

# ダイキンに関する エリオットの見解

2026年4月27日



# 免責事項

本書は、英国の金融行動監視機構(以下「FCA」といいます。)より権限を付与され、規制を受けるELLIOTT ADVISORS (UK) LIMITED(以下「EAUK」といいます。)が発行するものです。本書のいかなる内容も、EAUKが直接または間接的に助言を提供するファンド(以下「ELLIOTT FUNDS」といいます。)を推奨するものではなくまたは推奨することを意図したのではなく、また、推奨するものと解釈することはできません。

本書は、協議および情報提供のみを目的とするものです。本書において明示される見解は、EAUKおよびその関係会社(以下「ELLIOTT MANAGEMENT」と総称します。)の本書時点の見解です。ELLIOTT MANAGEMENTは、本書に記載した見解を、いつでも、理由を問わず変更または修正する権利を留保しており、また本書に記載した情報を、訂正、更新もしくは修正し、または追加の資料を提供する義務を負うものでもありません。

本書に記載の全ての情報は、ダイキン工業株式会社(以下「対象会社」といいます。)に関する公開情報およびELLIOTT MANAGEMENTによる一般に入手可能な情報の分析に基づくものです。公開情報には、対象会社及びその他の情報源による公的届出書類及び開示資料が含まれます。ELLIOTT MANAGEMENTは、公開情報として入手可能な全てのデータおよび情報の正確性および完全性について、独自の検証を行うことなく仮拠し、前提としており、かかるデータおよび情報の正確性について何ら表明または保証するものではありません。ELLIOTT MANAGEMENTは、知られればELLIOTT MANAGEMENTの見解を変え得る、対象会社に関する秘密情報その他非公開情報がある可能性を認識しています。

ELLIOTT MANAGEMENTまたはその取締役、役員、従業員、代理人およびアドバイザー(以下「ELLIOTT関係者」といいます。)は、明示または黙示を問わず、以下の事項に関して、一切の表明、保証または約束を行わず、また一切の責任、債務または注意義務を負いません。(I) 本書に記載の情報および意見が正確、公平、完全、または最新であるかどうかを含む、本書および本書の内容について、(II) 本書の日付後に、本書に含まれる情報および見解の更新またはその他の方法による、本書の受信者に対する追加情報の提供について(ELLIOTT関係者はそのような義務を負うものでもありません)、および(III) ELLIOTT MANAGEMENTの投資プロセス、または投資目的が達成されるか、または成功する可能性があるか、あるいはELLIOTT MANAGEMENTの投資が利益を上げるか、または損失を被らないかについて。過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。法律で許容される範囲において、ELLIOTT関係者のいずれも、直接的、間接的、派生的であるかの如何を問わず、いかなる損失(本書に依拠したことに関連したまたは起因して生じた利益の減少、損害、費用、請求、経費を含みますが、これに限りません。)に対しても責任を負いません。

本書に含まれる歴史カルな情報を除き、本書に記載の情報および見解には、とりわけ対象会社の営業成績に関連して用意された対象会社の業績、対象会社の有価証券、債務その他対象会社の株式価値に関連する有価証券(以下「対象会社株式等」といいます。)の評価、一般的な経済および市場の状況、その他の将来の事象に関する見積りや予測を含む、将来予測に関する記述が含まれる場合があります。すべての将来予測に関する記述、見積り、予測は、本質的に不確実で、かつ重大な経済的、競争的、その他の不確実性および偶発的要因の影響を受けるものであり、

かかる記載は、いずれも説明のみを目的としています。実際の結果は、予測可能または予測不可能な要因により、本書に記載の見積り、予測または仮定と大きく異なる場合があります。対象会社の証券が本書において示唆される価格で取引されることについていかなる保証もありません。また、本書の見積り、予測または仮定が正しいまたは正しいことが証明される保証はありません。

本書は、協議および情報提供のみを目的としたものであり、(A)有価証券その他の金融商品の売買の申込みもしくは申込みの勧誘、または有価証券その他の金融商品に係る投資事業への参加もしくは投資サービスへの申込みの勧誘を構成するものではなく、また、その発行によりいかなる法律関係も発生させるものではなく、(B)英国の2000年金融サービス市場法(その後の改正も含みます。)(に規定される「FINANCIAL PROMOTION」、(C)FCAハンドブック(以下「FCAハンドブック」といいます。)(に定義される「INVESTMENT ADVICE」、(D)FCAハンドブックに定義される「INVESTMENT RESEARCH」、(E)欧州連合規則596/2014および2018年のEU離脱法(以下「2018年EU離脱法」といいます。)(第8条に基づき発せられた規制による改正を含み2018年EU離脱法第3条により英国国内法の一部としてのEU規則596/2014に定義される「INVESTMENT RECOMMENDATION」、(F)日本の金融商品取引法(以下「金商法」といいます。)(第28条第3項第1号に定義される「投資助言業」、(G)金商法第28条第4項に定義される「投資運用業」、(H)財務大臣および事業所管大臣が日本の外国為替及び外国貿易法第27条の2第1項の規定に基づき定める基準に適合しない行為、または(I)フィナンシャル・プロモーション、投資助言、またはいずれかの商品、募集もしくは投資への参加に対する勧誘もしくは推奨に該当するものではありません。本書に含まれるいかなる情報も、ELLIOTT MANAGEMENTによる推奨と解釈されはなりません。本書は、法律、税務、投資、財務等に関する助言ではなく、また助言と解釈されるものでもありません。各受領者においては、法的事項および本書に定める情報に関するその他の事項については、自己の法律顧問ならびに税務および財務アドバイザーに相談してください。本書は、包括的であることまたは対象会社、対象会社の証券もしくは本書の記載事項の評価に関連し得るすべての情報を含むことを謳うものではありません。

本書の提供により、ELLIOTT MANAGEMENTおよびその他の者との間に合意、契約、了解その他の法的関係が発生することはなく、発生したとみなされることもありません。ELLIOTT MANAGEMENTは、本書の受信者のためにまたはその代理人として、行動するものではなく、また、いかなる助言またはサービスを提供するものでもありません。ELLIOTT MANAGEMENTは、いかなる者に対しても、本書の主題に関連する助言を提供する責任を負いません。本書の受信者は、行動方針を決定する前に、関連するリスクおよび影響を検討し、必要と思われる場合には、自らの独立したアドバイザーと協議する必要があります。

ELLIOTT FUNDSは、対象会社に対して直接的または間接的に投資しています。したがって、ELLIOTT MANAGEMENTはELLIOTT FUNDSの対象会社に関するポジションの収益性に利害関係を有しています。ELLIOTT MANAGEMENTは利益相反の可能性があり、本書は中立的なものとなされはなりません。本書のいかなる記述も、ELLIOTT MANAGEMENTの現在もしくは将来の取引、投票その他の意図を示唆するものではなく、それらはいずれも変更される可能性があります。

ELLIOTT MANAGEMENTは、継続的に対象会社への投資を見直す意向です。会社の財務状況、戦略的方向性、対象会社との協議の結果、全体的な市場環境、ELLIOTT MANAGEMENTが利用可能なその他の投資機会、および希望する取引価格による対象会社株式等の入手可能性を含む様々な要因に応じて、ELLIOTT MANAGEMENTは、その投資の形態または実質(対象会社株式等を含みます。)(を、売買、カバー、ヘッジ、またはその他の変更を、法律で認められている範囲および方法で、ELLIOTT MANAGEMENTのポジション開始以降いつでも(公開市場または相対取引において)行うことができ、そのような変更を他者に通知する義務を負うものではありません。ELLIOTT MANAGEMENTはまた、自己による対象会社への投資について、適切と判断した行動をとる権利を留保します。




ELLIOTT MANAGEMENTは、いかなる第三者からも本書に含まれる記述または情報の使用に対する許可を求めたり取得したりしていません。本書における記述または情報は、ここに記載された見解を当該第三者が支持していることを示すものではありません。本書で使用されているすべての商標および商号は、それぞれその所有者の独占的な財産です。

# エリOTT・マネジメントについて

当社は1977年に設立され、継続運用されている同種の投資会社の中で最も歴史のある会社の一つ

<p></p> <p><b>運用資金約 798億ドル<sup>(1)</sup></b></p> <p>多様な市場サイクルを通じて収益は安定しており、49年に及ぶ歴史の中でマイナス収益は2年のみ</p>	<p></p> <p><b>世界的なプレゼンス</b></p> <p>世界中で投資を展開し、フロリダ、コネチカット、ニューヨーク、カリフォルニア、ロンドンにオフィスを構える</p>	<p></p> <p><b>産業に関する専門知識</b></p> <p>世界各国でインダストリアル・セクターへの投資を行い、豊富な専門知識および成功実績を有する</p>
--	--	---

## 当社の投資アプローチ

-  広範に及ぶデューデリジェンス
-  経営陣や取締役会との建設的なエンゲージメント
-  長期的な価値創造

## 当社の投資事例

注：(1) 2025年12月31日時点

# エリオットの見解の概要

ダイキンは卓越した企業である一方、収益に大幅な改善余地を有している

**ダイキンはHVAC市場のグローバルリーダーである一方...**

**業界トップの市場ポジション:**

HVACの世界No.1プレイヤーとして米国・日本で高いシェアを有し、幅広い顧客・地域に対してエクスポージャーを有する

**巨大成長市場へのエクスポージャー:**

HVACは構造的にGDP成長率を上回る成長産業であり、都市化の進展、電化の進行、気候変動に伴う冷房需要の拡大に加え、足元ではデータセンター向け冷却需要の拡大が追い風

**強固な競争障壁と競争優位性:**

技術革新力、垂直統合、強固な販売網ならびにグローバルな拠点網と規模に支えられた持続的な競争優位性を有する

**...大きく過小評価されている**

**株価はアンダーパフォーム:**  
過去5年間、ダイキン株式はTOPIXを115%下回り、グローバルHVAC同業他社と比べると208%下回っている

**同業他社およびダイキン自身の過去のバリュエーション水準に対して大幅に割安:**  
グローバルHVAC企業の中で最も割安に評価されており、P/Eレシオ（NTM）は18xとどの同業他社よりも割安で取引。また、EV/EBITDA倍率（NTM）は8.9xと、同業他社の17.4xに対して48%のディスカウント。同ディスカウントは2023年前は平均6%で推移していた

**ROEの低迷:**  
利益率の低下と過剰資本に起因して、ROEは過去8年間で15%以上からFY3/26予想で9%まで低下する見込み

## 大幅なEPS改善余地

**1 利益率改善に向けた明確な施策**

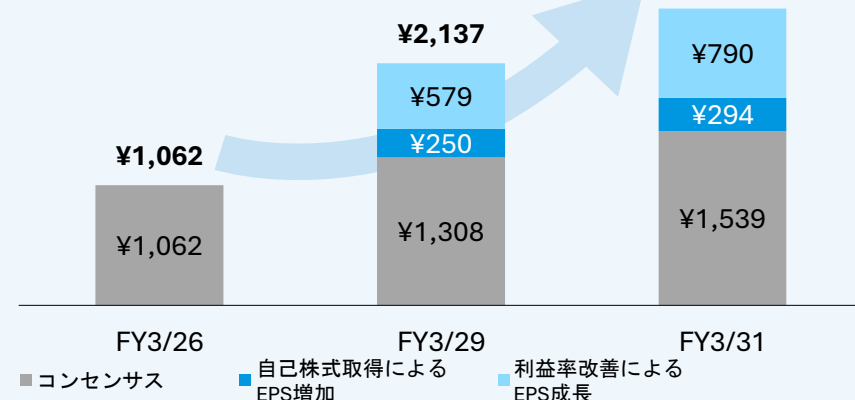
ダイキンのEPS予想  
(1株あたり円)

**2 株主還元の見直し**

コンセンサスに対する  
上昇余地<sup>(1)</sup>  
**>60%**

**3 ポートフォリオにおけるノンコア事業の見直し**

コンセンサスに対する  
上昇余地<sup>(1)</sup>  
**>70%**  
**¥2,623**



出典: Bloomberg (2026年4月17日時点)

注: (1) コンセンサスEPSは、グローバル同業他社におけるUS GAAP会計基準の処理に整合させるため、のれん償却分を調整

# 世界のHVAC業界を牽引するグローバル企業

規模、イノベーション、一貫した対応力を通じて、HVAC業界のグローバルスタンダードを確立



ダイキンは、様々な地域・製品・エンドマーケットで優位性を持つ、世界のHVAC業界におけるNo.1プレイヤー

## 世界規模の事業基盤と リーダーシップ



- HVAC市場での売上高・市場シェアは世界No.1
- 米国・日本でマーケットリーダー、欧州・中国でもトップクラス
- 170カ国以上で事業展開



## 総合的なHVAC プラットフォーム



- 住宅用・業務用・産業用におけるエンドツーエンドの一貫した提供体制
- 成長領域へのエクスポージャー
- 地域・製品・エンドマーケット間でバランスの取れたポートフォリオ

## 構造的な競争優位性



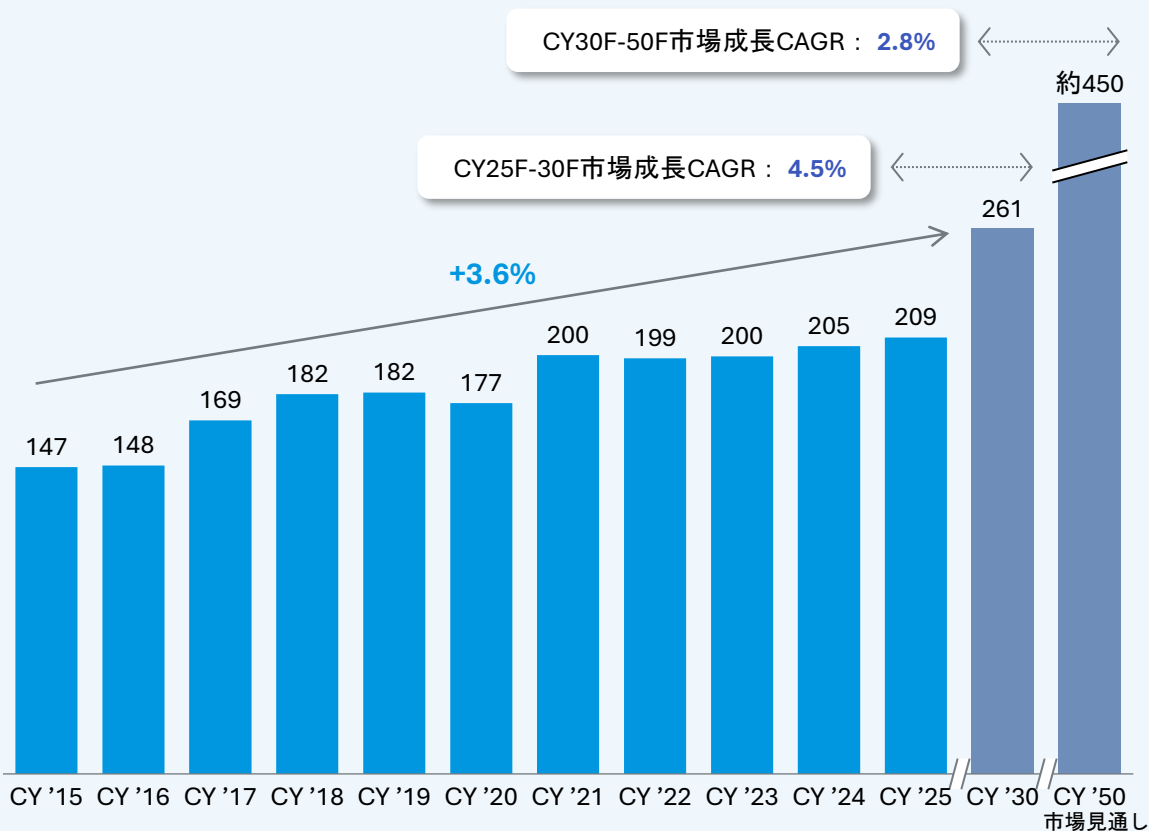
- VRF/VRF、インバータ、冷媒分野における技術リーダー
- 主要部品を垂直統合した事業体制
- 施工業者・販売代理店との強固な関係に支えられたグローバル販売網



# HVAC市場は構造的な追い風を受ける巨大成長市場

世界のHVAC市場は、都市化の進展、HVAC普及率の上昇、規制強化に加え、足元ではデータセンター需要の追い風もあり、GDP成長率を上回る成長が見込まれる

グローバルHVAC市場規模（10億米ドル、CY2015–2050）



## 市場成長の主なドライバー

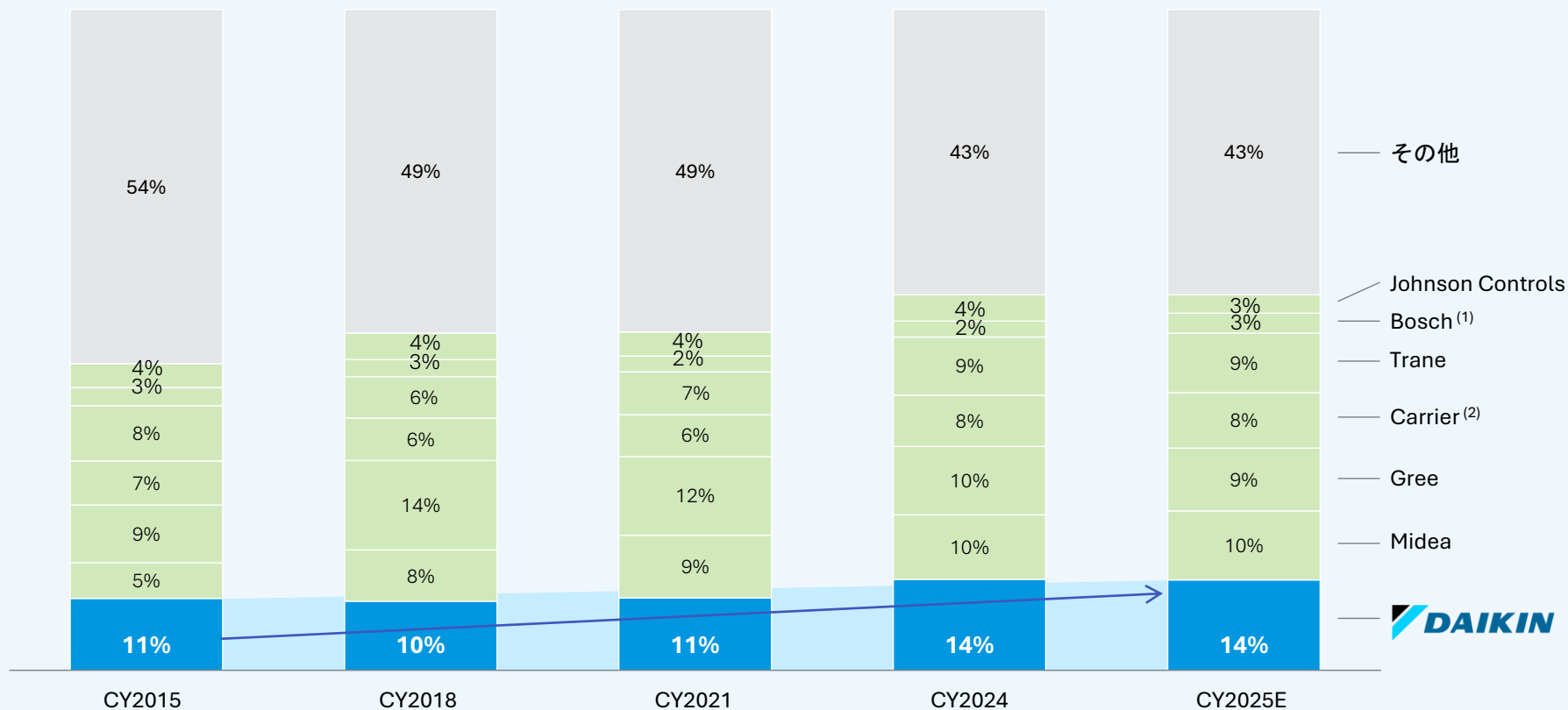
マクロテーマ	概要
経済成長	<ul style="list-style-type: none"> <li>安定したGDP成長がHVAC需要を牽引</li> <li>大規模な設置ストックを背景に更新需要（R&amp;R）が継続</li> <li>金利・住宅ローン金利の低下を受けて、新築・改修需要が回復</li> <li>新興国におけるHVAC普及率が上昇</li> </ul>
規制の変更	<ul style="list-style-type: none"> <li>効率基準の強化や電化政策の進展によりHVACの更新需要が加速</li> <li>補助金制度（例：EUのREPower、米国IRA）がヒートポンプ導入を後押し</li> <li>冷媒規制の強化により、技術更新が進展</li> </ul>
気候変動	<ul style="list-style-type: none"> <li>2050年までに地球の平均気温が1.5°C上昇し、従来は冷房需要が限定的だった地域においても需要が拡大</li> </ul>
データ/クラウド・AIの普及	<ul style="list-style-type: none"> <li>データセンター容量は年率2桁以上で拡大見込み</li> <li>AIなど高負荷用途に対応する高密度冷却システムの需要が拡大</li> </ul>

出典：大手経営コンサルティングファーム、会社開示資料

# ダイキンは過去10年で世界でのシェアを拡大

過去10年間で世界のHVAC市場の寡占化が進む中、ダイキンはシェアを着実に拡大し、世界首位の地位を維持するのみならず、その地位をさらに強固なものとしてきた

ダイキンのグローバル市場シェア（売上ベース%、CY2015-2025E）



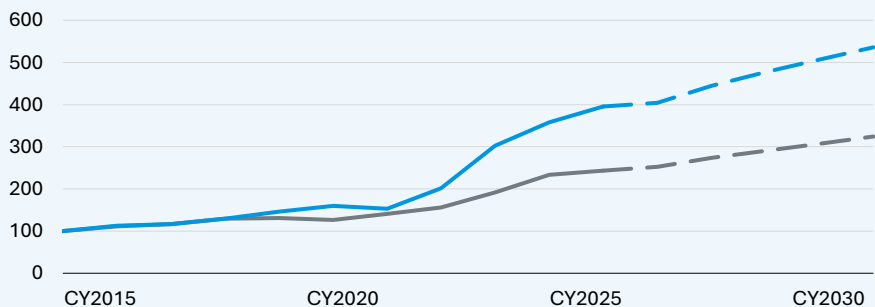
出典：大手経営コンサルティングファーム、会社開示資料

注：(1) BoschによるJohnson Controlsの住宅・ライトコマース事業の買収は2025年8月に完了、通期寄与は2026年以降の想定、(2) Carrierは2023年にViessmannを買収（表示は合算シェア）

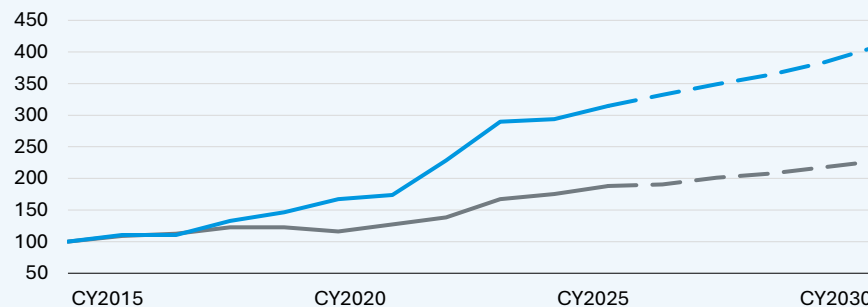
# 全地域で市場成長率を上回る成長を実現

2015年以降、ダイキンは米国・欧州・日本における有力な市場ポジションをさらに高め、各地域の市場成長率を一貫して上回る成長を達成

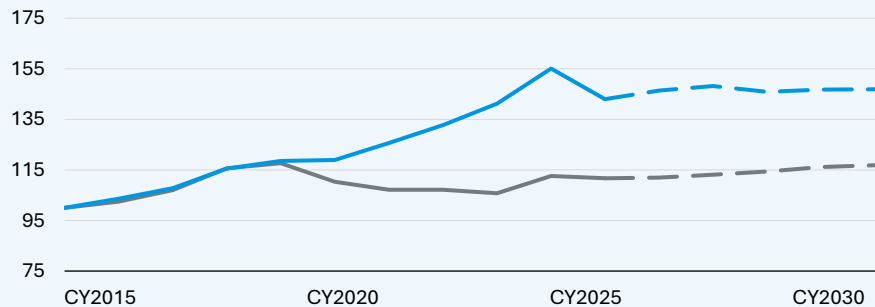
米国 ダイキン売上成長 vs. HVAC市場成長  
(2015年を100として指数化)



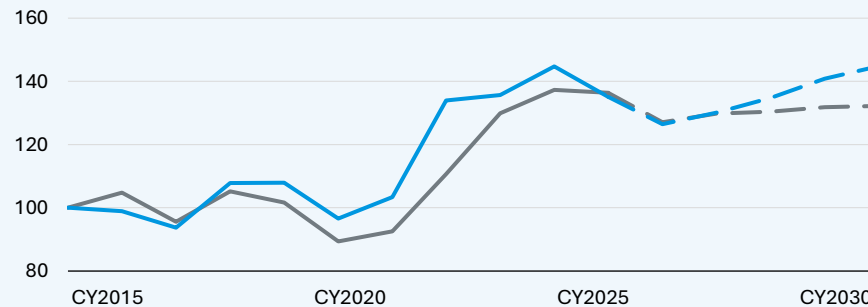
欧州 ダイキン売上成長 vs. HVAC市場成長  
(2015年を100として指数化)



日本 ダイキン売上成長 vs. HVAC市場成長  
(2015年を100として指数化)



中国 ダイキン売上成長 vs. 対象市場成長<sup>(1)</sup>  
(2015年を100として指数化)



出典：大手経営コンサルティングファーム、会社開示資料  
注：(1) 対象市場は中国におけるセントラル空調と定義

# ダイキンは強固な競争優位性を有する

ダイキンは技術力、差別化された生産戦略、強固な販売網、高成長領域へのエクスポージャーを背景に、持続的な競争優位性を確立

## 技術・製品におけるリーダーシップ



- 中核技術のパイオニアかつリーダーとして高効率HVACを支える基盤技術を牽引
- 製品品質・信頼性で競合をリードし、効率性・耐久性でも競合に対する優位性を維持

💬 ダイキンはダクトレス分野およびVRV/VRF技術において、おそらく全ての競合を上回っている

経営幹部、競合企業

## 垂直統合



- 部品から販売・流通まで一貫統合し、コンプレッサー・冷媒・販売店網を自社で保有
- 競合を上回る垂直統合により、コスト管理の高度化と供給対応の迅速化を可能にしている

💬 ダイキンの内製化と直販モデルは、競合対比で構造的なコスト優位性と供給面での優位性をもたらしている

BofA (2025年8月)

## 高成長領域へのエクスポージャー



- 住宅向け分野で強固な市場ポジションを有する（安定または回復局面にある米国の冷房、欧州のヒートポンプを含む）
- 業務用・産業用HVAC分野でも上位4社の一角を占める（データセンター向けを含む）
- 欧州の電化進展や米国の更新需要を追い風に、競合を上回る幅広い成長機会を取り込む

💬 ヒートポンプおよびアプライド空調が主要な成長ドライバーとなり、ダイキンは業界平均を上回る成長が期待できるポジションにある

UBS (2025年5月)

## 強固な流通・販売網



- 日本では小売向け直販、欧州は施工業者網、米国はGoodman/Amana経由のディーラー網という広範な販売ネットワークを有する
- すべての主要市場を統合的にカバーする唯一のグローバルHVAC企業

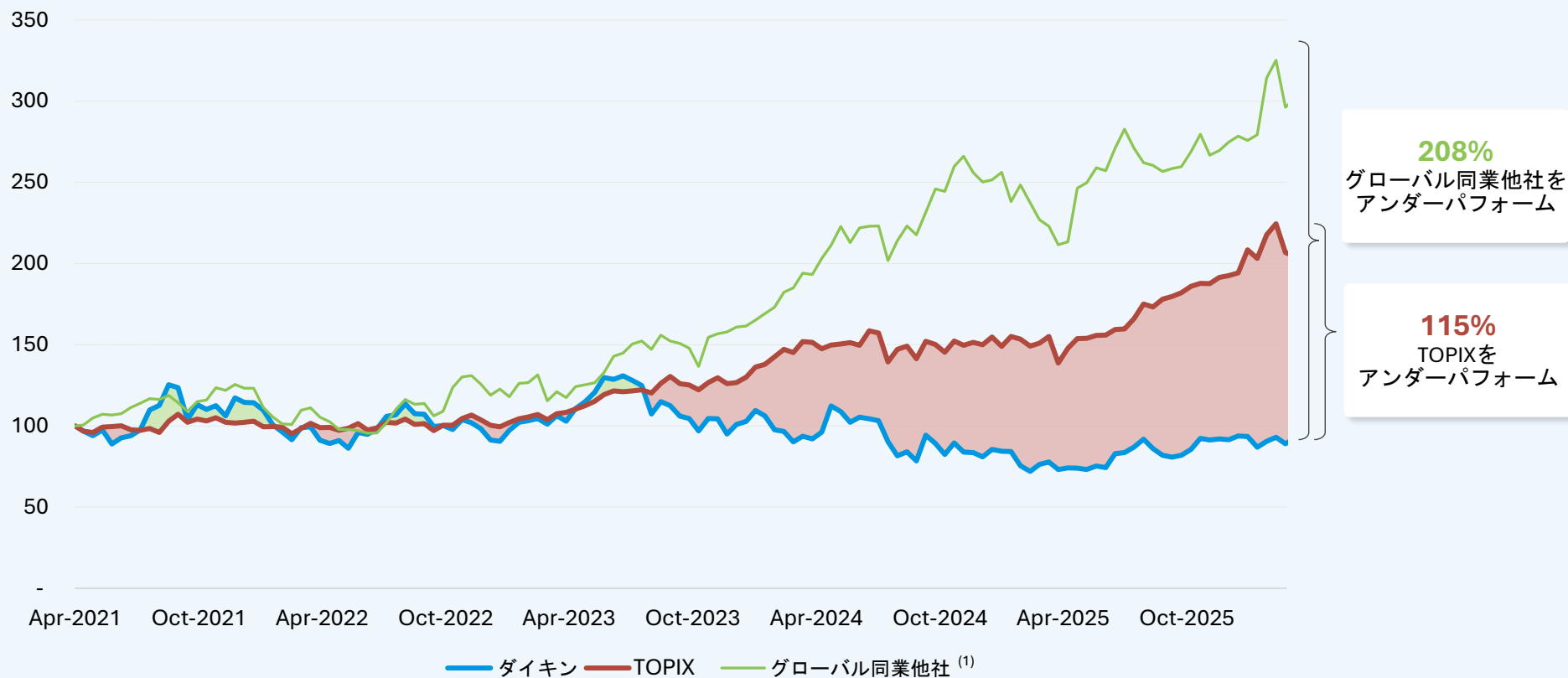
💬 ダイキンの施工業者との関係性は欧州でもトップクラスであり、プレミアムヒートポンプの展開において決定的な強みとなっている

マネージングディレクター、インテグレーター

# 近年、ダイキン株式は軟調に推移している

過去5年間で、ダイキン株式はTOPIX対比で115%、グローバル同業他社対比で208%アンダーパフォームしており、直近約3年間ではその差がさらに拡大している

5年間のTSR（株主総利回り）指数

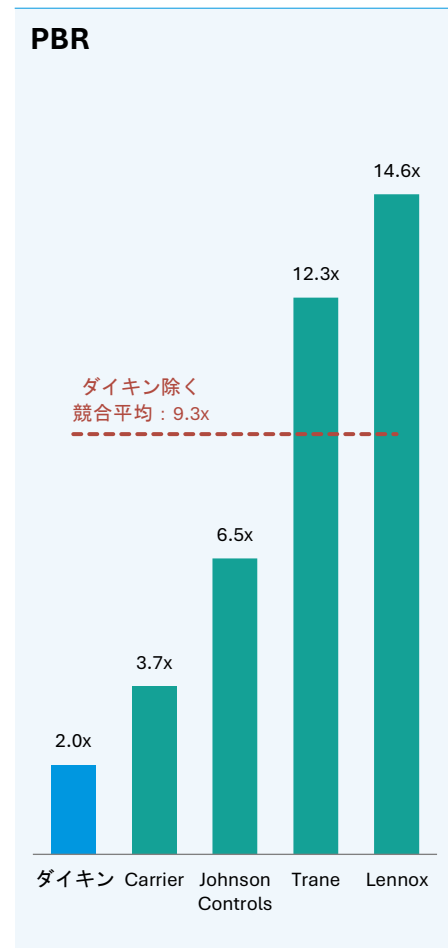
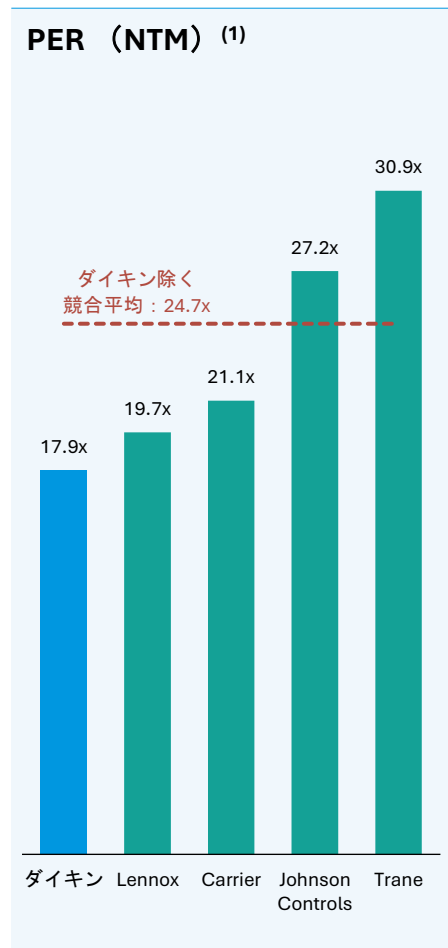
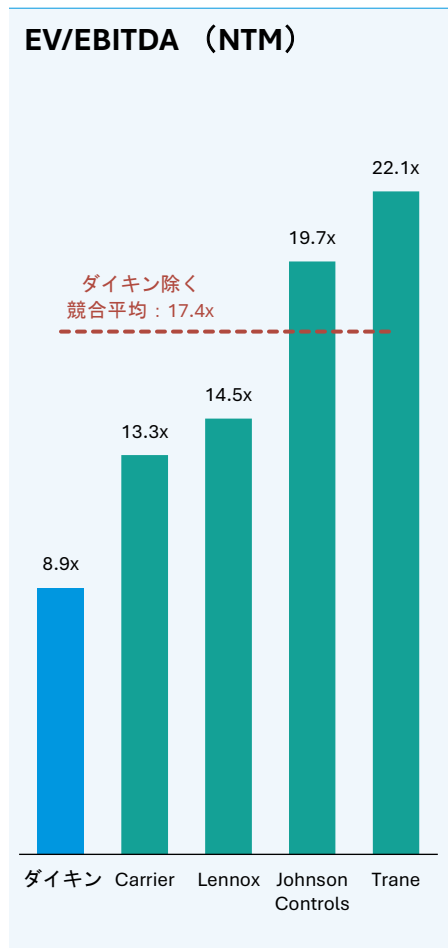
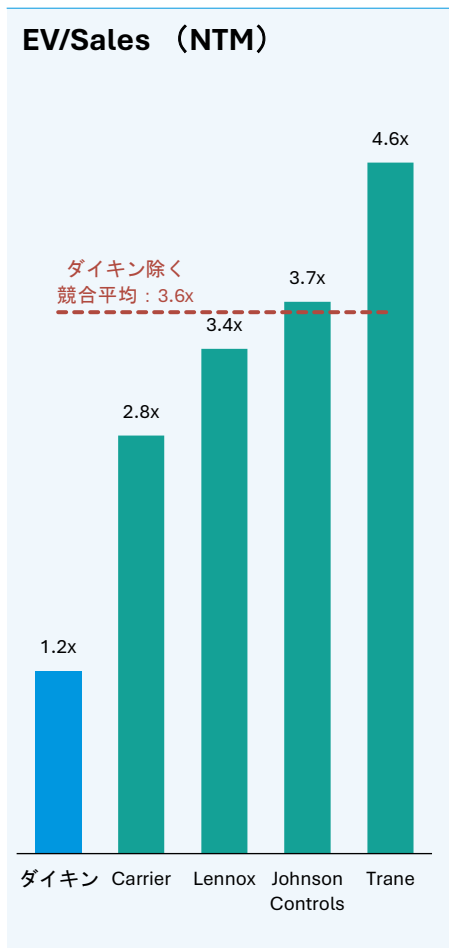


出典：Bloomberg（2026年4月17日時点）

注：(1) グローバル同業他社はTrane、Johnson Controls、Carrier、Lennoxを含む

# ダイキンは、世界のHVAC企業の中で最も割安に評価されている

主要なバリュエーション指標のすべてにおいて、グローバル同業他社に対して大幅なディスカウントで取引されている



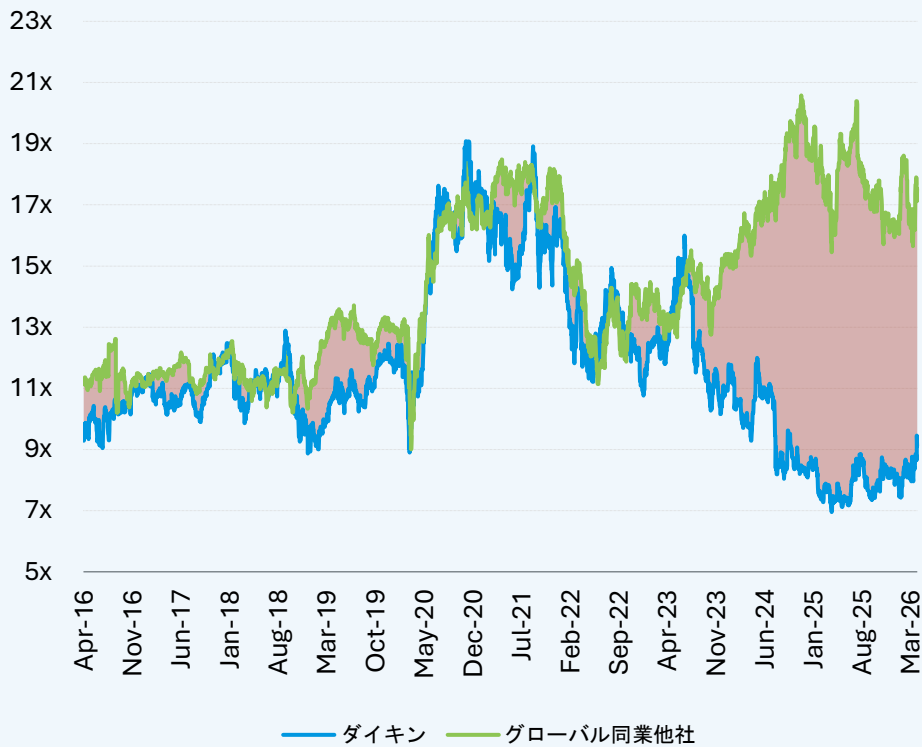
出典：Bloomberg（2026年4月17日時点）

注：(1) ダイキンのPERは、グローバル同業他社におけるUS GAAP会計基準の処理に整合させるため、のれん償却分を調整

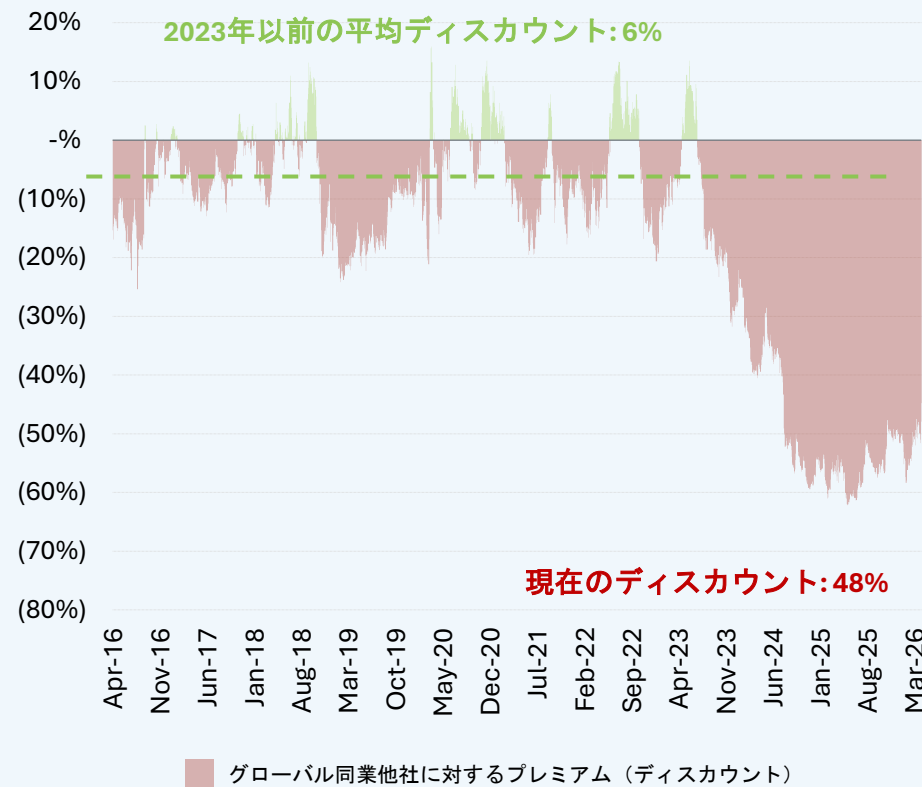
# グローバル同業他社に対するディスカウントは過去最大水準

ダイキンのグローバル同業他社に対するディスカウントは、2023年以前の平均約6%から足元では約50%にまで拡大し、過去10年間で最大水準にある

バリュエーションの過去推移  
EV/NTM EBITDA



グローバル同業他社に対するダイキンのディスカウント推移  
EV/NTM EBITDA



出典：Bloomberg（2026年4月17日時点）

注：グローバル同業他社はTrane、Johnson Controls、Carrier、Lennoxを含む

# 低ROEが企業価値評価の低迷の主要因

ダイキンの過小評価されたバリュエーションの是正には、ROE向上が不可欠との見方で市場関係者は一致

## アナリストのコメント



同社が**新中期経営計画で積極的な株主還元策を打ち出すことができれば**、ROE改善期待から米国競合対比で**割安感が際立つと弊社は考えている**

SMBC日興証券（2025年12月19日）



「**FUSION30**」経営計画において、ROEおよびROIC向上に向けた**資本配分と指標管理を組み込むことが**、ダイキン経営陣の実行力に対する投資家の**信頼向上につながる**と考える

ジェフリーズ証券（2026年3月4日）

## ダイキンのコメント



[...] ご指摘のとおりで、株価が長期低迷している要因はいろいろあるんですけども、その中の一つが、やはり**ROEがずっと下がってきている**、**利益率が下がってきていることは認識してます**  
高橋 孝一氏、ダイキンCFO（2025年2月5日、Q3 2025決算説明会）

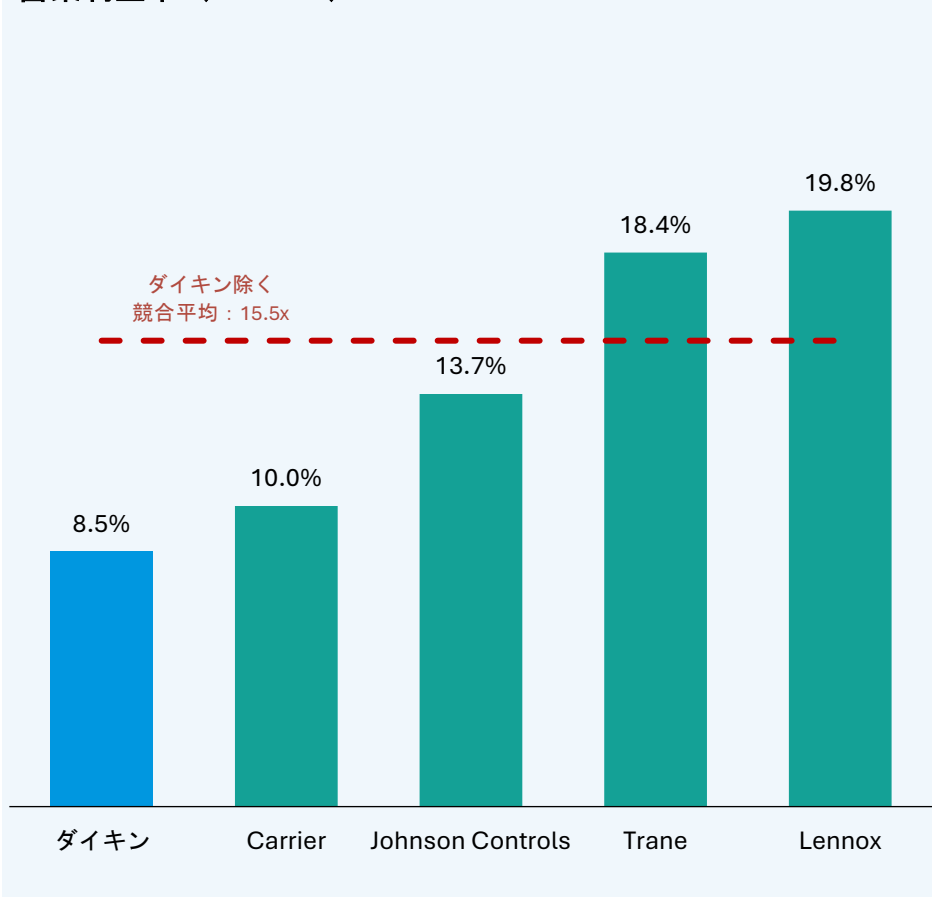


[...] 決算説明会では[...] **資本効率の向上についても経営として注力していく考えが示された**。**ROEを重視した取り組みを十分検討し発表していきたい**とした

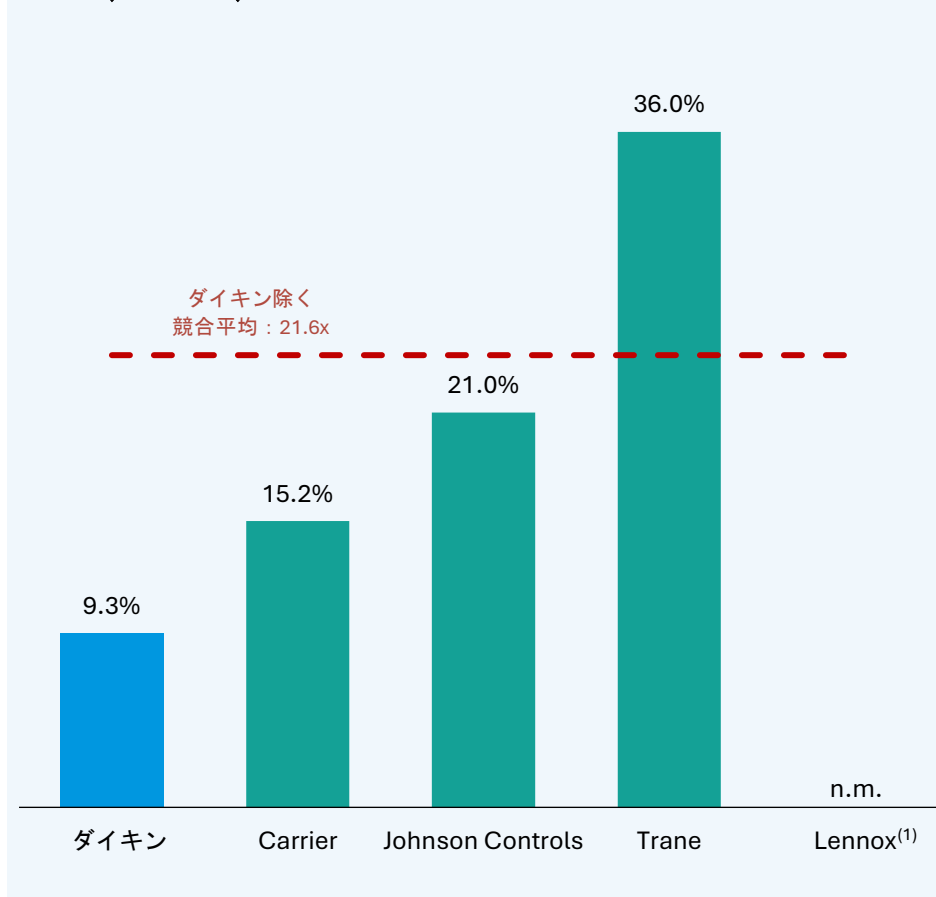
野村証券（2025年8月6日）

# すべてのグローバル同業他社に対してROEおよび営業利益率で劣後

営業利益率 (FY3/26E)



ROE (FY3/26E)



出典：Bloomberg (2026年4月17日時点)

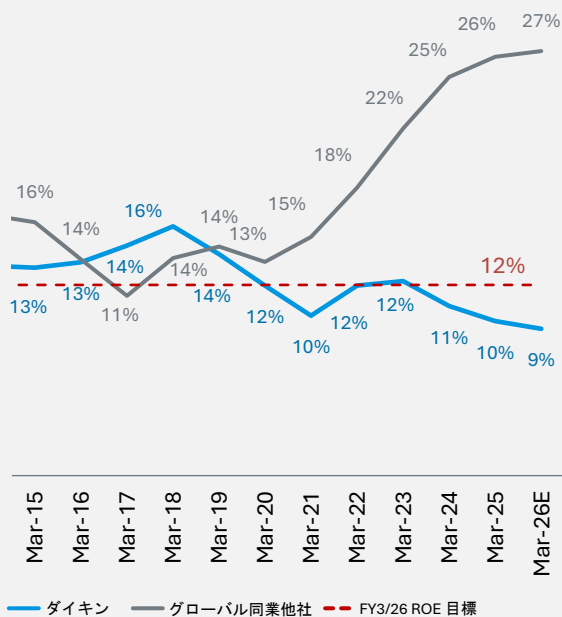
注：Lennoxは近時まで自己資本がマイナスであり、有意なROEが算出不可であることから除外。FY3/26Eの数値はコンセンサスに基づく

# 同業他社とのレバレッジおよび利益率の差は拡大している

資本効率および利益率は、かつてはグローバル同業他社と比肩する水準にあったものの、過去10年間で低下

## ROE

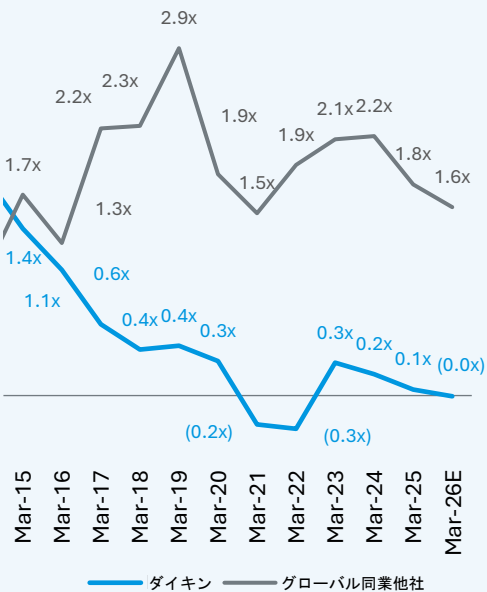
かつては同水準だったものの、過去数年間で同業他社<sup>(2)</sup>がROEを改善する一方、ダイキンのROEは低下



## 主要な課題

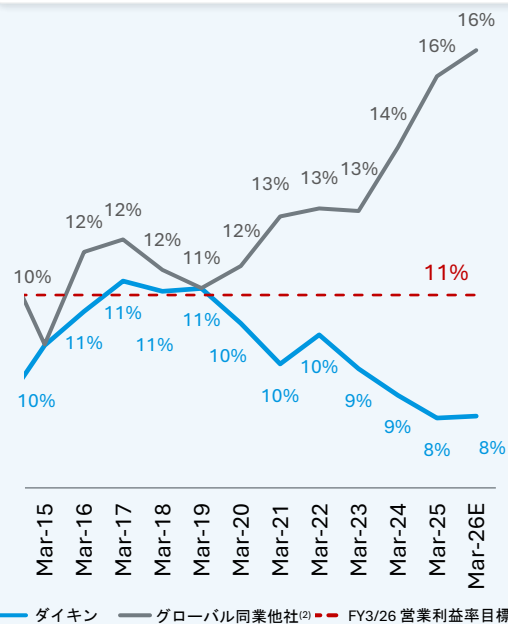
### ネットデット<sup>(1)</sup>(x EBITDA)

同業他社<sup>(2)</sup>のレバレッジは約2倍ほどであるのに対し、ダイキンのレバレッジは約0倍まで低下



### 営業利益率

同業他社の利益率が約10%から15%に改善する一方、ダイキンの利益率は10%以上から約9%にまで低下し、FY3/26目標である11%も下回る

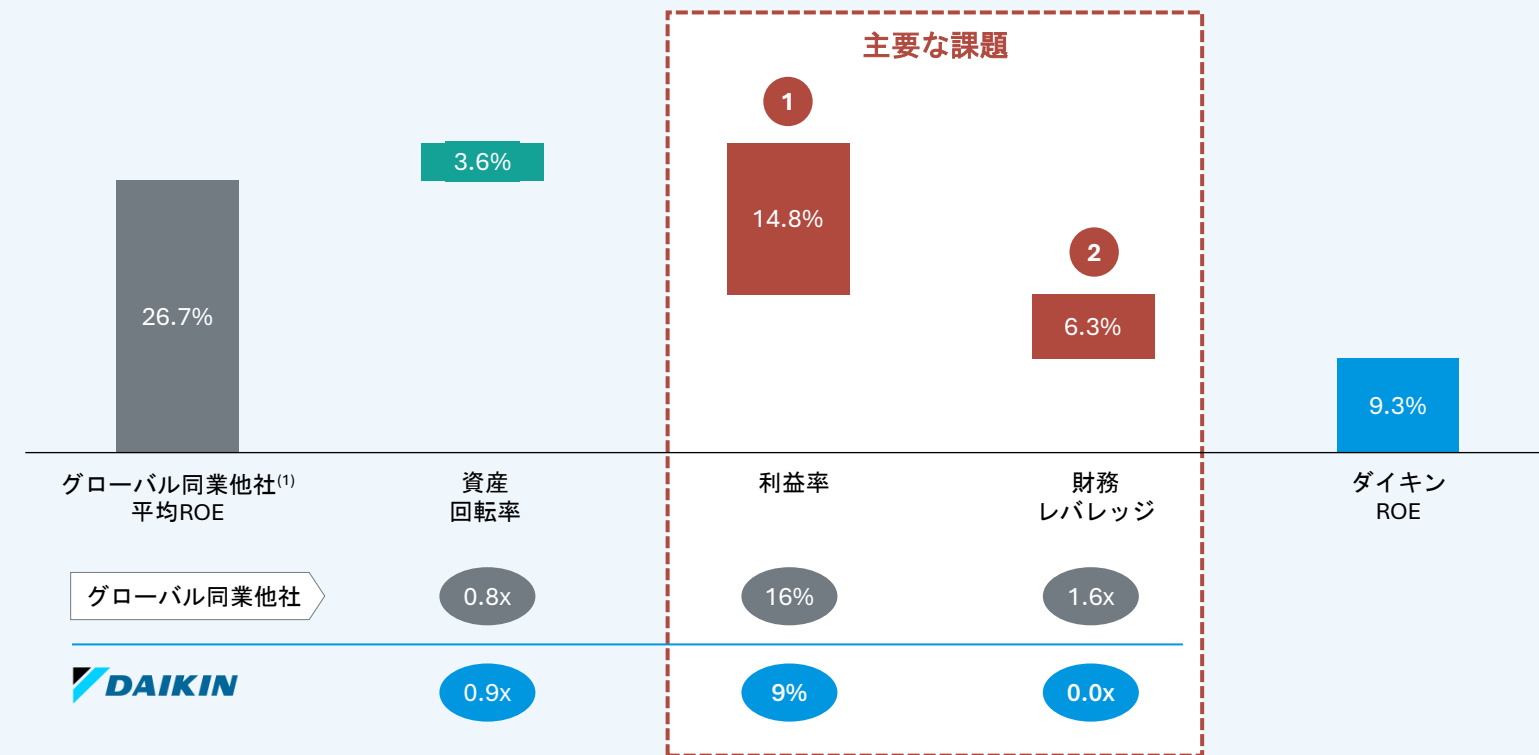


出典：Bloomberg（2026年4月17日時点）

注：決算期が3月期以外の同業他社については3月期に合わせて期間調整を実施。FY26/3はコンセンサスに基づく。(1) ネットデット（純有利子負債）にはファイナンスリースを含み、ダイキンについては政策保有株式の価値（税引後）を含む。(2) グローバル同業他社はJohnson ControlsおよびTraneを含む。Carrierについては2020年上場で過去データが限定的であることから除外し、Lennoxについては近時まで自己資本がマイナスでROEが算出できないことから除外し、2015-2017年間のJohnson Controlsについては自己資本が小さく有意なデータとならないことから除外

# ダイキンのROEの低迷は、過剰資本と低利益率に起因

## FY3/26Eのコンセンサス予想に基づくROEの分解



### 改善策：

- 1 詳細なコスト削減施策を盛り込んだ利益率改善計画。利益率改善余地に関する当社の見解については後述
- 2 適切なレバレッジ水準と自己株式取得を通じた自己資本の圧縮を含む、バランスシートの適切なコントロール

ダイキンは、利益率の改善とバランスシートの適切なコントロールを通じて、主要な課題を解決する機会を有している

出典：会社開示資料、Bloomberg（2026年4月17日時点）

注：(1)グローバル同業他社はJohnson ControlsおよびTraneを含む。Carrierは2020年上場で過去データが限定的であることから除外し、Lennoxは近時まで自己資本がマイナスであり、有意なROEが算出不可であることから除外

# 業界の専門家はコスト面での改善余地があると考えており...

外部ステークホルダーは、ダイキンには成長を損なうことなくコスト基盤の効率化を進める余地があるとみている



<b>販管費</b>	<p>ダイキンは買収した企業の統合を完了させておらず、それに<b>伴うコストが残ったまま</b>になっている 元上級幹部（ダイキン）</p>	<p><b>短期的には</b>、[買収した]拠点の<b>真の統合作業を完了させることで、SG&amp;Aを徹底的に見直し</b>[大幅に削減]する機会がある 元上級幹部（ダイキン）</p>	<p><b>シェアードサービス化</b>や一部技術サービスの統合の余地は大きく、大きなコスト削減につながる可能性がある 元上級幹部（ダイキン）</p>
<b>設備投資</b>	<p><b>設備投資に関する規律は十分とは言えない</b> 元事業部CXO（ダイキン）</p>	<p>同社は高い成長を継続するために積極的な投資を行ってきたが、近年では<b>売上規模に比した設備投資規模が大きくなって</b>いる] Morgan Stanley（2024年12月）</p>	<p>ダイキンは追加で別の新工場も建設したが、現在は<b>実質的に遊休状態</b>にある 元上級幹部（ダイキン）</p>
<b>生産拠点</b>	<p>ダイキンには生産拠点の<b>集約に関して大きな機会がある</b> EVP（HVAC OEM）</p>	<p>ダイキンは<b>ヒューストンに巨大な施設を建設した</b>。その投資額は4億5000万ドルを超えていたが...、稼働率は低い 元上級幹部（ダイキン）</p>	<p>ダイキンが<b>ベルギー・オステンド工場を維持すべきかは明確ではない</b>[...]特に東欧に、より<b>新しく低コストの工場</b>を有していることを踏まえると、なおさらである 元上級幹部（ダイキン）</p>
<b>商品・収益</b>	<p><b>販売インセンティブを数量</b>ではなく粗利率に連動させることで<b>利益率を押し上げ得る</b> BofA（2025年8月）</p>	<p>私がダイキンを経営するなら、<b>商品ラインアップの数をもっと絞る</b> 元上級幹部（ダイキン）</p>	<p>ダイキンは[...]<b>調達効率</b>があまり高くない、部品の購入に際して同業他社より高い価格を支払っていることが多い 元上級幹部（ダイキン）</p>

出典：エキスパートインタビュー、大手経営コンサルティングファーム（引用部の強調は当社による）

## ...また、ダイキンの経営陣も同様の認識を有している

経営陣は一貫して、コスト規律の強化と利益率の改善を、新中期経営計画で取り上げるべき重要な戦略課題として強調



### ダイキンの決算説明会における主なコメント

[...]意識が売上高拡大に行き過ぎていたなという反省がございましたので、収益性の向上と資本効率の向上、これを意識した経営にシフトしていこうと今考えております

1Q決算説明会（2025年8月）

次期中計の中では、利益率を上げていくのが最大の眼目[...]一方で、トップラインの成長も意識していきたいと思っています。事業拡大していきながら収益性を上げていく

3Q決算説明会（2026年2月）

今年は、グローバル横串でコストダウンテーマを共有して、実行を進めて、過去最大の500億円規模のコストダウンに挑戦

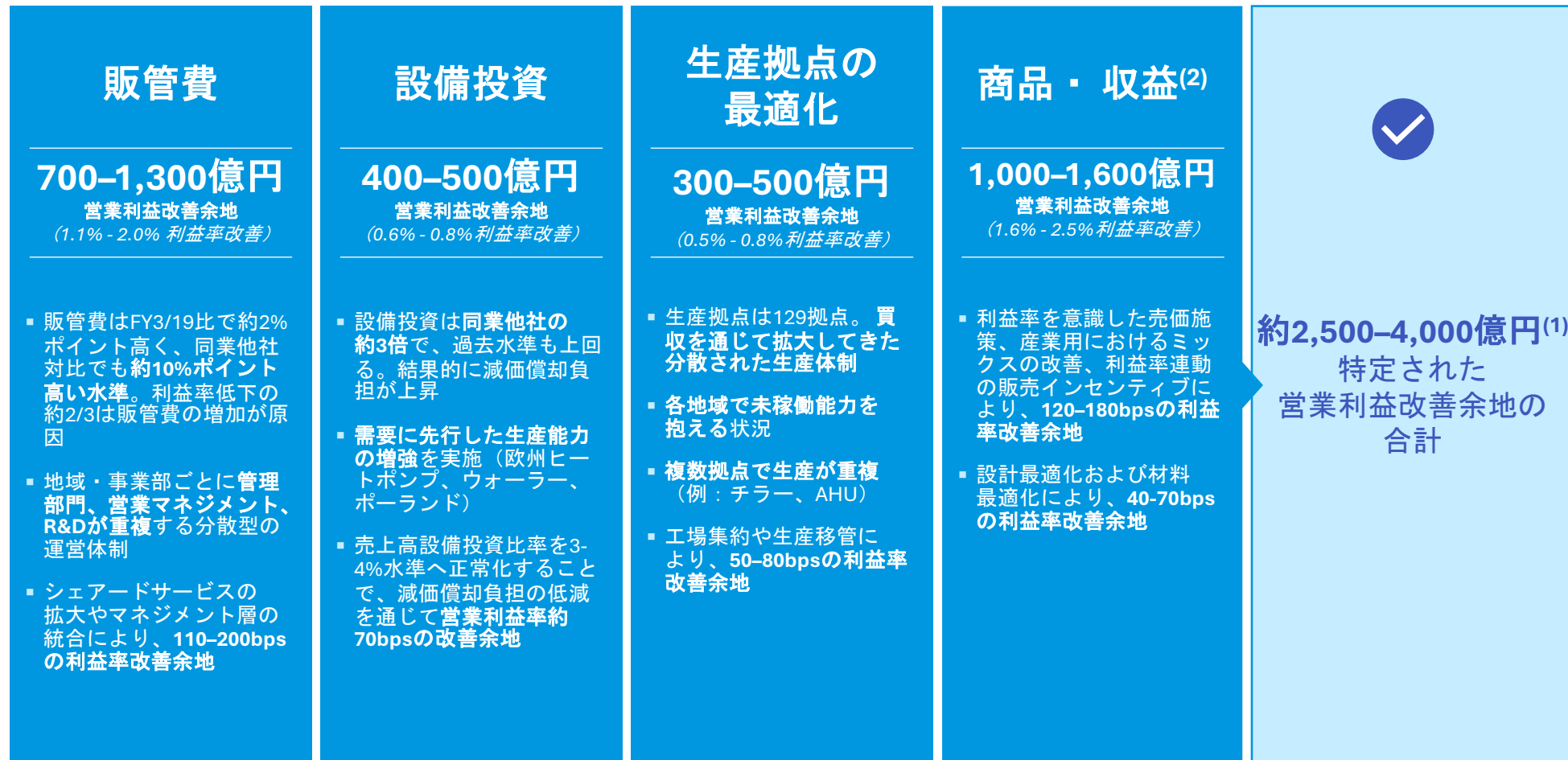
年度決算説明会（2023年5月）

[...]グローバルトータルでのコストダウン・調達力の抜本的強化、固定費の効率化など、これまで取り組んでまいりました重点テーマの成果創出を図り[...]過去最高業績の達成を目指します

年度決算説明会（2025年5月）

# ダイキンには利益率14%達成に向けた具体的な機会があると思料

体系的なコスト見直しにより、FY3/31までに少なくとも5%ポイントの利益率改善に向けた明確な道筋が存在すると考えており、ダイキンは内部情報を踏まえ、さらなる改善施策も検討し得る



出典：会社開示資料、エキスパートインタビュー、大手経営コンサルティングファーム

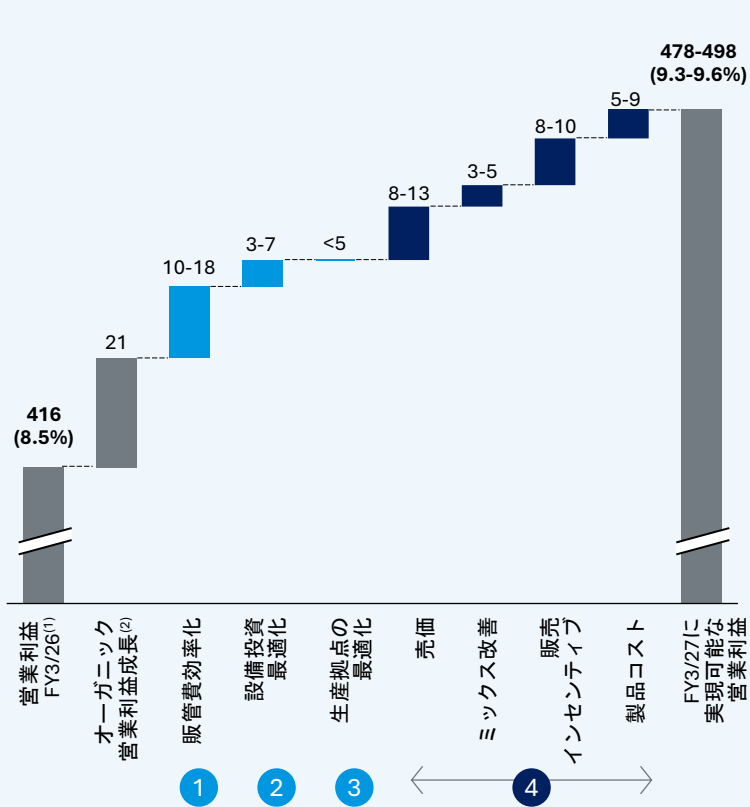
注：(1)コスト削減は、コンセンサスFY3/31F売上高に対する利益率改善額として算出。各項目の営業利益影響額の合算は端数の関係で合計と一致しない点に留意、(2)売価、製品ミックス、販売インセンティブ、製品コストに関する施策を含む

# ダイキンは1年以内に利益率を1%ポイント以上改善させる余地があり...

複数の施策は直ちに実行可能であり、短期的な利益率改善に貢献し得る

## 営業利益ブリッジ

(10億円、FY3/27に実現可能な営業利益)



### 施策

### 短期的な成果

1 販管費の効率化  
(FY3/27中に20-40bpsの営業利益率改善)

- 北米および中国において、財務関連機能（A/P、A/R、会計等）の機能をシェアードサービスセンターへ集約
- 地域横断でのマネジメント層統合の第一弾の実施により、初期的な営業利益改善を実現

2 設備投資の最適化  
(FY3/27中に5-15bpsの営業利益率改善)

- 設備投資は重要な拡大案件に重点配分（例：米国アプライド事業）
- 売上高対比の設備投資を過去平均水準である約4%まで引き下げ、FY3/27までに減価償却費の低減による初期的なコスト削減を実現

3 生産拠点の最適化  
(FY3/27中に<5bpsの営業利益率改善)

- 北米（アプライド）、欧州（ヒートポンプ、アプライド、コンプレッサ）、中国（VRV、チラー）において生産拠点最適化の取り組みを開始
- 段階的な実施を想定しているため、初年度の営業利益への影響は限定的

4 商品・収益  
(FY3/27中に50-70bpsの営業利益率改善)

- 値引き規律の見直しおよび売価施策の強化、ならびに利益率重視の販売インセンティブ導入による営業利益改善
- 低価格帯の製品において、銅使用量の多い部品をアルミへ切替えるための技術検証およびサプライヤー認定を実施

出典：会社開示資料、エキスパートインタビュー、大手経営コンサルティングファーム

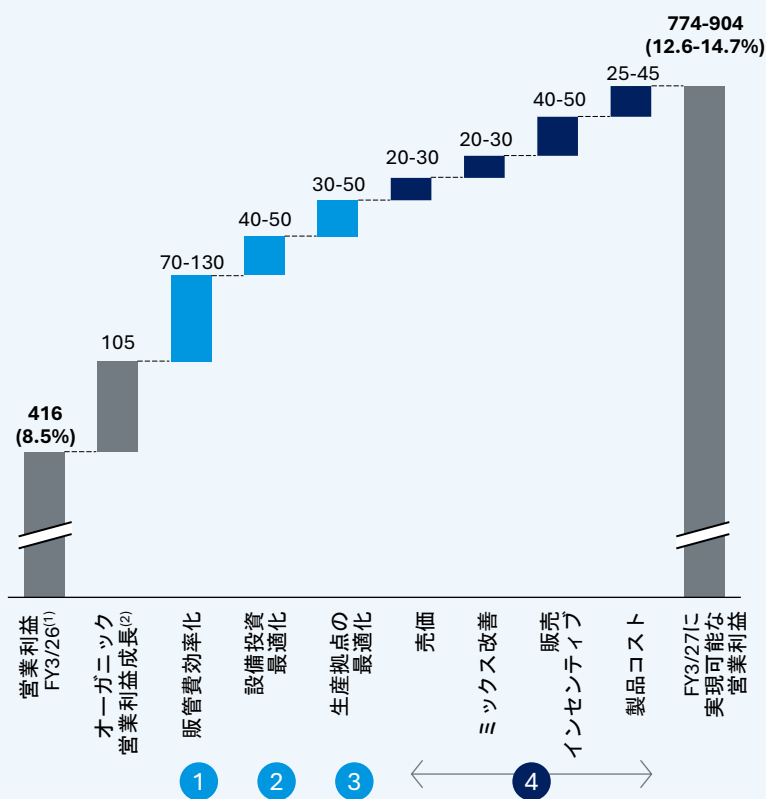
注：(1) コンセンサス営業利益予想、(2) FY3/26の営業利益率を一定と仮定し、コンセンサス売上高予想に基づき算出

# ...5年以内には利益率を5%ポイント以上引き上げることが可能

バックオフィス統合や拠点配置の最適化などの追加施策により、実行リスクを限定しつつ、さらなる利益率の向上が可能

## 営業利益ブリッジ

(10億円、FY3/31に実現可能な営業利益)



### 施策

### 中長期施策

1 販管費の効率化 (FY3/31中に110-200bpsの営業利益率改善)

- ダイキングループの主要事業（例：住宅用空調、アプライド、AAF、冷凍）において、**バックオフィス機能を完全に統合**
- 地域本社を統合**（重複するCXOポジションを解消）し、**営業機能をスリム化**

2 設備投資の最適化 (FY3/31中に60-80bpsの営業利益率改善)

- 売上高対比の設備投資を約4%に抑制することで、FY3/31までに**減価償却費の低減による利益率引き上げ効果が拡大**
- アプライド事業や東南アジア・アフリカの住宅用事業など、成長領域へ重点的に設備投資を配分し、**売上成長を維持**

3 生産拠点の最適化 (FY3/31中に50-80bpsの営業利益率改善)

- 重複するアプライド製品の生産ラインの段階的移管の完了（例：チラー、エアハンドリングユニット）
- 欧州の住宅用ヒートポンプ生産をポーランドに集約し、コンプレッサー生産を東アジアへ移管、AHU生産を統合
- 中国では**重複する生産ラインを整理**（例：VRV、チラー）

4 商品・収益 (FY3/31中に160-250bpsの営業利益率改善)

- アルミベース設計を前提に、プロセス標準化を通じて**工場配置の最適化および自動化を促進**
- 販売インセンティブ制度、値引き規律、売価施策の見直し**による営業利益改善効果をFY3/29までにすべて実現

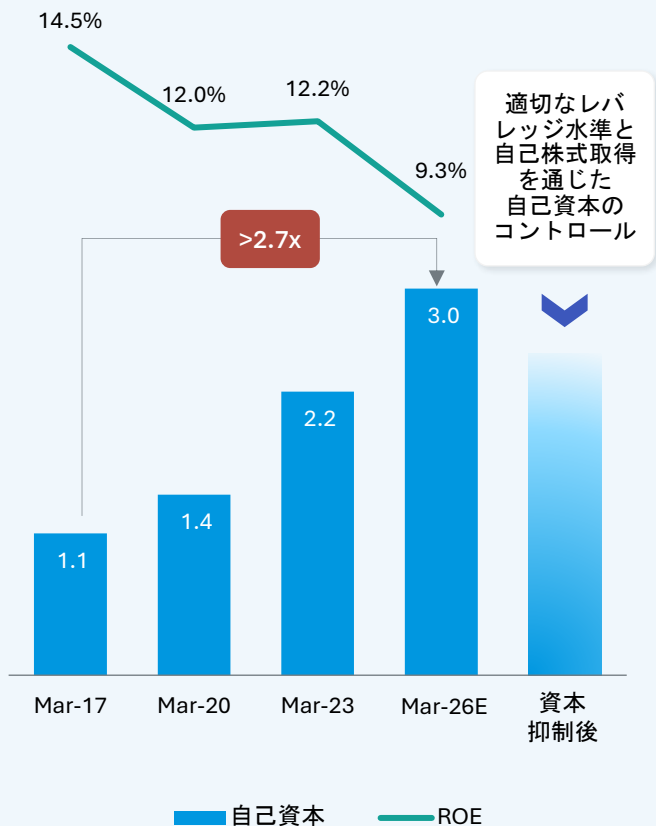
出典：会社開示資料、エキスパートインタビュー、大手経営コンサルティングファーム

注：(1) コンセンサス営業利益予想、(2) FY3/26の営業利益率を一定と仮定し、コンセンサス売上高予想に基づき算出

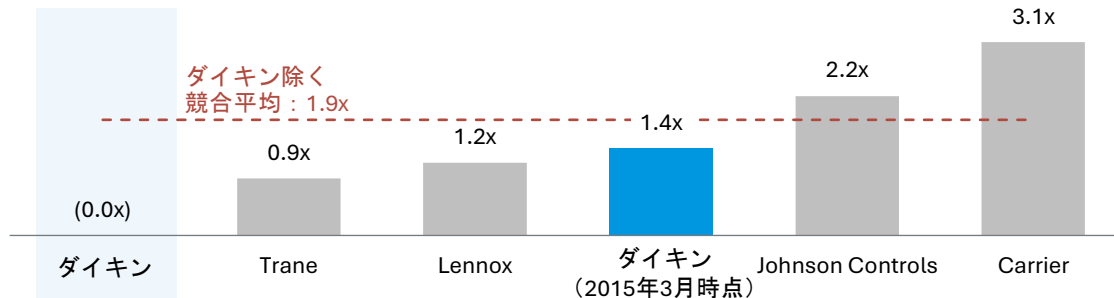
# ダイキンは自己資本の適切なコントロールによりROEをさらに向上可能

ダイキンにはレバレッジを適正化し、過去10年間で2.7倍にまで増加した自己資本を、株主への資本還元を通じて削減する余地が1兆円以上存在

ダイキンのROEおよび自己資本  
(自己資本、兆円)



ネットデット (x EBITDA)



## 信用格付機関のコメントからは追加的なレバレッジの余地が示唆される

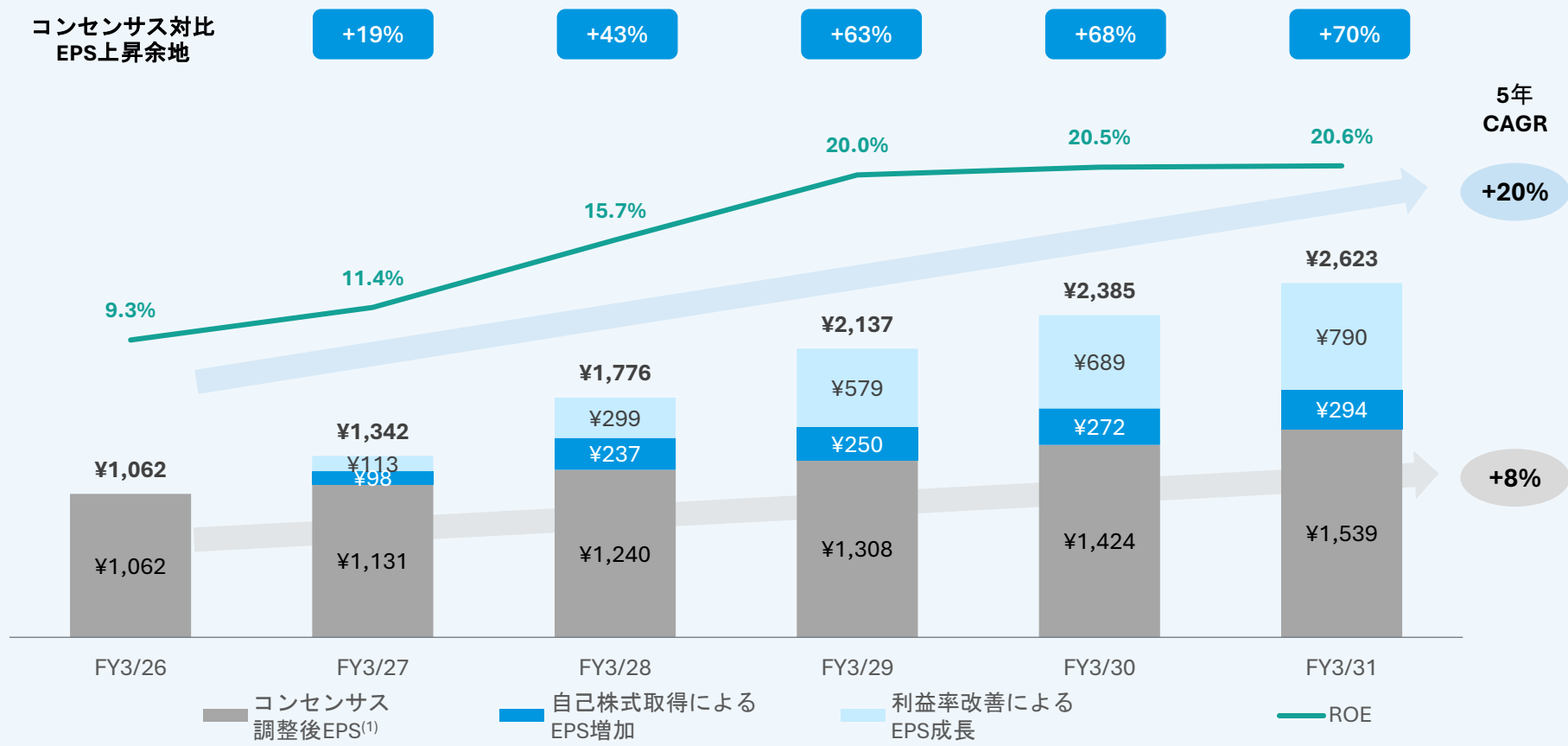
機関	日付	コメント
Moody's	2025年6月	ダイキンがコスト削減策の実施に失敗した場合、あるいは多額の借入金を買収を行った場合、当社は同社の格付けを引き下げる可能性がある[...]。例えば、負債対EBITDA倍率が2.0倍を上回り続ける場合や、EBITDA利益率が10%を下回り続ける場合は、格付け引き下げの要因となる
格付投資情報センター	2025年7月	米国の関税政策による費用負担の影響が[...]ダイキン工業の格付には響かないとR&Iではみている。[...]キャッシュフロー創出力は高く、高水準の投資が続いても強固な財務基盤を保てよう
日本格付研究所	2025年7月	財務構成は良好であり、今後も現状の財務健全性が損なわれる可能性は低い

出典：Bloomberg（2026年4月17日時点）、信用格付機関（引用部の強調は当社による）

# 今後5年間における大幅なEPS改善余地

自己株式取得による自己資本のコントロールと利益率改善施策の実行を通して、今後5年間のEPSは年率20%の成長を実現できる見通し

ダイキンのEPSおよびROE予測（一株あたり、%）



出典：Bloomberg（2026年4月17日時点）

注：(1) コンセンサスEPSは、グローバル同業他社におけるUS GAAP会計基準の処理に整合させるため、のれん償却分を調整、(2) 自己株式取得はFY3/27およびFY3/28に現時点の株価にて合計1兆円を実施する前提

# ノンコア事業の見直しを実施する大きな機会

AAF（フィルター）、AHT（冷凍・冷蔵ショーケース）、油圧機器はポートフォリオ内での戦略的整合性が限定的であり、売却に向けて優先的に検討を進める余地があると思料



優先して対応すべきノンコア事業はダイキン売上の約10%に相当する。これらの事業の整理は経営資源をコア事業へ集中させ、ポートフォリオの規律に対する確固たる姿勢を示す

出典：エキスパートインタビュー、大手経営コンサルティングファーム

---

# 詳細分析： 利益率改善計画



# 利益率改善のための施策案

ダイキン経営陣は、利益率を持続的かつ有意に改善するための、多様で具体的な施策を実行する機会を有する

## 営業利益率向上に向けた具体的な施策案

- **販管費効率化**：地域ごとの組織のスリム化、共通機能の集約、研究開発およびマネジメント層の簡素化により重複を削減し、オペレーティングレバレッジを改善
- **設備投資の最適化**：資本集約度を平準化し、需要に合わせた高リターン投資を優先。例えばアプライドおよび住宅用空調の高成長市場に注力することにより、減価償却費を抑制し、営業利益率の改善を図る
- **生産拠点の最適化**：製造ネットワークの合理化、拠点統合、コスト優位性を有する地域への生産移管を進めるとともに、オペレーションを標準化
- **商品・収益<sup>(1)</sup>**：商品・SKUの簡素化、調達の高度化、価格規律の強化、販売インセンティブの利益率連動化、およびアプライド事業やサービス事業などの高収益事業の拡大

出典：大手経営コンサルティングファーム

注：(1) 販売価格の引き上げ、商品ミックスの改善、製品コストの削減に向けた施策を含む




# 販管費改善：主要3施策

シェアードサービス、R&D、マネジメントや営業体制の統合により、FY3/31までに営業利益で約700億~1,300億円（営業利益率110~200bps）の改善余地

施策	背景	市場コメント
<p>1 シェアードサービス組織の構築</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>重複するバックオフィス機能を削減               <ul style="list-style-type: none"> <li>事業部間（例：米国の6つの事業部それぞれが独自の一般管理費構造を保有）</li> <li>地域間（例：中国では各地域ごとに独自の一般管理費構造を保有）</li> </ul> </li> <li>シェアードサービスの取組みを欧州ではすでに開始済み</li> </ul>	<p>[北米では]各事業部がそれぞれ独自のバックオフィスを運営している 元社員（ダイキン）</p> <p>ダイキンは中国で、多くの地域事業部があり、それぞれが独自のバックオフィスを持っている 元社員（ダイキン）</p>
<p>2 R&amp;Dの重複解消・統合</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>R&amp;Dおよび商品開発における重複を最小化（現在の50以上のR&amp;D拠点を対象に、グローバルおよび地域横断で見直し）</li> <li>同業他社のR&amp;D拠点はより集約されている：Carrier（39拠点）、Johnson Controls（10~20拠点）、Trane（3拠点）</li> <li>開発力を維持しつつ、研究開発費を削減</li> </ul>	<p>R&amp;D拠点が50以上あるのは多すぎる[...] 主要な商品カテゴリーでは、商品開発をさらにグローバルに統合できる 元社員（ダイキン）</p> <p>共通のR&amp;Dセンターへ統合する余地がある。プラットフォームを買収しても、R&amp;D拠点の統合までは行われていない 元社員（ダイキン）</p>
<p>3 マネジメント・営業体制の統合</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>重複する経営体制を解消</li> <li>販売モデルを簡素化し、重複する営業組織間のチャネルコンフリクトを最小化</li> <li>同業他社と同様の統合型組織体制へ移行</li> </ul>	<p>より統合されたマネジメント体制は、経営の質の向上につながる。間接費削減に加え、時間の効率化や業務効率の改善といった大きな効果も見込まれる 元社員（ダイキン）</p> <p>EUの事業部全体では約250のポジションがあり、マネジメント層では約20%の重複がある 元社員（ダイキン）</p>

# 販管費改善：グローバル概要

各地域の販管費体制は分散しており、サポート機能、R&D拠点、マネジメント・営業機能が重複

地域	現状	提案
米州 	<ul style="list-style-type: none"> <li>重複する一般管理費構造：米国の6つの事業部それぞれに独自のサポート機能</li> <li>R&amp;D拠点：9拠点</li> <li>営業・サービス機能の重複：Comfort、Applied、AAF間で重複し、同一顧客に複数担当が対応</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>米州事業全体を支援する<b>単一の米州共通シェアードサービス機能を構築</b></li> <li><b>R&amp;D拠点を6拠点へ集約</b></li> <li>営業・サービス機能の<b>重複を最小化</b></li> </ul> <p>💬 アプライド事業の販売店組織とその機能をすぐに統合できる。重複した営業組織を持つ必要はない 元社員（ダイキン）</p>
欧州 	<ul style="list-style-type: none"> <li>R&amp;D拠点：17拠点 （例：ゲント、オステンド、プルゼニでヒートポンプR&amp;Dが重複）</li> <li>事業部ごとの独立した経営体制：住宅用、アプライド、ヒートポンプごとに独立した事業部経営チームおよび営業組織が存在し、<b>地域ごとにも独立したマネジメントチーム</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>欧州のヒートポンプR&amp;Dを<b>ゲントの技術拠点に集約</b>し、オステンドおよびプルゼニから開発機能を移管</li> <li>事業部レベルの経営層の<b>重複を解消</b>し、<b>営業マネジメントを単一の組織に集約</b></li> </ul> <p>💬 [これほど多くの事業部があると]本社から5人の担当者がそれぞれ要求を出してくるような状況になり得る[...]非常に非効率だ 元社員（ダイキン）</p>
APAC 	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>独自の一般管理費構造</b>：中国では地域ごとに独自の一般管理費構造を有する</li> <li>R&amp;D拠点：24拠点</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>中国に単一のシェアードサービス（一般管理費）組織</b>を設立</li> <li><b>蘇州をコンプレッサーのエンジニアリング拠点</b>に指定し、小規模な地域エンジニアリングチームから開発機能を集約。その他の拠点でも重複するR&amp;Dを整理し、<b>少数の地域ハブへ集約</b></li> </ul> <p>💬 ダイキンの中国の各社に共通する課題[...]各地域が財務、人事などを備え、各地域がそれぞれのやり方で運営している 元社員（ダイキン）</p>

# 1 シェアードサービス活用の機会

欧州で既に導入されている体制に加え、米州およびAPACでも地域シェアードサービス機能を構築することで、営業利益で+250~400億円（営業利益率40~60bps）の改善余地

## 同業他社ベンチマーク：一般管理費体制



- 地域シェアードサービスセンター（米州、EMEA、APAC）を設置（AP/AR、GL、給与など）
- HVAC各事業を横断して財務、人事、IT、調達を集約化
- ERP基盤を標準化



- 米国におけるバックオフィス機能（財務、人事、IT）を高度に集約
- 製造と自社流通とを横断した統合的な一般管理費構造
- 地域ごとの間接費を抑えた厳格な一般管理費規律



- 財務および人事のグローバル・シェアードサービス
- デジタル、IT、調達機能を集約化
- 買収先企業を共通ITシステムへ迅速に統合

## ダイキン一般管理費改善機会

### 北米

- Comfort/Applied/AAFの財務、人事、ITを単一の地域シェアードサービスセンターに集約
- AP/AR、給与、レポート、調達を単一の米州プラットフォームに統合
- 事業部ごとに重複する一般管理費サポートチームを削減

💡 どの事業部でも、IT、財務、人事など、いずれの機能においてもシェアードサービスは導入されていない...すべての事業部がそれぞれ独自の部門を持つ  
元社員（ダイキン）

### 欧州

- 既存のシェアードサービス基盤を全事業部に展開
- 重複する地域本社機能および管理サポートを整理
- 過去の買収事業を含め、ERPおよびレポートを標準化

💡 事業部の中には独自の下部組織を持つものが多く、組織構造はかなり重い  
元社員（ダイキン）

### APAC

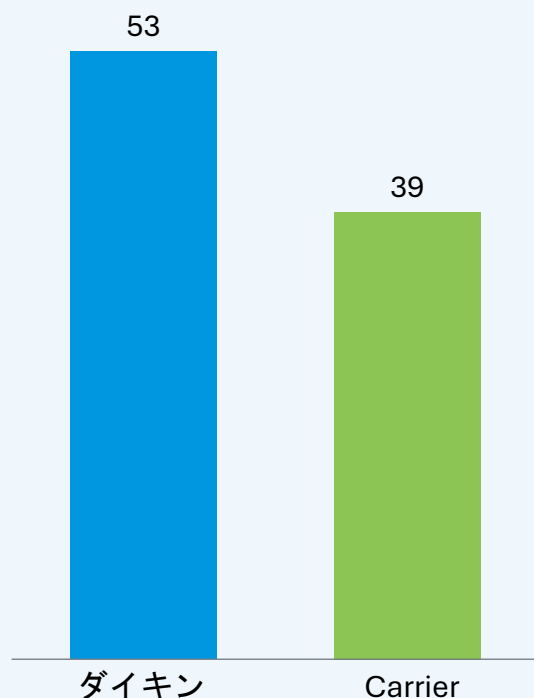
- 中国・東南アジアを対象に、EUの体制をモデルとした中国ベースの財務、人事、ITのシェアードサービスセンターを設立
- 過去の買収事業および地域事業を横断し、ERP、レポート、予算管理プロセスを標準化

💡 各地域がほぼ独立して運営されており、財務や人事が複数の階層で重複している  
元社員（ダイキン）

## 2 R&Dの改善機会

R&Dをグローバルおよび地域ごとの双方で集約することにより、営業利益で+150~250億円（営業利益率20~40bps）の改善余地

ダイキンとCarrierの  
グローバルR&D拠点数



### ダイキンのR&D拠点統合の機会

#### グローバル



- グローバル共通プラットフォームのR&D（コンプレッサー、インバータ、冷媒、制御アルゴリズム）を1つまたは2つのグローバルな中核拠点（センター・オブ・エクセレンス）に集約
- 制御アーキテクチャをグローバルで標準化し、製品ラインごとのソフトウェアチームを削減するとともに、検証・テスト機能を集中化
- 共通プラットフォームにおける地域間の重複開発を解消

💬 ダイキンは世界各地に多くのR&D拠点を有しており、地域ごとに類似したインバータや冷媒プラットフォームの開発が行われている。これらは集約可能な社員（ダイキン）

#### 米州



- 業務用ルーフトップのR&Dを単一のアプライド部門のもとに集約し、Daikin Comfortとの重複を解消
- 過去買収したものの統合が進んでいないR&D拠点を整理
- HVACソフトウェア制御の開発を集中化

💬 Comfortが業務用ルーフトップ製品を開発する一方、Appliedも同じ業務用ルーフトップ分野で事業を行っており、大きな重複が生じている社員（ダイキン）

#### 欧州



- ヒートポンプのR&Dをセントに集約し、欧州の単一ヒーティング拠点とする
- 事業部単位のエンジニアリングの縦割りを解消し、買収した開発チームを統合

💬 事業部ごとに完全な縦割り体制となっており、特に制御分野でR&D全体にとってマイナスとなっている社員（ダイキン）

#### APAC



- コンプレッサーのエンジニアリングをアジア拠点に集約
- インド・東南アジアのプラットフォーム開発を共通アーキテクチャの下で統合

💬 コンプレッサーの主な開発拠点は日本にあるが、他地域でも多くの重複があり、開発活動が重なっている社員（ダイキン）

### 3 マネジメント・営業体制の統合

複数の経営チームおよび重複する営業・サービス機能を統合することで、営業利益で+300~650億円（営業利益率50~100bps）の改善余地

#### グローバル同業他社



- 地域ごとに単一のリーダー
- 住宅用および業務用を地域ごとに統合した組織体制
- 共通の営業組織
- 地域内で重複する経営層の不存在



- 地域ごとに単一のリーダーおよび事業部
- HVAC、火災、防犯の事業をBuilding Solutionsの下に統合
- 機器および制御、サービスを一体的に提供



- 地域ごとに単一のマネジメント体制
- 住宅用および業務用を一体的に運営
- 統合された営業組織

#### 🇺🇸 米国におけるダイキンの統合機会

##### 現状：分散した事業部経営体制

- Comfort、Applied、AAFごとに独立した経営チーム：事業部ごとに並立する機能別リーダー（CFO、CHRO、CTO、オペレーション責任者）
- 営業・サービス組織も重複しており、同一顧客に複数の営業・サービス担当が対応

##### 提案モデル：北米経営体制の統合

- Comfort、Applied、AAFを統括する単一の北米CEO体制を検討
- 複数事業部の経営チーム（例：CFO、CHRO、CIO、CLO）を統合
- 営業・サービス体制を一本化し、重複を解消するとともに顧客担当を明確化

💡 営業チャネル、サービス、そして生産体制を中心に、統合と効率化を進めるべきだ - 元社員（ダイキン）

##### 戦略的意義

- 地域単位の責任を単一のエグゼクティブおよびマネジメントチームに集約
- 統合された営業体制により、施工業者・ディストリビューター対応を簡素化
- 利益率管理、価格規律、意思決定スピードを高める

#### 🇪🇺 欧州におけるダイキンの統合機会

##### 現状：分散した事業部経営体制

- 製品軸ごとに独立したマネジメント体制：例として、ヒートポンプ、Air、冷凍、アプライドごとに、それぞれVP・GM級のマネジメント、専任の営業責任者、営業ガバナンス、地域マネジメント体制を有する

💡 多くのVPがあり、小さな王国のようになっていて、これらの事業部間の連携はあまりない - 元社員（ダイキン）

##### 提案モデル：欧州組織の統合

- 事業部レベルの経営層の重複を解消し、営業マネジメントを地域単位の単一組織に集約することでエグゼクティブ層を合理化
- 住宅用+業務用の営業責任者を統合し、アカウントマネジメントを一本化するとともに、並立する事業部別営業ラインを解消

# 構造的な販管費最適化余地：米州

統合されたシェアードサービスの活用、研究開発の重複解消、Applied・Comfort・AAFの経営陣および販売・サービスの統合により、大幅な効率化が可能

現状					
Daikin Applied	Daikin Comfort	AAF	Daikin America	AHT Cooling Systems USA	All World Machinery
空調事業		フィルター事業 (空調事業の一部)	化学品および マテリアル事業	商業用 冷凍・ 冷蔵事業	油機事業
G&A	G&A	G&A	G&A	G&A	G&A
R&D	R&D	R&D	R&D	R&D	R&D
経営陣	経営陣	経営陣	経営陣	経営陣	経営陣
S&S	S&S	S&S	S&S	S&S	S&S

統合後				
Daikin Applied, Comfort, AAF		Daikin America	AHT Cooling Systems USA	All World Machinery
  Air Conditioning & Heating 				
空調事業 & フィルター事業		化学品 および マテリアル 事業	商業用 冷凍・ 冷蔵事業	油機事業
G&A				
R&D	R&D	R&D	R&D	R&D
経営陣		経営陣	経営陣	経営陣
販売・サービス (S&S)		S&S	S&S	S&S

凡例：

統合組織

G&A  
R&D  
経営陣  
+ S&S

米州全体で単一のシェアードサービス機能  
ComfortおよびApplied内での研究開発拠点の統合  
Applied・Comfort・AAFにおける経営陣および販売・  
サービス機能の統合

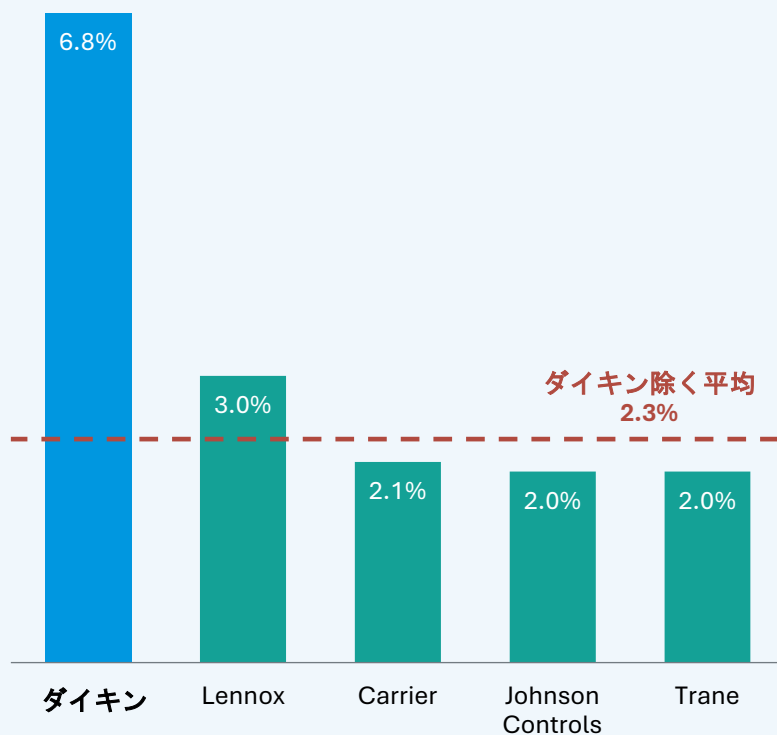
出典：会社開示資料、エキスパートインタビュー、大手経営コンサルティングファーム  
注：S&SはSales and Services（販売・サービス）を指す

# 設備投資は急速に増加...

足元の設備投資は過去水準および同業他社対比で高い水準にあり、戦略的な優先投資を敢行しつつ投資水準を適正化する余地があると思料

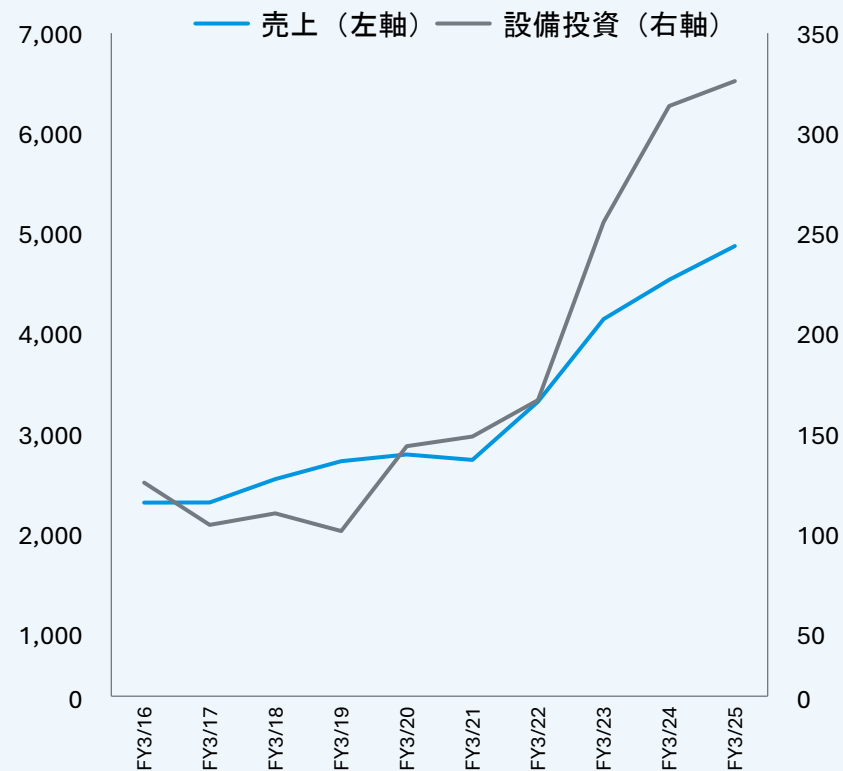
## 売上高設備投資比率

%、FY3/25



## 設備投資は売上成長を上回るペースで拡大

10億円、FY3/16 - FY3/25

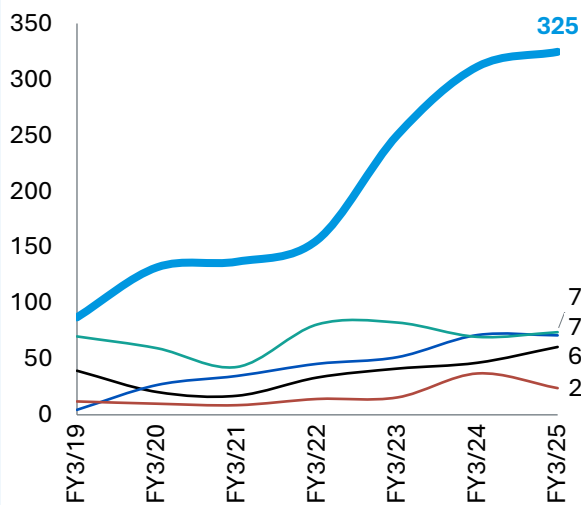


# ...しかし、売上成長は投資水準に見合っていない

ダイキンの売上高設備投資比率は競合の2倍以上である一方、それに見合った水準の売上成長は実現できていない

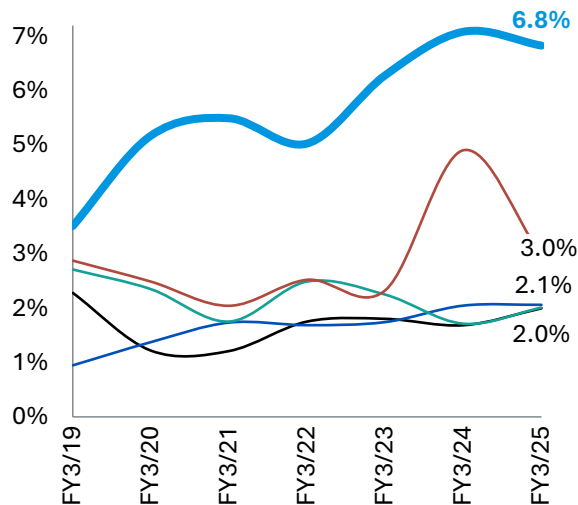
## ダイキンの設備投資は競合を大きく上回り...

設備投資総額 (10億円; FY3/19-FY3/25)



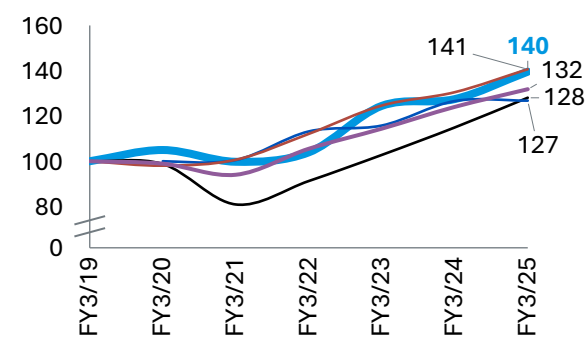
## ...過去5年間で設備投資の割合も上昇...

売上高設備投資比率 (%; FY3/19-FY3/25)



## ... 他方、売上成長は競合対比で優位とはいえない

FY3/19を100として売上を指数化; FY3/19-FY3/25<sup>(1)</sup>



HVAC OEM	CAGR (FY3/19-FY3/25) <sup>(2)</sup>
ダイキン	5.7%
Trane	4.2%
Carrier	4.9%
Lennox	5.9%

— ダイキン — Trane — Carrier — JCI — Lennox

💬 設備投資、成長投資、先行投資、研究開発投資、デジタル投資などは、優先順位を付けながら効率化を意識し、引き続き積極的に実行していきたい

ダイキン 決算説明会 (2025年2月)

💬 同社は収益性・資本効率を重視した経営方針に転換しつつあり、全社的に利益率改善が期待できる

BofA (2025年8月)

出典：会社開示資料、S&P、アナリストレポート、大手経営コンサルティングファーム

注：(1) Johnson Controlsは住宅・ライトコマmercial空調事業がQ4/24に非継続事業として分類されたため会社開示資料に扱い除外、(2) CarrierのCAGRはFY3/20-FY3/25で算出 (FY3/19データは未開示)、当時CarrierはUTC傘下で、単独の四半期売上を開示していない

# ダイキンはコア成長領域へ投資を集中させることができる

高収益の成長領域へ資本配分を集中させることで、戦略的優先事項を堅持しつつ、全社的な投資規模の抑制が可能

## 過去の設備投資の重点領域<sup>(1)</sup>

売上高設備投資比率（推計、平均、FY3/20–FY3/25）<sup>(2)</sup>



事業	米州	APAC	EMEA
住宅用HVAC	投資例： SLP工場 (メキシコ； CY23–CY24)	投資例： 中国・インド・ インドネシア 工場 (CY22–CY24)	投資例： ポーランド ヒートポンプ 工場 (CY23–CY25)
アプライド・ 商業用HVAC	投資例： ティファナ工場 (メキシコ、 CY24–CY25)	投資例： オーストラリア 工場 (CY24–CY25、 重点投資)	投資例： ベルギー拡張お よびR&D センター (CY22–CY25) <sup>(3)</sup>

## 今後の設備投資の重点領域（提案）

売上高設備投資比率（平均、FY3/26–FY3/31）

事業	米州	APAC	EMEA	背景
住宅用HVAC	約2-3% (売上高設備投資比率を 1-2%ポイント 引き下げ)	約4-5% (売上高設備投資比率は現行水準を維持)	約2-3% (売上高設備投資比率を 1-2%ポイント 引き下げ)	<ul style="list-style-type: none"> <li>ウォーラーおよびポーランドの余剰生産能力を活用し、北米・欧州への設備投資を削減</li> <li>高成長のAPAC（例：インド、東南アジア）で住宅用HVACの成長を支援し、拡大するアフリカ市場への輸出拠点として活用</li> </ul>
アプライド・ 商業用HVAC	約3-4% (売上高設備投資比率は現行水準を維持)	約3-4% (売上高設備投資比率は現行水準を維持)	約3-4% (売上高設備投資比率は現行水準を維持)	<ul style="list-style-type: none"> <li>商業・産業向けHVACへのミックスシフトを支えるため、アプライド分野への継続的な設備投資を実施</li> <li>北米のデータセンター関連需要に対応するため、米国およびメキシコへの重点投資を実施</li> </ul>

↻ ↷ ↺ 売上高設備投資比率の変化（過去水準比）

<2%  >5% 売上高設備投資比率 |  設備投資削減の重点領域

出典：会社開示資料、エキスパートインタビュー、大手経営コンサルティングファーム

注：(1)表はプレスリリースに基づく投資例（網羅性は担保しない）でありRoWは除外、(2)推計は業界ベンチマーク、各社プレスリリース、エキスパートインタビューに基づく、(3)投資は住宅および業務用セグメントの双方を含む

# 設備投資の適正化による成長への影響は限定的

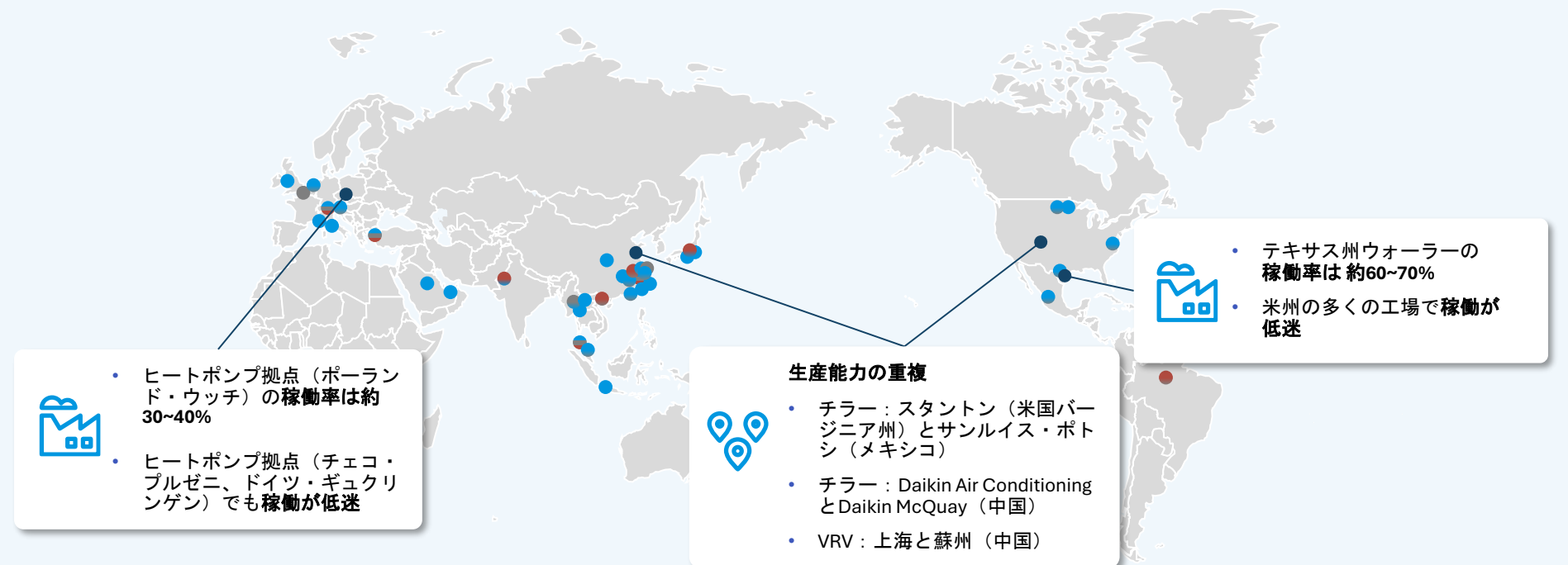
過去実績や同業他社の事例からみても、投資対象の選択と集中および既存キャパシティの有効活用によりダイキンの成長を維持することは可能であると思料

- ✓ **設備投資額は  
現行と変わらない** ➤ 売上高設備投資比率は過去水準まで低下するものの、売上成長に伴い、設備投資の絶対額は現行水準と変わらないことを想定
- ✓ **戦略的成長領域への  
投資は継続可能** ➤ より高収益な成長領域に資本を重点配分することで、ダイキンの成長は引続き実現可能（例：アプライド、APAC住宅用空調）
- ✓ **既存能力で需要  
拡大に対応可能** ➤ 主要拠点には生産余力があり、大規模な追加投資を行わずとも需要拡大への対応が可能（例：ウォーラー、ポーランド）
- ✓ **過去の実績による  
裏付け** ➤ ダイキンは過去にも、より低い資本集約度で成長を実現してきた。FY3/18~FY3/22には売上高設備投資比率で約4-5%を維持しながら、売上高CAGR約8%を達成
- ✓ **競合比較による  
裏付け** ➤ Carrier、Lennox、Traneなどの同業他社も、過去5年間平均で売上高設備投資比率を3%未満に抑えつつ、ダイキンと同水準の成長を実現

# ダイキンのグローバル生産拠点

ダイキンは世界で129の生産拠点を有するが、既存拠点と買収により取得した拠点が混在することで、最適でない稼働率や生産能力の重複が発生

## ダイキンの主要グローバル生産拠点（主要拠点）



ダイキン業務用  
・産業用生産拠点



ダイキン住宅用  
生産拠点



ダイキン  
その他生産拠点

現在の拠点配置の分散と稼働率の低さは、  
生産拠点の再編により構造的なコスト削減を実現する機会を示唆

# 生産拠点の最適化

工場の低稼働率は、多くの地域で生産拠点の集約や最適化による改善余地が大きいことを示唆

対象地域	売上高 (FY3/25) <sup>(1)</sup>	生産拠点数	想定される改善機会 (仮説)	想定される全社 営業利益影響
1 北米	1兆7,430億円	25 <sup>(2)</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>規模の経済または法域上の優位性を活用した、稼働率が低いもののコスト効率の高い生産拠点の活用拡大</li> </ul>	200億-300億円 (30-50 bps) <sup>(3)</sup>
2 欧州	7,150億円	37	<ul style="list-style-type: none"> <li>住宅用ヒートポンプ生産をポーランドへ集約</li> <li>エアハンドリングユニット生産をミラノ（イタリア）へ集約</li> <li>コンプレッサー生産を東アジアへ移管</li> </ul>	50億-100億円 (10-15 bps)
3 APAC	1兆6,120億円	56	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国におけるチラー生産をDaikin Air ConditioningとDaikin McQuay間で集約</li> <li>VRV生産を蘇州へ集約</li> </ul>	50億-100億円 (10-15 bps)
合計				300億-500億円 (50-80 bps)

営業利益改善のドライバー：(1) 低コスト拠点での生産拡大（直接労務費・製造間接費の低減）  
 (2) 一部拠点の集約による固定製造費の削減（例：賃料、間接労務費、製造設備の減価償却費、光熱費）

出典：会社開示資料、エキスパートインタビュー、大手経営コンサルティングファーム

注：(1) HVAC事業売上高ベース（RoWを除く）、(2) 2025年に閉鎖が公表されたアードモア工場を含む、(3) 一時費用（例：退職関連費用）、資本コストおよび関税影響を除く

# ① 北米拠点の変遷：買収により拡大も、統合は限定的

現在の分散された生産拠点は、買収の積み重ね、分散した意思決定、構造的な拠点整理の不足を反映

## ダイキンの北米主要生産拠点<sup>(1)</sup>

#	州	市	事業部	規模 (Sq ft)	拠点背景
1	TX	Houston (Waller)	コンフォート	>400K	新規投資 (2017) <sup>(1)</sup>
2	PA	Pittston	コンフォート-Quietflex	<110K	買収による拡大 (2012)
3	AZ	Phoenix/Tolleson	コンフォート-Quietflex	<110K	買収による拡大 (2012)
4	FL	Groveland (x2)	コンフォート-Quietflex	110K-400K	買収による拡大 (2012)
5	TX	Houston	コンフォート-Quietflex	110K-400K	買収による拡大 (2012)
6	MN	Faribault (North)	アプライド	110K-400K	新規投資 (2018)
7	MN	Faribault (South)	アプライド	<110K	既存拠点
8	MN	Owatonna	アプライド	110K-400K	既存拠点
9	VA	Verona (Staunton)	アプライド	>400K	既存拠点
10	AZ	Phoenix	アプライド	110K-400K	新規投資 (2026)
11	Mexico	San Luis Potosí	アプライド-DMMX	>400K	新規投資 (2011)
12	Mexico	San Luis Potosí	アプライド-DMMX	>400K	新規投資 (2024)
13	Mexico	San Luis Potosí	アプライド-DMMX	>400K	新規投資 (2024)
14	Mexico	San Luis Potosí	アプライド ・コンフォート-DMMX	>400K	新規投資 (2025)
15	Mexico	Tijuana	アプライド-Alliance Air	>400K	買収による拡大 (2023)
16	AL	Decatur	化学	<110K	既存拠点
17	KY	Louisville	AAF Flanders	<110K	買収による拡大 (2006)
18	MO	Columbia	AAF Flanders	<110K	買収による拡大 (2016)
19	AR	Fayetteville	AAF Flanders	110K-400K	買収による拡大 (2016)
20	OK	Ardmore	AAF Flanders	110K-400K	買収による拡大 (2016)
21	NC	Washington (x2)	AAF Flanders	<110K	買収による拡大 (2016)
22	SC	Ladson	AHT Cooling Systems	110K-400K	買収による拡大 (2018)
23	IL	Roscoe	All World Machinery	110K-400K	買収による拡大 (2008)

規模の小さい  
工場の統合が  
進行中。AAF  
Flandersは2025年  
にArdmore工場の  
閉鎖を発表

- 買収主導で拡大する一方、買収後の統合は限定的であり、既存の工場網がほぼそのまま維持されている
- 拠点網全体ではなく事業部単位での最適化が中心で、工場間の連携は限定的
- 2017年のウォーラー (DTTP) の開設<sup>(2)</sup>を除き、能力や機能が重複する拠点でも構造的な統合や整理はほぼ未実施
- 設備投資は成長重視で行われており、拠点効率や標準化よりも拡張を優先

出典：会社開示資料、エキスパートインタビュー、大手経営コンサルティングファーム

注：(1) グローブランド (#1) およびワシントン (#21) は2拠点を同一項目中に記載、(2) ダイキンはウォーラー (DTTP) の開設に伴い、Goodmanの米国工場4拠点を統合

# 1 北米拠点の最適化施策

重点的な生産拠点最適化により、FY3/31までに営業利益で200~300億円(営業利益率30~50bps)<sup>(1)</sup>の改善を明確に見込むことが可能

## 1. Quietflexの生産を4拠点からウォーラー工場へ統合

- 現状はフロリダ州グローバル、アリゾナ州フェニックス、ペンシルベニア州ピッツトン、テキサス州ヒューストンの4つの生産拠点に分散
- ヒューストン工場は特に低稼働
- ウォーラー工場の活用により大幅に製造費を低減することが可能

## 2. SLPにおけるチラー生産の拡大

- SLPはコスト優位な生産拠点(約10%ポイント低いコスト水準)：  
*“当初はSLP工場がここまで早く生産性を高められるとは思われていなかったが、高品質製品を効率的に生産できる拠点であることが証明された”*  
 元社員(ダイキン)
- 既存生産能力を活用し、空冷製品の生産拡大の余地
- 段階的な拡張により遠心式チラー(例：新WME Quadライン)の生産拡大が可能
- 北米生産を支える高効率ハブとしてSLPを位置付け



## 3. AAFの生産拠点を現状の6つ以上から1-2つ程度に集約化

- 現状存在する6つ以上のAAFの拠点は、過去の買収後の統合が行われていないことの結果
- 既存の1-2つのAAFの拠点、既存のダイキン拠点またはおよび新工場に生産能力を集約化する機会が存在
- 工場の稼働率を上昇させ製造費を低減することが可能

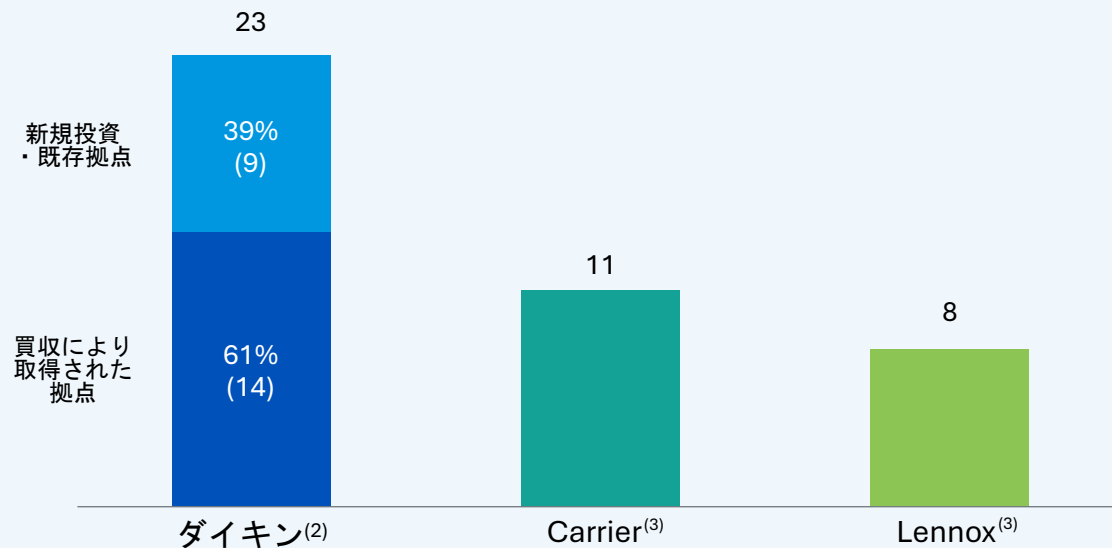
Daikin Applied 生産拠点
 Daikin Comfort 生産拠点
 Daikinその他 生産拠点<sup>(2)</sup>

出典：会社開示資料、エキスパートインタビュー、大手経営コンサルティングファーム  
 注：(1) 一時費用(例：退職関連費用)および資本コストを除く、(2) 地図には主要拠点のみを表示(主要拠点とは、最近のマーケティング資料、投資家向け資料、または会社ウェブサイト個別に記載されている拠点を指す。その他の拠点は、子会社を含むグローバルベースの拠点数との差分を示す)

# 1 北米生産拠点：同業他社対比で分散した拠点構造

ダイキンの生産拠点構造は同業他社（Lennox、Carrier）と比較して分散しており、大幅な統合余地が残されている

ダイキンの北米HVAC拠点（同業他社との比較）<sup>(1)</sup>  
生産拠点数



Lennoxは昔から他のメーカーより工場数が少ない。多くのメーカーは規模の小さい工場を多数抱えている

元EVP（競合企業）

## 同業他社の生産拠点戦略

- LennoxおよびCarrierは、過去5年間に大規模な拠点追加を行わず、生産拠点数は概ね横ばい
- 両社は買収した事業・拠点を既存の生産網に取り込み、工場数は増加せず
- LennoxとCarrierは、生産能力の拡張を上回るペースで生産量を増加させることで、生産性と稼働率向上の双方を実現してきた



米国の主要な競合他社3社はすべて、施設の統合・集約においてはるかに優れている。例外はダイキンのみである。例えば、Carrierが事業を買収する際には、常に対象事業の既存施設を自社の「重点施設」に統合している

元社員（ダイキン）

出典：会社開示資料、エキスパートインタビュー（引用部の強調は当社による）

注：(1) TraneおよびJohnson ControlsはHVAC以外の事業比率が高いため除外、(2) グローブランドおよびワシントンは同一拠点内に2つの施設が存在する点に留意、(3) 主要HVAC生産拠点のみを対象

## 2 欧州拠点の最適化施策

生産拠点の統合により、FY3/31までに営業利益に50～100億円（営業利益率10～15bpsの改善）の改善を見込むことが可能

全社営業利益率を合計で  
10～15bps押し上げる

### 2. アプライド向けAHU生産のクラムリントン（英）からミラノ（伊）への集約

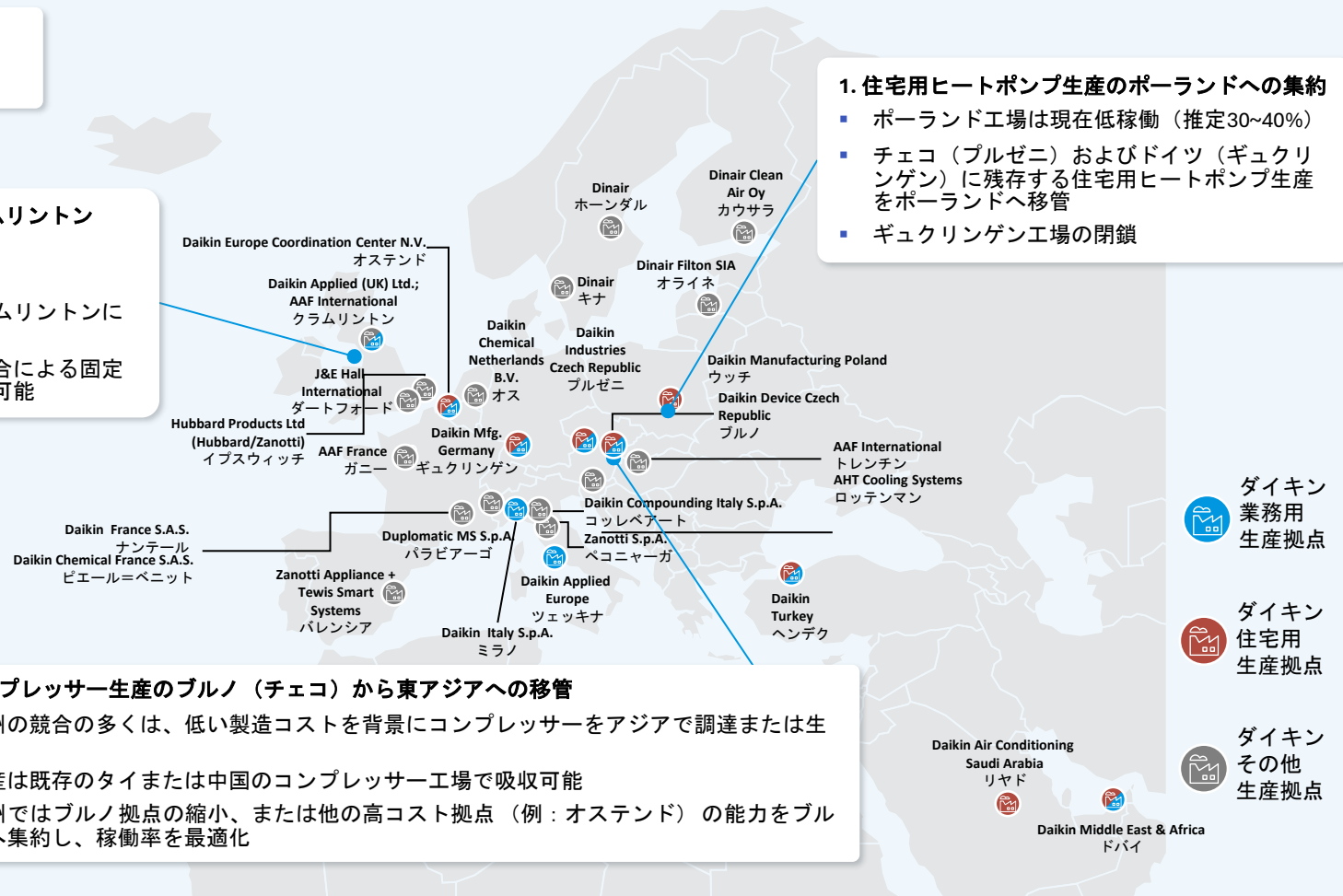
- 両工場は類似製品を生産
- ミラノ工場はより新しく、クラムリントンに比べて低い製造コスト
- 製造コストの減少に加えて、統合による固定費の削減を通じた利益率向上が可能

### 1. 住宅用ヒートポンプ生産のポーランドへの集約

- ポーランド工場は現在低稼働（推定30～40%）
- チェコ（プルゼニ）およびドイツ（ギュクリンゲン）に残存する住宅用ヒートポンプ生産をポーランドへ移管
- ギュクリンゲン工場の閉鎖

### 3. コンプレッサー生産のブルノ（チェコ）から東アジアへの移管

- 欧州の競争の多くは、低い製造コストを背景にコンプレッサーをアジアで調達または生産
- 生産は既存のタイまたは中国のコンプレッサー工場で吸収可能
- 欧州ではブルノ拠点の縮小、または他の高コスト拠点（例：オステンド）の能力をブルノへ集約し、稼働率を最適化



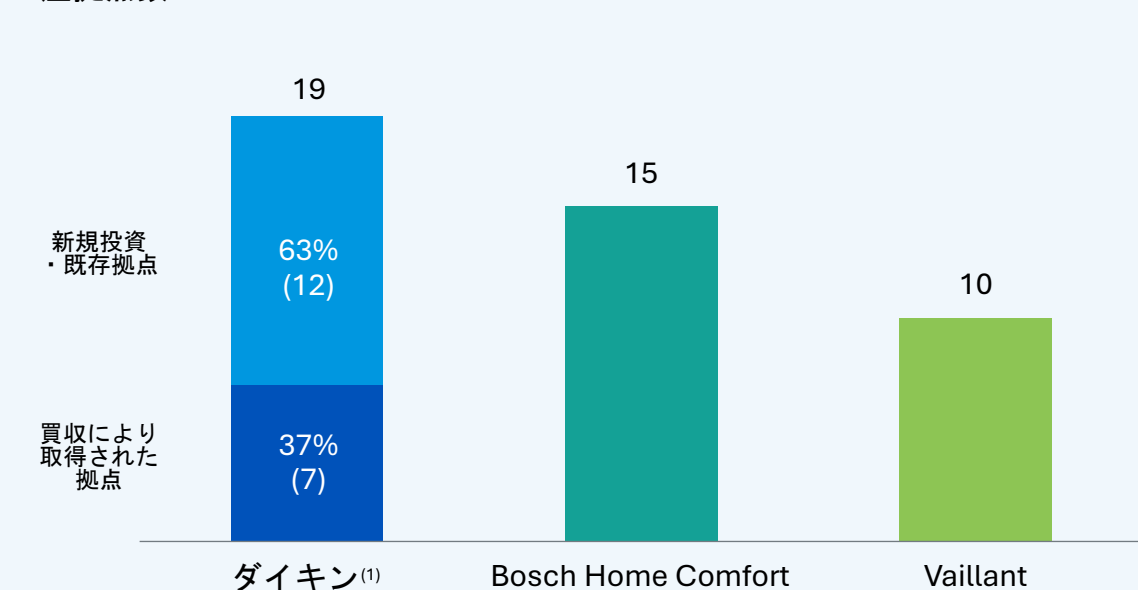
出典：ダイキン開示資料、エキスパートインタビュー、大手経営コンサルティングファーム

注：本図は、全37拠点のうち主要拠点27カ所を示したもの（主要拠点とは、直近のマーケティング資料、投資家向け資料、または会社ウェブサイトにおいて個別に記載されている拠点を指す。残る拠点は、子会社を含むグローバルベースで公表されている拠点数との差分に相当）

## 2 欧州生産拠点：同業他社対比で分散した拠点構造

ダイキンの生産拠点構造は同業他社（Bosch、Vaillant）と比較して大きく分散しており、大幅な統合余地が残されている

ダイキンの欧州HVAC拠点（同業他社との比較）  
生産拠点数



[欧州における分散した拠点構造は] 主に歴史的な経緯によるものだ。これらの多くは買収した企業の拠点であり、**ダイキンは買収後も工場をそのまま維持してきた** [...] 買収後も工場を残す傾向がある

元社員（ダイキン）

### 同業他社の生産拠点戦略

- 同業他社は、ダイキンと比較してよりコンパクトな拠点体制を維持
- Bosch Home Comfortは需要の鈍化と経済不透明感を受け、ドブロミエシュ（ポーランド）のヒートポンプ工場計画を2025年に一時停止
- 一方、ダイキンは2025年にポーランド工場を稼働させたが、稼働率は低水準（推定30~40%）



Boschグループは**ヒートポンプ工場の建設開始を中止**することを決定した[...] 欧州における政治・経済の不確実性の高まりがヒートポンプ市場にマイナスの影響を与えている。市場の成長は当初想定より緩やかになる見通しだ

Magdalena Kotomańska  
（コーポレートコミュニケーション責任者、  
Boschポーランド）

出典：会社開示資料、大手経営コンサルティングファーム（引用部の強調は当社による）

注：(1) ダイキンは欧州に37の生産拠点を有すると言及（2024年Investor Day）。このうち27拠点が大規模施設で、そのうち19拠点が主要HVAC工場

### 3 APAC拠点の最適化施策

中国における生産拠点の統合により、FY3/31までに営業利益に50~100億円（全社の営業利益率10~15bps）の改善を見込むことが可能

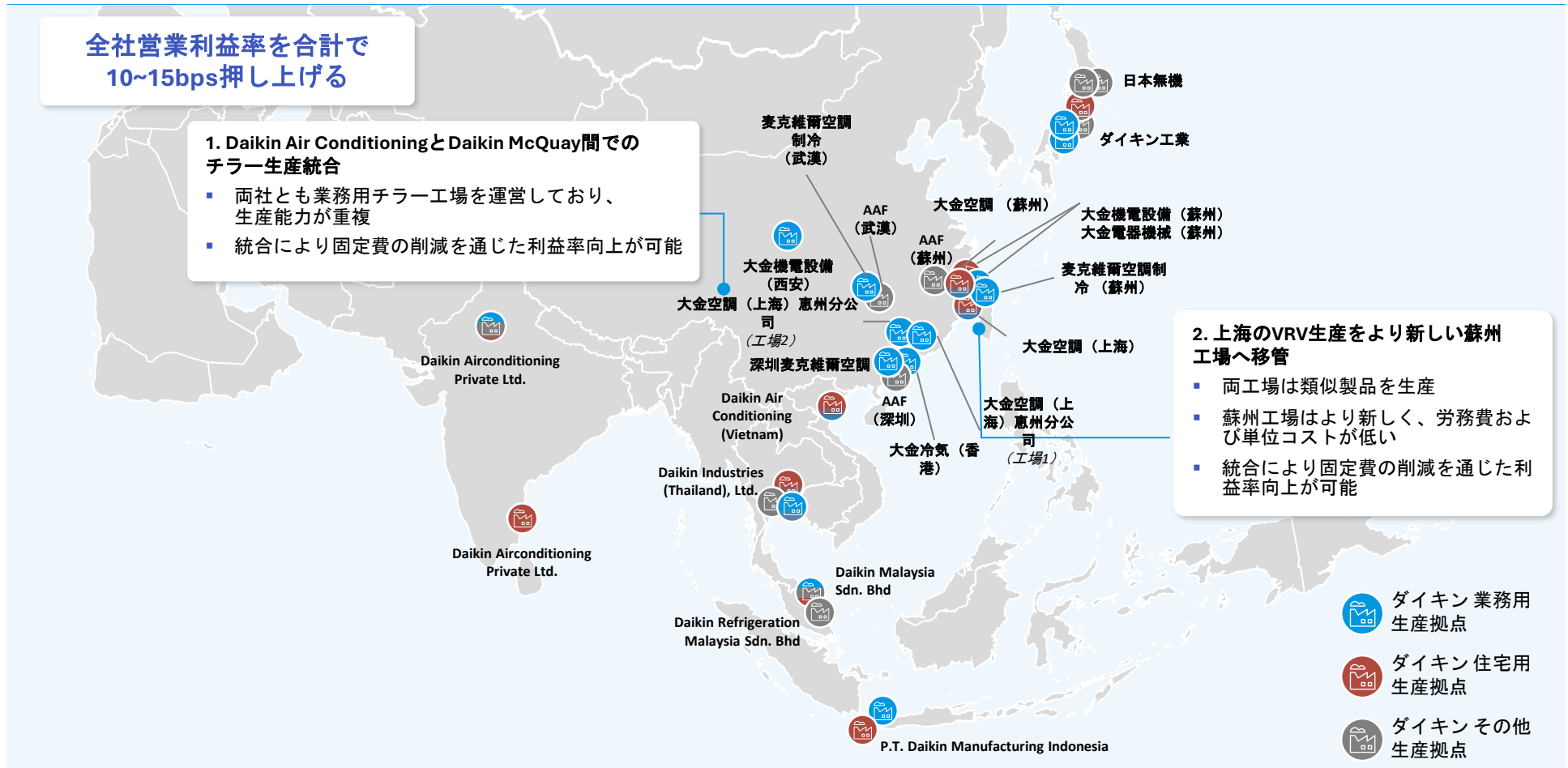
全社営業利益率を合計で  
10~15bps押し上げる

#### 1. Daikin Air ConditioningとDaikin McQuay間での チラー生産統合

- 両社とも業務用チラー工場を運営しており、生産能力が重複
- 統合により固定費の削減を通じた利益率向上が可能

#### 2. 上海のVRV生産をより新しい蘇州 工場へ移管

- 両工場は類似製品を生産
- 蘇州工場はより新しく、労務費および単位コストが低い
- 統合により固定費の削減を通じた利益率向上が可能



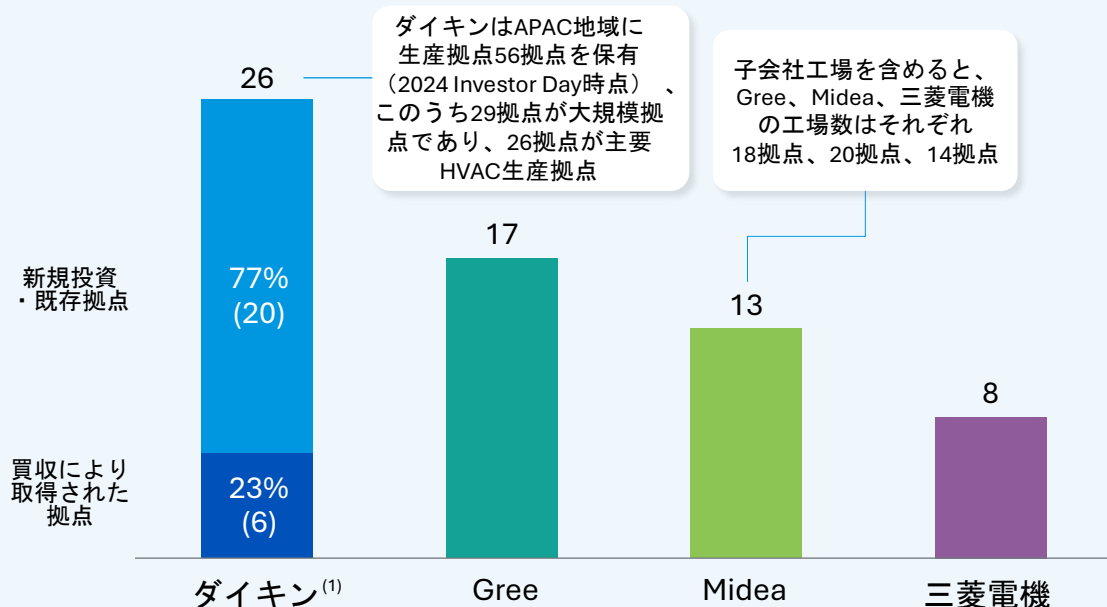
出典：会社開示資料、エキスパートインタビュー、大手経営コンサルティングファーム

注：地図には主要拠点29カ所を表示（全56拠点）。主要拠点とは、最近のマーケティング資料、投資家向け資料、または会社ウェブサイトでも個別に記載されている拠点を指す。その他の拠点は、子会社を含むグローバルベースの拠点数との差分を示す

### 3 APAC生産拠点：同業他社対比で分散した拠点構造

ダイキンのAPAC生産拠点は同業他社（Gree、Midea、三菱電機）と比べて規模が大きくかつ分散している

ダイキンのAPAC HVAC拠点（同業他社との比較）  
生産拠点数



中国には買収したMcQuayの工場が3拠点ある[...]しかし、買収後もMcQuayとダイキンは別々のマネジメント体制を維持しており、重複や統合はほとんどない。現在も2つのブランドは独立して運営されている

元社員（ダイキン）

#### 同業他社の生産拠点戦略

- 中国メーカー（例：Gree、Midea）は、大規模な統合拠点到生産を集約し、部品製造も同一拠点内で行うことで垂直統合を実現
- 日本の同業他社（例：三菱電機）は日本およびタイを中心に、生産拠点をコアとなる拠点到集約
- ダイキンはAPAC全域にわたり有意により多くの生産拠点を有しており、これは過去の買収や地域展開の影響を反映したもの



当社のアジアの主要拠点はタイの大規模工場であり[...]アジアだけでなく欧州や米国向けの製品も大量に生産している。複数地域向けに生産することで、需要変動への影響を抑えている

副グループリーダー  
（営業・マーケティング、同業他社HVAC OEM）

出典：会社開示資料、大手経営コンサルティングファーム（引用部の強調は当社による）

注：(1)ダイキンはAPACに56の生産拠点を有すると及（2024年Investor Day）。このうちそのうち26拠点が主要HVAC工場

# 商品・収益

当社の試算によれば、製品コスト最適化、売価規律の強化、事業ミックスの改善により、FY3/31までに営業利益で+1,000~1,600億円（営業利益率で160~250bps）の改善余地があるものと思料

施策	改善機会	想定営業利益影響額
① 製品コスト削減 (設計最適化)	<p><b>材料最適化</b>：アルミ使用比率の引き上げと銅使用量の削減により、材料コストおよび価格変動リスクを構造的に低減</p> <p><b>プラットフォーム簡素化</b>：SKUの標準化およびグローバルでの部品共通化を拡大し、スケールメリットを創出</p> <p><b>バリュー帯に見合った設計</b>：セグメントポジショニング（例：バリュー・プレミアム）に合わせたコスト構造となるよう商品を設計</p>	250億 - 450億円 (40-70 bps) <sup>(1)</sup>
② 収益規律	<p><b>価格規律の強化</b>：需要が弱い市場（例：中国、欧州住宅用）において価格規律を徹底し、外部環境の追い風が弱まる中でも限界的な価格改善を維持</p> <p><b>セグメント別価格戦略</b>：価格弾力性が高いセグメント（例：データセンター）で追加的な価格改善を重点的に実施</p> <p><b>インフレ連動価格</b>：コストインフレを上回る価格転嫁は限定的という想定</p>	200億 - 300億円 (30-50 bps)
③ 事業ミックス改善	<p><b>産業用途ミックスの拡大</b>：高収益の産業用・非住宅市場用の売上構成比を拡大</p> <p><b>サービス付加の拡大</b>：既存設置ベースに対し、高収益のサービスおよび保守契約の提供・付加を拡大</p> <p><b>営業インセンティブの見直し</b>：利益率および商品ミックスを重視したインセンティブ体制へ見直し、高収益商品の販売を促進</p>	600億 - 850億円 (90-130 bps)
合計		1,000億 - 1,600億円 <sup>(2)</sup> (160-250 bps)

銅からアルミへの切り替えは、長期的な利益改善に向けて現実的な施策である[...]バリューからミッドレンジの住宅用製品や一部の小型業務用製品では、その切り替えが可能だ  
元社員（ダイキン）

出典：会社開示資料、エキスパートインタビュー、大手経営コンサルティングファーム

注：(1) 営業利益改善効果は主に材料最適化によるもの。加えて、プラットフォーム簡素化やバリュー帯ラインアップの整合により、さらなる利益率改善の可能性がある、(2) 各項目の営業利益影響額の合算は端数の関係で合計と一致しない点に留意

# ダイキンは競争力を損なわずに利益率改善が可能

効率化施策を的を絞って進めることで、競争力を維持しつつ利益率改善を実現可能

## 最適化に伴う潜在リスクと対応策

	技術 リーダー シップ	垂直統合	成長領域への エクスポ ージャー	強固な 流通・ 販売網	潜在的なリスク	実行可能な対応策
販管費					<ul style="list-style-type: none"> <li>R&amp;Dの重複解消により、<b>技術力・商品力の優位性が弱まる可能性</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>重複する研究領域のみを対象とし、独自性のある開発プログラムは維持</li> </ul>
設備投資					<ul style="list-style-type: none"> <li>設備投資の抑制により、<b>製品力や高成長市場での地位が損なわれる可能性</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>設備投資の削減額は限定的であり、<b>設備投資の削減はダイキン自身の過去平均水準までに留まる</b></li> <li>削減後においても売上対比で<b>同業他社平均より+2%高い設備投資水準となる</b></li> </ul>
生産拠点の最適化					<ul style="list-style-type: none"> <li>工場統合により<b>垂直統合が弱まり、将来的な製品供給能力の不足を招く可能性</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>重複する拠点を統合し、短期・中期で十分な稼働率が見込めない拠点を優先的に統合</b></li> </ul>
商品・収益					<ul style="list-style-type: none"> <li>アルミニウム材料の使用拡大により、<b>プレミアムブランドとしての位置づけが希薄化する可能性</b></li> <li>商品ミックスの変更により、<b>顧客離れを招く可能性</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>アルミニウムの使用は、競合がすでにシフトしているバリューセグメントに<b>限定</b></li> <li><b>成長分野</b>（例：米州のアプライド事業）を優先し、<b>サービス事業を上乗せする形で拡大</b>。コア製品ポートフォリオの代替は行わず、<b>顧客に対してもメリットがある形で実施</b></li> </ul>

潜在リスク

出典：会社開示資料、エキスパートインタビュー、大手経営コンサルティングファーム

# ELLIOTT

**Elliott Advisors (U.K.) Ltd**

6th Floor Park House

116 Park Street

London W1K 6AF

UNITED KINGDOM

[www.elliottmgmt.com](http://www.elliottmgmt.com)