

荏原製作所の知財ROIC最新状況

エグゼクティブサマリー

荏原製作所の最新年度である2025年12月期のROICは、会社公表値で **11.9%** です。筆者が一般的なROIC式で再計算しても **約12.0%** となり、会社公表値とほぼ整合します。2025年実績に対して会社が示すWACCレンジは **5.0~6.0%** であり、税後資本収益は資本コストを **約5.9~6.9ポイント** 上回っています。したがって、現時点の荏原は「資本コストを明確に上回る価値創造企業」と評価できます。もっとも、2025年は営業利益が伸びた一方で有利子負債と投下資本が大きく増え、ROICは2023年・2024年の **12.2%** からやや低下しました。

1

直近の2026年12月期第1四半期を年率換算すると、標準ROICは **約9.9%**、会社式に近いROICは **約10.4%** です。これは依然としてWACCを上回る水準ですが、2025年通期よりは低く見えます。主因は、利益の季節性に加えて、2025年末から2026年3月末にかけて投下資本がさらに増加したことです。特に、親会社持分は **508,875百万円→518,431百万円**、有利子負債は **224,736百万円→239,120百万円** に増加しました。したがって、足元の論点は「利益率の悪化」よりも、**投下資本の膨張に利益成長が追いつくか** にあります。

2

知財面では、荏原はすでに **知財ROIC** を内部KPIとして導入しており、知財活動を「利益増加」「回転率向上」「差別化」「リスク低減」「ライセンス回収」などの要素に分解してモニタリングしています。ただし、統合報告書や決算資料では **知財ROICの数値そのものは公表していません**。2024年について会社は、差別化要因の一部低下とリスク低減の横ばいを除けば改善が見られたと説明しており、弱点として **権利化成果の減少とブランディング活動の伸び悩み** を挙げています。つまり、荏原の知財は現状、独立したライセンス収益源というより、**製品差別化・設計開発効率・リスク管理を通じて事業ROICを押し上げる無形資産** と読むのが妥当です。

3

知財資産を保守的に資本化して調整すると、2025年ROICは **11.4~11.8%** 程度まで低下します。これは「未計上の知財資産を分母に加えると、見かけのROICは少し下がる」が、「それでもWACCを十分に上回る」という意味です。結論として、荏原の最新の知財ROICの現状は、**数値開示は未公表だが、経営管理への埋め込みは進んでおり、財務ROICの質を支える重要要因になっている**。一方で、**権利化効率・ブランド化・ライセンス回収の見える化は、なお改善余地が大きい**、という解釈が最も自然です。

4

算定前提とデータ範囲

本レポートは、荏原製作所の最新の有価証券報告書、2025年12月期決算短信、2026年12月期第1四半期決算短信、統合報告書2025、ファクトブックFY2025を主たる一次資料として用いました。特許・商標は、会社資料に加えて、J-platpat由来の公報を再編集した主要データベースのIP Forceを補助的に使っています。同業比較については、同じポンプ・流体機器領域を主戦場とする **Flowserve、KSB、日機装** を採用しましたが、ROIC定義は各社で必ずしも統一されていないため、**方向感重視のベンチマーク** と位置づけています。

5

本稿で用いるROICは、次の二つです。

標準ROIC

= NOPAT ÷ 平均投下資本

= 営業利益 × (1 - 実効税率) ÷ 平均(有利子負債 + 親会社所有者帰属持分)

会社整合ROIC

= (営業利益 - 法人所得税費用 + 持分法損益 - 非支配持分利益)
÷ 平均(有利子負債 + 親会社所有者帰属持分)

運転資本

= 営業債権及びその他の債権 + 契約資産 + 棚卸資産
- 営業債務及びその他の債務 - 契約負債

会社整合ROICは、荏原の役員報酬注記にあるROIC定義と、ファクトブックの「2023年12月期以降はNOPLAT÷平均投下資本」という説明に合わせたものです。標準ROICは一般的な財務分析用、会社整合ROICは会社公表値との整合確認用として使い分けています。⁶

財務ROICの最新評価

まず、2025年通期と2026年第1四半期年率換算のROIC計算を示します。

項目	2025年12月期	2026年12月期 1Q	コメント
営業利益	113,802	26,749	1Qは年率換算時に×4を使用
法人所得税費用	31,384	8,295	
持分法による投資損益	1,080	1,169	
非支配持分利益	2,959	322	
実効税率	28.3%	30.8%	税引前利益に対する税負担率ベース
標準NOPAT	81,596	18,513	営業利益×(1-実効税率)
会社整合NOPLAT	80,539	19,301	会社定義に近い調整後税引後利益
平均投下資本	678,661	745,581	平均(有利子負債+親会社持分)
標準ROIC	12.0%	9.9%	1Qは年率換算
会社整合ROIC	11.9%	10.4%	2025通期は会社公表値と整合

出所・計算根拠は、有価証券報告書、決算短信、ファクトブック、四半期財務諸表に基づく筆者計算です。

⁷

この数字から読めることは三つあります。第一に、2025年の荏原は **ROIC 11.9%** で、会社が示す2025年WACC **5.0~6.0%** を十分に上回っています。第二に、2026年1Qの年率換算ROICは **10%前後** に見えますが、Q1だけで通期を代表させるのは危険です。第三に、ROIC低下の主因は利益の弱さではなく、**投下資本の増大** です。2025年末の有利子負債は **224,736百万円** と前年末比で約 **49%** 増え、2026年3月末には **239,120百万円** に拡大しました。⁸

運転資本面でも、ROICを押し下げやすい変化が出ています。営業運転資本は、筆者計算で **216,804百万円 (2024年末) →295,886百万円 (2025年末) →305,173百万円 (2026年3月末)** まで増えました。ファクトブックでもキャッシュ・コンバージョン・サイクルは **146日 (2024年) →154日 (2025年)** に悪化しています。したがって、「知財の質が悪いからROICが低下した」というより、**需要対応・案件進行・在庫/債権/契約資産の積み上がりで資本回転が重くなった** とみるのが整合的です。⁹

加えて、2025年の設備投資は **100,735百万円** と、減価償却費等 **34,804百万円** の約 **2.9倍** に達しました。高成長投資局面では、短期的にROICが横ばい～低下しやすいのは自然です。問題は、その投資が将来の価格決定力やソフトウェア/サービス収益、半導体・水素・環境案件の高採算案件につながるかどうかです。ここにこそ知財の質が効いてきます。 ¹⁰

知財の中身と収益化の実態

荏原の知財管理の特徴は、知財を単なる出願件数管理ではなく、**知財ROIC**として事業収益への寄与で見るとあります。統合報告書2025では、知財ROICを「**知的財産活動による成果 ÷ 投資（知財費用+工数）**」と置き、知財活動を利益増加・回転率向上・差別化・リスク低減・ライセンス回収などに分解するロジックツリーで管理しています。また、AI活用基盤「**EBARA AI Chat**」や、ポンプ設計ノウハウを形式知化した開発支援ツールを整備し、研究開発・設計・知財を一体運用する方針も明確です。 ¹¹

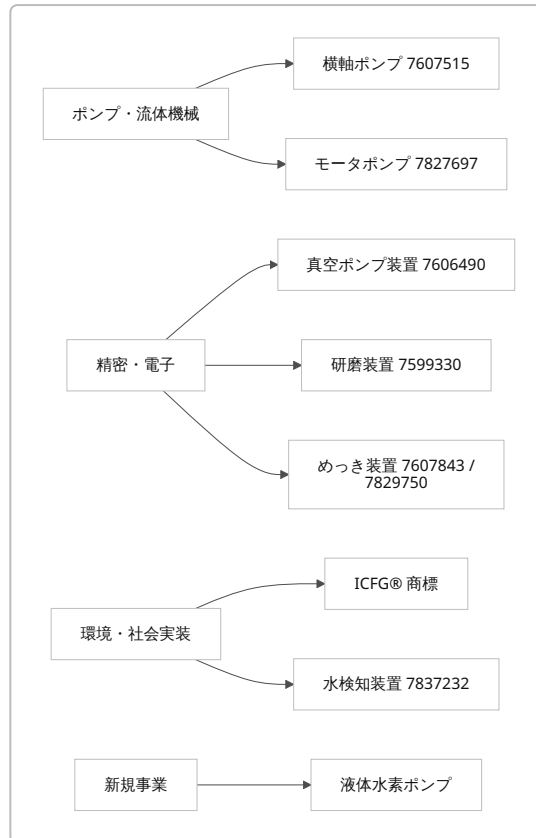
ただし、数値面ではまだ課題も見えます。会社は2024年の知財ROICモニタリングについて、「**差別化による競争優位**」で若干低下し、「**知財リスク低減による安定化**」は横ばいとしています。その要因として、**新規出願成果は伸びたが権利化成果が減少したこと、ブランディング活動の成果度向上が進まなかったこと**を挙げています。ここはまさに、荏原の知財が「たくさん出願している」段階から、「権利化・ブランド化・収益転換」へ移る過渡期にあることを示しています。 ¹²

貸借対照表上の無形資産の構成を見ると、2025年末の「のれん及び無形資産」純額 **61,472百万円**のうち、純額ベースで **のれん10,261百万円、ソフトウェア32,438百万円、ソフトウェア仮勘定8,236百万円、その他無形資産10,524百万円**です。つまり、帳簿上の無形資産は約**66%**がソフトウェア系で、**のれんは約17%**にすぎません。2026年3月末にはこの総額が **66,378百万円**に増えています。したがって、荏原の無形資産はM&Aプレミアムよりも、**社内開発・IT・開発基盤強化**の色が強いといえます。 ¹³

同時に、少なくとも本調査で確認した有価証券報告書の検索可能な注記では、**ライセンス収入・ライセンス費用・ロイヤリティの独立金額開示は確認できませんでした**。一方で、統合報告書の知財ROICツリーや知財戦略の説明では、ライセンスは「リスク低減」や「回収」の一手段として位置づけられています。したがって、現時点の荏原知財は **ライセンス収益中心ではなく、事業競争力と防衛のための運用**が中心とみるのが妥当です。 ¹⁴

日本公報ベースの最近の知財動向を見ると、IP Force集計では、荏原製作所の **日本特許の出願公開件数は2023年193件、2024年202件、2025年185件、特許取得件数は2023年207件、2024年185件、2025年145件**です。件数はやや調整局面ですが、内容はポンプ、半導体向け真空・研磨・めっき、環境・監視に広がっています。代表例として、**横軸ポンプ（特許7607515）、真空ポンプ装置（特許7606490）、研磨装置・研磨方法（特許7599330）、めっき装置・めっき方法（特許7607843、7829750）、水検知装置（特許7837232）**などが確認できます。 ¹⁵

商標は、荏原本体よりもグループ事業ブランドでの保護が分かりやすく、代表例として環境子会社の **ICFG®**、水素事業サイト注記の **EUP**、荏原冷熱の **RISSA**、モジュラッチ、**エバリン**が確認できます。これは、荏原の商標が単独収益化よりも、**環境・エネルギー・設備システムのブランド保護**に使われていることを示します。 ¹⁶



上図は、公開公報と会社技術ページからみえる荏原知財ポートフォリオの概観です。ポンプ本流、半導体プロセス、環境システム、新規事業の四つに分かれています。 ¹⁷

知財・技術に関する訴訟・法務リスクとしては、現在の一次資料で少なくとも三件が重要です。第一に、**岐阜市東部クリーンセンター火災事故**では、前期に**836百万円**を訴訟損失引当金とし、同額を保険で将来充当見込みの資産として計上、会社は連結業績への影響を軽微と判断しています。第二に、フランスの**Naphtachimieエチレンプラント火災訴訟**は損失見積りが困難として引当計上なし。第三に、インドの**Kirloskar Brothers Limited などによる競業避止義務違反の仲裁**も、現時点では合理的見積り困難として引当計上なしです。これらは厳密には知財訴訟そのものではありませんが、**技術・契約・事業実施権に関わる法務リスク**として、知財ROICのリスク低減パートに直結します。 ¹⁸

知財資産の価値推定と調整後ROIC

知財資産の定量評価は、一次資料でライセンス収入や特許別収益の開示がないため、**コストアプローチ**と**収益アプローチ**の二本立てで行うのが現実的です。市場アプローチは、本来は近似する特許譲渡やライセンス取引の比較が必要ですが、本調査範囲の一次資料では比較可能な公表案件が十分ではないため、**参考検討にとどめ、数値適用は見送り**ました。 ¹⁹

コストアプローチでは、2021～2025年の研究開発費を基礎に、保護可能な知財相当部分を**25%・35%・45%**と仮定し、耐用年数を**7年**、直線償却で未償却残高を推計しました。この方法は、荏原の知財が製品差別化だけでなく、設計開発ツール・AI基盤・製造技術形式知など広い開発基盤を含むことを踏まえたものです。収益アプローチでは、2025年売上収益**958,285百万円**のうち特許により差別化された売上比率を**15%・25%・35%**、妥当ROIヤリティ率を**0.5%・1.0%・1.5%**、税後で**7年**の年金現価に割り引く簡便法を使用しました。いずれも恣意性があるため、**レンジ評価**として読むべきです。 ¹⁰

知財価値レンジと調整後ROIC

手法	前提	推計知財価値	調整後ROIC	読み方
コストアプローチ 低位	保護可能R&D比率25%、耐用 7年	15,483百万 円	11.6%	未計上知財を分母だけに追加
コストアプローチ 中位	保護可能R&D比率35%、耐用 7年	21,676百万 円	11.5%	同上
コストアプローチ 高位	保護可能R&D比率45%、耐用 7年	27,869百万 円	11.4%	同上
収益アプローチ 低位	特許寄与売上15%、ロイヤリ ティ0.5%	2,509百万 円	11.8%	税後ロイヤリティの7 年現価
収益アプローチ 中位	特許寄与売上25%、ロイヤリ ティ1.0%	8,363百万 円	11.7%	同上
収益アプローチ 高位	特許寄与売上35%、ロイヤリ ティ1.5%	17,561百万 円	11.6%	同上

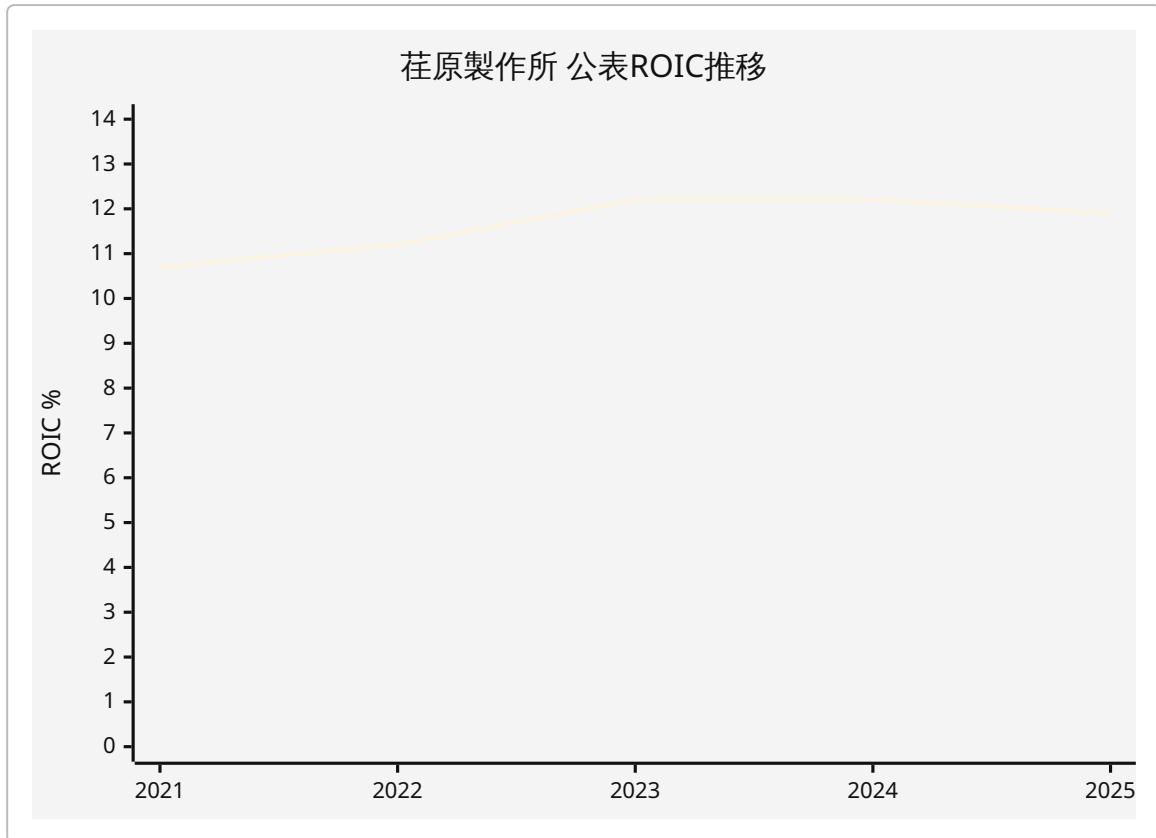
上表はすべて、2025年会社整合NOPLAT **80,539百万円** と平均投下資本 **678,661百万円** を基準にした筆者試算です。出所は売上収益、研究開発費、ROIC算定ベースの投下資本です。 20

この試算が示すのは、荏原の未計上知財を分母に加えても、ROICは **11%台半ば** を維持するということです。逆に言えば、荏原の投資家にとって本当に重要なのは、知財が「存在するか」ではなく、**その知財が価格プレミアム・案件獲得・開発手戻り削減・保守サービス化・グローバルリスク低減にどう効くか** です。統合報告書の知財ROICロジックツリーは、この点でかなり先進的です。 21

なお、R&Dを完全に資産計上する会計的なフル調整を行うと、分母と分子がほぼ同時に増えるため、ROICは会社公表値にかなり近いままになります。したがって、実務上の示唆としては、**知財資産の資本化でROICが大きく変わる企業ではなく、知財の事業転換効率がROICを左右する企業** だと理解するのが適切です。 22

推移と同業ベンチマーク

まず、荏原単体の5年間の推移です。2021年以降、営業利益は **61,372→113,802百万円** に増加し、R&Dも **13,575→23,233百万円** に増えました。一方で、CCCは **115日→154日** に悪化し、2025年には有利子負債も大きく増えています。つまり、**利益成長は強いが、資本効率の伸びは運転資本と投資負担で頭打ちになっている** という構図です。 23

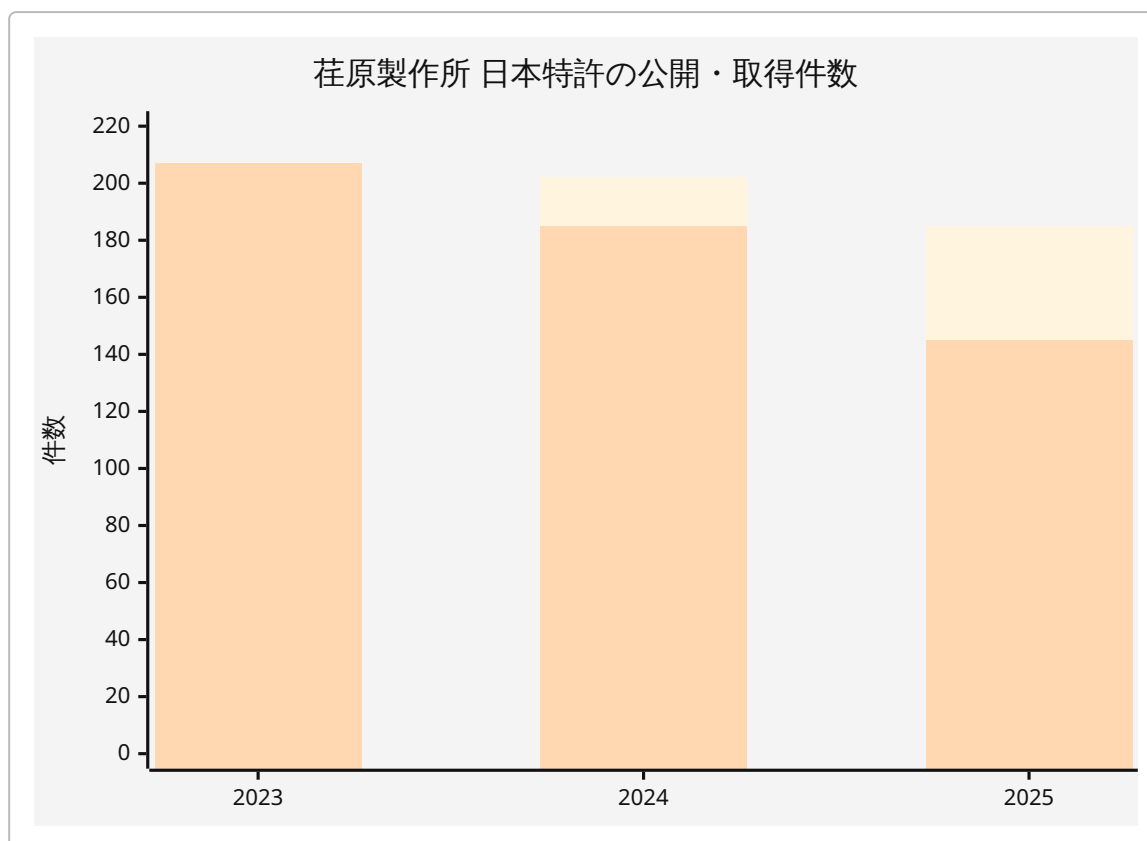


ROIC推移はファクトブックFY2025の会社公表値です。 ²⁴

年度	売上収益	営業利益	公表ROIC	D&A	R&D	CCC
2021/12	603,213	61,372	10.7%	21,435	13,575	115日
2022/12	680,870	70,572	11.2%	24,067	15,264	139日
2023/12	759,328	86,025	12.2%	26,590	18,281	149日
2024/12	866,668	97,953	12.2%	30,011	20,524	146日
2025/12	958,285	113,802	11.9%	34,804	23,233	154日

出所は桂原ファクトブックFY2025です。 ²⁵

日本公報ベースの最近の特許動向もあわせて見ると、件数は2024年に高水準を維持した後、2025年にやや調整しています。



上の一つ目の棒は出願公開件数、二つ目の棒は特許取得件数です。IP Force集計で、2025年値はデータ更新時点の件数です。²⁶

同業比較は、定義差に注意しつつ、最新の参照可能指標で並べると次の通りです。

企業	最新年次の参考ROIC	コメント
荏原製作所	11.9%	会社公表ROIC。WACC 5.0~6.0%を大きく上回る。 ²⁷
Flowserve	9.7%前後 / 19.1%	外部標準化ROICは約9.7%。一方、2025年プロキシ要約では会社指標として19.1% ROICが示され、 定義差 が大きい。 ²⁸
KSB	7.0%前後	外部集計のTTM ROIC。年報では運転資本管理重視が明示される。 ²⁹
日機装	7.0%前後	外部集計の2025年12月ROIC。 ³⁰

この比較からの含意は明快です。**荏原は、KSBや日機装より高いROIC帯にあり、Flowserveとは定義次第で見え方が変わる**ものの、少なくとも「中の上」ではなく「上位グループ」にいます。ただし、FlowserveのようにROICと株主還元・PSU評価を強く連動させる企業と比べると、荏原はまだ**知財ROICの公開数値化と外部投資家への説明**が弱いです。ここは今後のIR改善余地です。³¹

解釈と結論

荏原製作所の「最新の知財ROIC」を一言でまとめると、**財務ROICは依然として強いが、その質を支えている知財はまだ“内部管理指標”としての運用が先行し、外部開示は定性的段階にとどまる**、です。会社はすでに

知財ROICを使い、差別化・事業安定化・回転率改善・ライセンス回収まで含めて知財成果を分解管理しています。これは日本企業としてかなり進んだやり方です。GPIFの運用機関が荏原の統合報告書を高く評価した理由の一つも、まさに **知財ROICや無形資産の見える化** にありました。³²

ただし、投資家の目線で重要なのは、知財を「測っている」ことより、**知財がROICの低下圧力を相殺できるほど収益化できているか**です。この点で見ると、2025年～2026年初の荏原には二つの宿題があります。第一に、権利化成果・ブランド成果・ライセンス回収をより明示的に伸ばすこと。第二に、増大した運転資本と投資資本を、半導体・水素・環境・ソフトウェア基盤の利益成長で吸収することです。現在の知財は、独立したPL項目ではなく、**価格維持力・案件獲得力・設計効率・法務リスク低減**という形でROICに効いています。したがって、今後の注目ポイントは「ライセンス収益額」そのものより、**知財KPIの改善がセグメント営業利益率と資本回転率にどう反映されるか**です。³³

現時点の最終評価は次の通りです。

総合判断：やや強気。

理由は、会社公表ROIC **11.9%** が依然高く、WACCを大きく超過し、知財資産を保守的に資本化しても **11% 台半ば** を維持できるためです。

一方の留意点は、**投下資本の増加ペースが速いこと、知財ROICの外部定量開示がないこと、ライセンス収入・費用の独立開示が弱いこと**です。よって荏原の知財ROICの現状は、“**強いが、まだ見え方が粗い**”と結論づけるのが最もバランスの取れた解釈です。³⁴

オープンクエスチョンと限界

本調査には四つの限界があります。第一に、**知財ROICそのものの公表数値がない**ため、会社の内部評価を外部から完全再現できません。第二に、**ライセンス収入・費用の独立金額開示が見当たらない**ため、収益アプローチはロイヤリティ・リリーフ法の簡便推計に依存しています。第三に、**保有特許総件数の明示的な一次資料が今回の収集範囲では確認できず**、日本公報ベースの公開・登録件数で代替しています。第四に、同業比較のROICは**会社定義と外部標準化定義が混在**しているため、厳密な横並び比較よりも「荏原がどのレンジにいるか」の把握に向いています。³⁵

¹ ¹⁰ ¹⁹ ²³ ²⁴ ²⁵ ²⁷ https://www.ebara.com/content/dam/ebara/grand-masters/entities/ja/pdf/ir/library/factbook/ebara_factbook2025.pdf.coredownload.inline.pdf

https://www.ebara.com/content/dam/ebara/grand-masters/entities/ja/pdf/ir/library/factbook/ebara_factbook2025.pdf.coredownload.inline.pdf

² https://www.ebara.com/content/dam/ebara/grand-masters/entities/ja/pdf/ir/library/earnings/earnings/162_q1_jp.pdf

https://www.ebara.com/content/dam/ebara/grand-masters/entities/ja/pdf/ir/library/earnings/earnings/162_q1_jp.pdf

³ ⁴ ¹¹ ¹² ²¹ ²² ³² ³³ ³⁵ https://www.ebara.com/content/dam/ebara/grand-masters/entities/ja/ir/library/annual-report/INT25_sec2_JP.pdf

https://www.ebara.com/content/dam/ebara/grand-masters/entities/ja/ir/library/annual-report/INT25_sec2_JP.pdf

⁵ ⁶ ⁷ ⁹ ¹³ ¹⁴ ¹⁸ ²⁰ https://www.ebara.com/content/dam/ebara/grand-masters/entities/ja/pdf/ir/library/financial-highlights/financial_report_161.pdf.coredownload.inline.pdf

https://www.ebara.com/content/dam/ebara/grand-masters/entities/ja/pdf/ir/library/financial-highlights/financial_report_161.pdf.coredownload.inline.pdf

⁸ ³⁴ <https://www.ebara.co.jp/ir/business/information/vision.html>

<https://www.ebara.co.jp/ir/business/information/vision.html>

- 15 <https://ipforce.jp/applicant-710/2025/stats>
<https://ipforce.jp/applicant-710/2025/stats>
- 16 https://www.ebara.com/eep/jp-ja/business_technology/business_1/technology_3/
https://www.ebara.com/eep/jp-ja/business_technology/business_1/technology_3/
- 17 <https://ipforce.jp/applicant-710/2024>
<https://ipforce.jp/applicant-710/2024>
- 26 <https://ipforce.jp/applicant-710/2023/publication>
<https://ipforce.jp/applicant-710/2023/publication>
- 28 <https://www.gurufocus.com/term/roic/LTS%3A0IQE>
<https://www.gurufocus.com/term/roic/LTS%3A0IQE>
- 29 <https://www.gurufocus.com/term/roic/FRA%3AKSB>
<https://www.gurufocus.com/term/roic/FRA%3AKSB>
- 30 <https://www.gurufocus.com/term/roic/FRA%3ANKO>
<https://www.gurufocus.com/term/roic/FRA%3ANKO>
- 31 <https://www.stocktitan.net/sec-filings/FLS/def-14a-flowserve-corp-definitive-proxy-statement-fa6074c3f827.html>
<https://www.stocktitan.net/sec-filings/FLS/def-14a-flowserve-corp-definitive-proxy-statement-fa6074c3f827.html>