1.21	6.6%	2,148				
三機工	172,305	90,913	4,000	27,509	24,949	56,458	32.8%	3.0%	0.99	4.6%	1,909				
中電工	272,514	202,069	18,237	94,433	18,793	131,463	48.2%	-3.7%	0.68	-3.2%	1,890				
ダイダン	148,544	82,424	--	15,216	25,379	40,595	27.3%	3.6%	0.79	7.8%	1,860				
住友電設	162,587	99,618	--	18,260	54,770	73,030	44.9%	5.4%	1.06	10.0%	1,751				
レイズネクスト	114,168	83,283	--	4,268	17,802	22,070	19.3%	5.5%	1.01	9.5%	1,401				
東テク	92,058	45,492	--	12,503	6,051	18,554	20.2%	4.1%	1.62	12.2%	1,267				
太平電業	147,039	89,533	--	16,718	48,944	65,662	44.7%	8.4%	0.87	12.4%	1,258				
新日空調	109,146	58,212	--	21,989	24,977	46,966	43.0%	5.0%	0.98	10.0%	1,122				
東光高岳	106,322	58,460	--	675	10,659	11,334	10.7%	3.0%	0.64	5.9%	978				
E & C	70,200	37,582	--	265	5,615	5,880	8.4%	5.1%	1.05	13.1%	881				
日比谷設	94,687	64,714	6,999	18,654	22,929	48,582	51.3%	5.5%	0.84	7.4%	840				
藤井産業	58,735	33,066	--	2,169	16,955	19,124	32.6%	3.3%	0.59	9.2%	827				
朝日工	78,941	35,380	--	11,305	17,667	28,972	36.7%	3.1%	0.91	5.8%	802				
東京エネシス	108,513	65,938	--	11,078	13,255	24,333	22.4%	2.7%	0.46	2.6%	791				
北海電工	44,173	27,654	--	1,560	11,731	13,291	30.1%	1.3%	0.50	3.5%	710				
テクノ菱和	63,457	43,375	--	9,452	13,249	22,701	35.8%	3.8%	0.66	5.5%	610				
八洲電機	58,738	24,392	--	3,769	12,067	15,836	27.0%	3.2%	1.25	8.4%	603				
大成温調	41,176	25,256	143	3,281	11,700	15,124	36.7%	3.2%	0.56	6.1%	465				
北陸電工	54,803	40,717	105	1,510	20,549	22,164	40.4%	3.6%	0.74	4.1%	448				
ヤマト	47,703	34,361	617	8,626	6,152	15,394	32.3%	4.2%	0.71	4.3%	445				
田辺工業	37,574	20,968	--	406	6,174	6,580	17.5%	3.9%	0.79	8.7%	429				
NECネットエス	36,707	22,990	--	10	10,176	10,186	27.7%	6.0%	0.71	10.8%	398				
サンテック	45,699	30,175	--	7,902	11,018	18,920	41.4%	1.1%	0.39	-1.8%	387				
協和日成	26,390	17,640	--	2,819	7,626	10,445	39.6%	2.7%	0.91	5.3%	345				
日本電技	43,290	31,077	5,398	10,919	6,087	22,404	51.8%	9.2%	1.14	10.6%	343				
弘電社	31,578	18,725	--	966	1,603	2,569	8.1%	1.7%	0.47	3.0%	336				
美樹工業	30,999	16,612	--	334	2,847	3,181	10.3%	2.4%	0.34	4.8%	308				
藤田エンジ	29,115	16,444	--	4,206	8,232	12,438	42.7%	4.7%	0.62	8.0%	272				
オーテック	28,339	18,479	400	3,883	5,206	9,489	33.5%	4.8%	0.78	7.4%	261				
川崎設備	18,354	10,951	--	174	5,482	5,656	30.8%	3.4%	0.59	6.6%	208				
三機サービス	8,353	3,834	--	198	1,524	1,723	20.6%	3.1%	1.72	12.4%	147				
J E S C O	13,467	4,766	--	99	1,825	1,924	14.3%	4.9%	0.96	12.4%	104				
シンクレイヤ	11,333	5,332	--	599	1,589	2,188	19.3%	3.0%	0.59	5.7%	100				
晩飯島工業	9,489	6,024	--	306	4,706	5,011	52.8%	6.7%	0.45	8.8%	73				
マサル	6,545	4,453	--	93	1,802	1,895	29.0%	2.8%	0.71	3.1%	70				
ベイシス	3,555	1,955	--	20	1,062	1,082	30.4%	4.1%	1.66	16.3%	69				
E T S ・ H D	6,570	2,670	--	87	2,327	2,415	36.8%	3.2%	1.62	6.8%	67				
平均						40,028	29.6%	3.7%	0.88	7.0%	1,428				
中央値						19,124	30.4%	3.6%	0.79	6.6%	791				
TOPIX								6.0%	1.35	8.7%	2,424				

※標準化ROEは(直近12カ月一時損益を除く純利益 / 当期と前期の普通株式資本の平均)*100

(出典: Bloomberg より Hibiki 作成)