

# 芝浦電子

(Shibaura Electronics Co., Ltd.)

2018年5月1日

投資評価	中立
目標株価(円)	5,700
株価(4月27日終値、円)	5,230
東証コード	6957
時価総額(百万円)	40,301
PBR(実績、倍)	2.1
予想配当利回り(%)	1.4

## ◆ 温度センサーを主力とするデバイスメーカー

芝浦電子は、温度センサーを主力製品とするデバイスメーカーである。温度センサーのキーパーツであるサーミスタ素子から内製し、自動車や空調機等に幅広く製品を供給し、世界トップの実績を誇っている。

## ◆ 過去最高の営業利益を更新する見込み

前期(2018年3月期)の業績は、売上高 25,120 百万円(前期比+13.8%)、営業利益 3,170 百万円(同+32.4%)に上ったと見込まれる。車載用や空調機用など多くの分野で出荷が進み、10年振りに過去最高の営業利益を更新したと見込まれる。今期(2019年3月期)の業績は、引き続き事業環境は良好であることから、売上高 26,000 百万円(前期比+3.5%)、営業利益 3,290 百万円(同+3.8%)に達すると、キャピタル・パートナーズ証券(以下、当社)では予想している。

## ◆ 車の電動化が追い風

芝浦電子の最大の納入先である自動車の電動化が、更なる事業拡大に繋がる見込みである。電動車に搭載されるバッテリーやモーター等は加熱防止のための温度管理が必須であり、温度センサーの需要拡大に繋がる見通しである。また当該分野での長年の実績が評価されて、顧客基盤も拡大しつつある。

## ◆ 目標株価と投資評価

芝浦電子の業績は堅調であり、また車の電動化が中長期的な業績の拡大要因として期待できる。これらを勘案し、ジャスダック上場企業の今期予想 PER の平均値 16 倍にプレミアムを付加した 18 倍を芝浦電子の妥当 PER に採用し、今期予想 EPS319.2 円をベースに目標株価は 5,700 円とする。現値と目標株価の乖離率は約 9%であることから、投資評価は「中立」とする。

キャピタル・パートナーズ証券  
調査部  
土屋 直樹  
n.tsuchiya@capital.co.jp

### 【連結業績】

(単位:百万円)

	売上高	営業利益	経常利益	当期利益	EPS(円)	PER(倍)
2016/3期	21,261	1,663	1,710	1,214	156.1	33.5
2017/3期	22,072	2,394	2,463	1,818	235.1	22.3
2018/3期当社予想	25,120	3,170	3,180	2,320	301.1	17.4
2019/3期当社予想	26,000	3,290	3,320	2,460	319.2	16.4
2018/3期会社計画	25,000	3,000	3,000	2,280	295.9	17.7

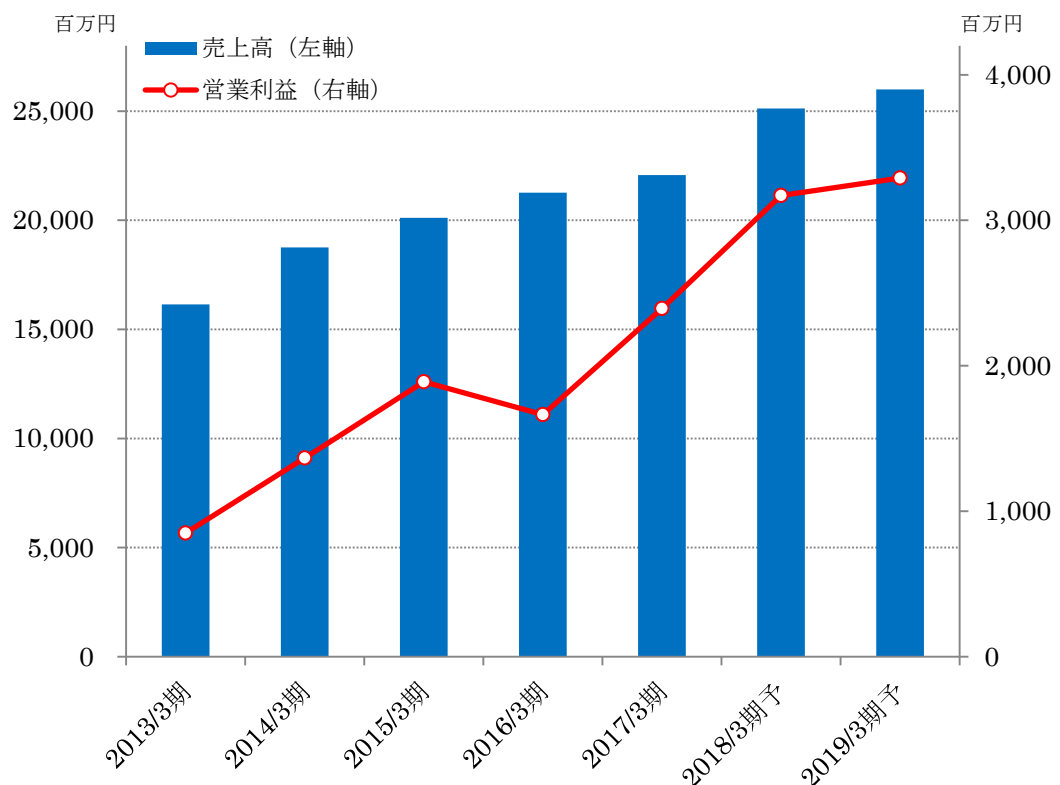
## I. 業績推移

### 10年振りに過去最高の営業利益を更新する見込み

芝浦電子は、温度センサーを製造・販売するデバイスメーカーである。温度センサーのキーパーツであるサーミスタ素子から内製し、自動車や空調機器などに使用される温度センサーを幅広く手掛けており、世界トップの業界内シェアを誇っている。

前期(2018年3月期)の業績は、売上高 25,120 百万円(前期比+13.8%)、営業利益 3,170 百万円(同+32.4%)に上ったと見込まれる。車載用や空調機器用を筆頭に多くの分野で温度センサーの出荷が進み、10年振りに過去最高の営業利益を更新したと見込まれる。今期(2019年3月期)の業績は、更に車載用や空調機器用の温度センサーが続伸することなどから、売上高 26,000 百万円(前期比+3.5%)、営業利益 3,290 百万円(同+3.8%)に達すると、当社では予想している。

#### 【売上高と営業利益の推移】



(出所) 有価証券報告書、予想はキャピタル・パートナーズ証券

## Ⅱ. 用途別売上高

### 車載用が売上高の約 30%を占める

温度センサーの用途は幅広いが、芝浦電子の最大の販売先は自動車向けであり、売上高全体の約 30%を占めている。エンジンを中心としたパワートレインやカーエアコン等に多くの温度センサーが使われており、更に最近ではハイブリッド車向けの販売が増えていることも車載用センサーの需要増加に繋がっている。後述の通り、この傾向は当面続くことが期待できることから、車載向けの売上高は、前期(2018年3月期)の7,338百万円(前期比+10.9%)に続き、今期(2019年3月期)は更に7,730百万円(同+5.3%)に達すると、当社では予想している。

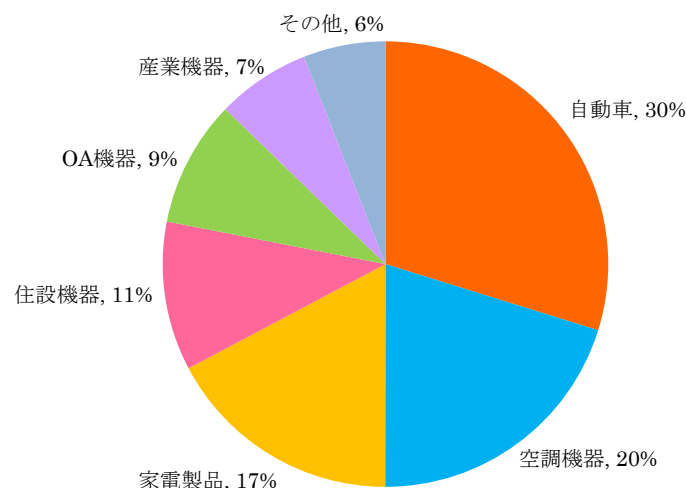
次いで多い販売先は、空調機器向けである(売上高の約 20%)。芝浦電子は特に業務用エアコンの分野に強く、室内機や室外機向けに多数の温度センサーを納入している。国内の大手空調機メーカー各社が、順調に事業を拡大していることなども追い風となっている。

3番目に多いのは、家電製品向けである(同約 17%)。電子レンジや冷蔵庫、炊飯器、IH調理器など、多種多様な家電製品に温度センサーは組込まれている。

全体のまだ約 7%程度と小規模ながらも注目されるのは、産業機器向けである。ロボットのモーターやアクチュエーターなどの過熱を防止するために温度センサーを装着するケースが増えており、この分野向けの売上高は着実な増加基調を辿っている。

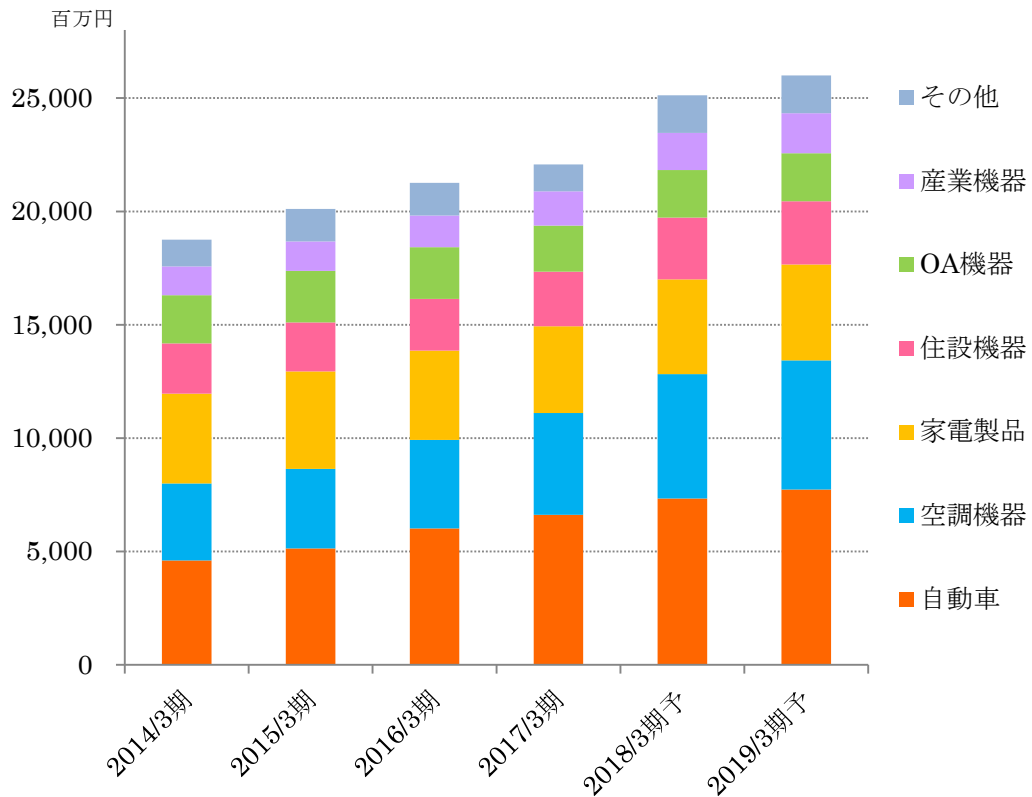
全体として、主力の車載向けや空調機器向けの売上高の増加を牽引役に、今期(2019年3月期)の全社売上高は26,000百万円(前期比+3.5%)に達すると当社では予想している。

### 【用途別売上高構成比(2017年3月期)】



(出所) 決算説明会資料

### 【用途別売上高の推移グラフ】



(出所) 決算説明会資料、予想はキャピタル・パートナーズ証券

### 【用途別売上高表】

(単位: 百万円)

	2014/3期	2015/3期	2016/3期	2017/3期	2018/3期 予想	2019/3期 予想
自動車	4,606	5,134	6,019	6,618	7,338	7,730
空調機器	3,397	3,511	3,904	4,491	5,482	5,700
家電製品	3,961	4,296	3,940	3,828	4,180	4,230
住設機器	2,218	2,161	2,276	2,402	2,729	2,790
OA機器	2,124	2,278	2,287	2,037	2,096	2,120
産業機器	1,268	1,299	1,397	1,510	1,637	1,760
その他	1,183	1,434	1,438	1,186	1,658	1,670
売上高合計	18,757	20,113	21,261	22,072	25,120	26,000

(出所) 決算説明会資料、予想はキャピタル・パートナーズ証券

### Ⅲ. 車載用温度センサー

#### 車の電動化が追い風

自動車向けには、まず、パワートレインやカーエアコン向けに温度センサーが多用されている。エンジンの吸排気系や社内の空調向けに、温度センサーが多数使われているからである。標準的な乗用車(エンジン車)では、1台当たり合計12~15個の温度センサーが搭載されていると見込まれる。

これに加えて、近年、車の電動化が温度センサーの需要を押し上げている。まずハイブリッド車では、モーターやバッテリー、インバーター等が車に追加搭載されるが、それらはいずれも温度管理(特に加熱防止)が重要であり、それぞれ温度センサーの装着が必須となっている。標準的なハイブリッドシステム(ハイブリッド車に搭載される、モーター、バッテリー、インバーターのセットシステム)では合計約8~10個の温度センサーが搭載されており、単純なエンジン車(ガソリン車またはディーゼル車)に比べて、この部分が増加要因となっている。

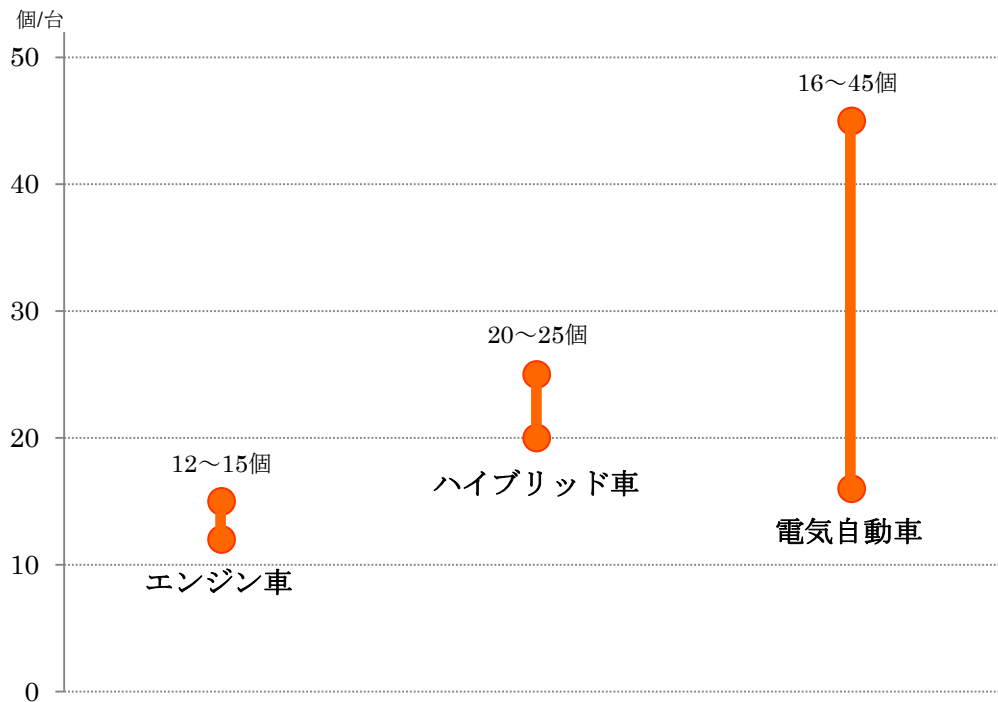
次に、電気自動車(以下、EV)では、バッテリーの搭載容量が格段に大きくなることからバッテリー用の温度センサーが増加することが特徴である。バッテリーの温度管理を計5個程度の温度センサーで行っているEVもあるが、通常は多くの温度センサーを活用しており、米国の大型EVは計32個の温度センサーを装着して木目細かいバッテリーの温度管理を行っている。バッテリーを構成するリチウムイオン電池が熱に弱い(高温時には劣化し易く、また発火リスクも高まる)ことから、より厳格に温度管理を行っていると見込まれる。この多いケースのEVでは、カーエアコンなども含めて合計約45個の温度センサーを1台に搭載していると推計される。またEVについては車種により搭載個数の差が大きいが、概して搭載個数が増える方向にある。

#### 【自動車における温度センサーの搭載例】



(出所) 芝浦電子ホームページ

### 【自動車の温度センサーの搭載個数(車1台当たり)】



(出所) 芝浦電子の決算説明会資料および各種資料より、キャピタル・パートナーズ証券が作成

### 【自動車の温度センサーの搭載個数の内訳表(車1台当たり)】

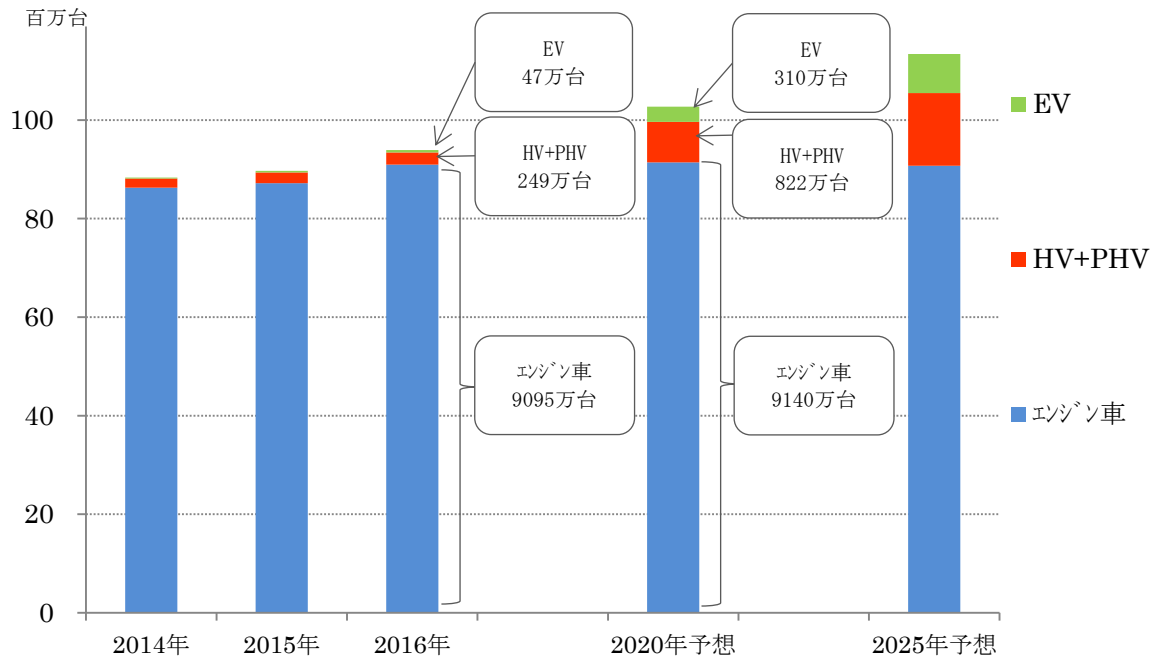
	エンジン車	ハイブリッド車	電気自動車
<b>エンジン駆動パワートレイン</b> (エンジン、吸排気、ギア等)	8~10個	8~10個	—
<b>ハイブリッドシステム</b> (モーター、バッテリー、インバーター等)	—	8~10個	—
<b>モーター駆動パワートレイン</b> (モーター、バッテリー、インバーター等)	—	—	12~40個
<b>カーエアコン</b>	4~5個	4~5個	4~5個
<b>合計</b>	<b>12~15個</b>	<b>20~25個</b>	<b>16~45個</b>

(出所) 芝浦電子の決算説明会資料および各種資料より、キャピタル・パートナーズ証券が作成

## 車の電動化は、ハイブリッド車主導で進行中

自動車の電動化自体は、まずハイブリッド車主導で進行している。2016年の出荷台数は、ハイブリッド車(プラグインハイブリッド車を含む)が約249万台、EVが約47万台、残りエンジン車が約9,095万台であったと推定される。ハイブリッド車とEVが全体の出荷台数に占める比率(電動化率)は、約3%と計算される。今後、政策的な後押しもありEVの普及が進む見通しであるが、航続距離や車両価格等を勘案すると、車の電動化は引き続きハイブリッド車が主導する展開が当面続くと予想される。2020年の出荷台数は、ハイブリッド車約822万台、EV約310万台、エンジン車約9,140万台となり、電動化率は約11%に達すると当社では予想している。既述の通り、この車の電動化の進行は温度センサー需要の拡大に繋がると期待できる。

### 【自動車の出荷台数の推移】



(注) EVは電気自動車、HV+PHVはハイブリッド車とプラグインハイブリッド車の合計を示す。

(出所) 国際自動車工業会およびIEAのデータを基に、キャピタル・パートナーズ証券が作成。

予想は、すべてキャピタル・パートナーズ証券。

### 【電気自動車とハイブリッド車の比較例】

	電気自動車	ハイブリッド車
車種	リーフ(S) (日産自動車)	プリウス(E) (トヨタ自動車)
航続距離	400km	1,550km
車両価格	315万円	243万円

(注) リーフの航続距離は、フル充電時にJC08モードで走行した場合のカタログスペック。

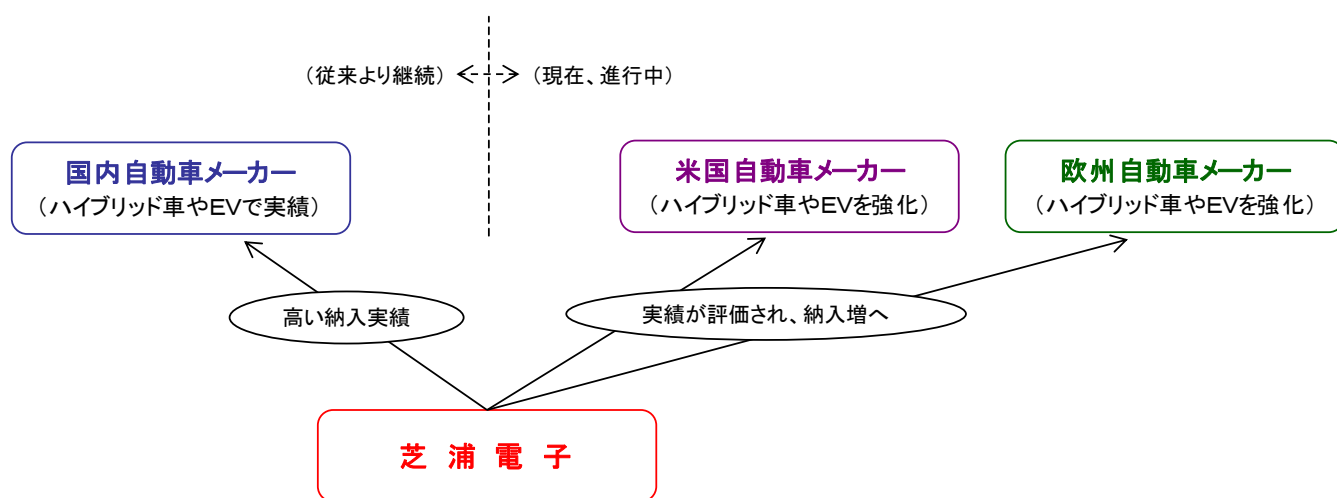
プリウスの航続距離は、燃料タンクの容量と燃料消費率(JC08モード)より算出。

(出所) 各社のホームページより、キャピタル・パートナーズ証券が作成。

## 車の電動化は、芝浦電子の顧客基盤の拡大に繋がる

車の電動化は、別の側面からも芝浦電子の事業拡大にプラス効果をもたらしている。電動化を機に、芝浦電子が温度センサーの納入シェアを上げることが増えているのである。芝浦電子は、ハイブリッド車で先行するトヨタ自動車などの国内メーカー向けに温度センサーの納入実績を長年積み上げて来ており、これが電動車の生産拡大を急ぐ海外の大手自動車メーカーからも評価されているのである。自動車はまず高い安全性と信頼性が重視されることから、実績のあるハイブリッド車で長年使用され続けてきた温度センサーを海外の自動車大手も高く評価しており、芝浦電子の受注拡大に繋がっているのである。

### 【芝浦電子の車載用温度センサーの顧客基盤拡大】



(出所) キャピタル・パートナーズ証券

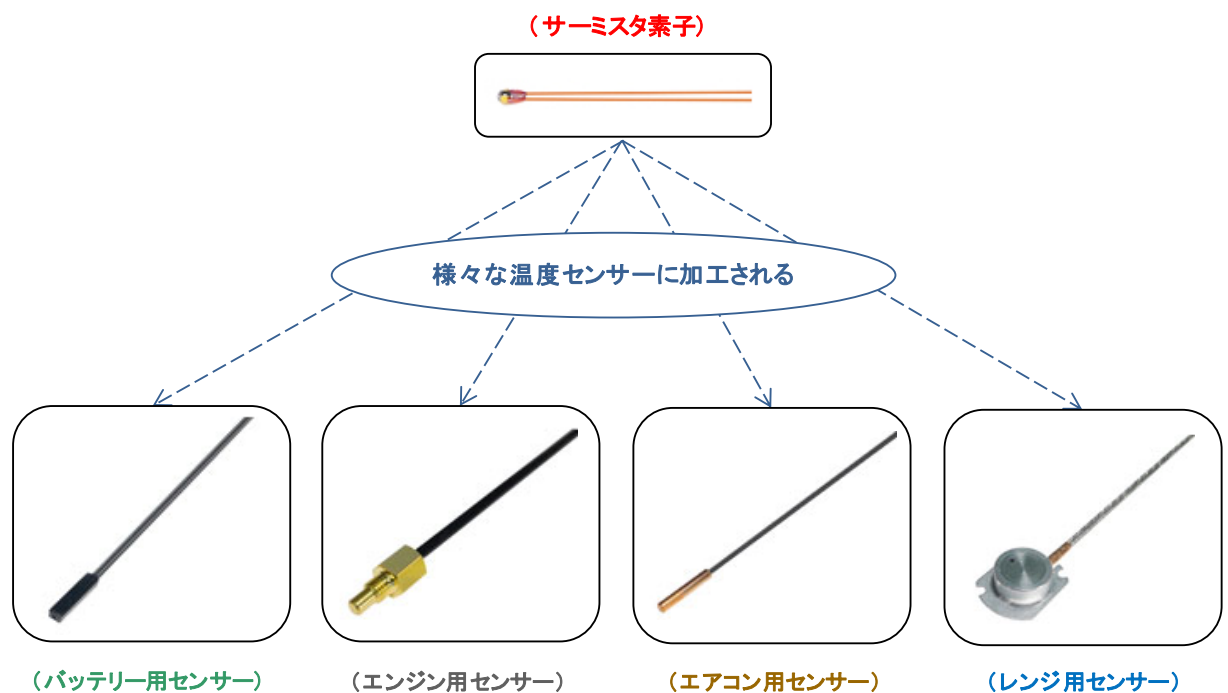


## IV. サーミスタ業界

### サーミスタ素子がキーパーツ

温度センサーは、①温度変化に応じて電気抵抗が敏感に変化するサーミスタ素子と、②その素子を対象物に取り付けるための装着部分から形成されている。サーミスタ素子は、合金化合物のセラミックなどで出来ており、温度センサーの基本的な特性を決めるキーパーツである。サーミスタ素子は温度に対する高い感応度が要求される上、長年の使用に耐え得るように優れた耐久性も求められている。それらにおける秀逸さが、芝浦電子の製品競争力の源泉となっている。

#### 【サーミスタ素子と温度センサー】

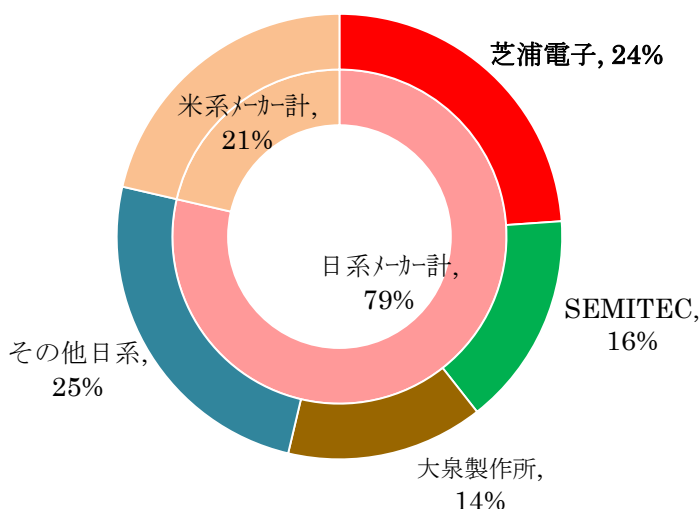


(出所) 芝浦電子のホームページより、キャピタル・パートナーズ証券が作成

## 日系メーカーが高いシェアを占める

サーミスタ素子市場においては日系メーカーが世界シェアの約8割近くを有しており、日本勢の優位なマーケットである。その中でも、芝浦電子がトップ企業であり、既述の通り車載向けの更なる拡大により、今後、もう一段のシェア拡大も達成可能と見込まれる。

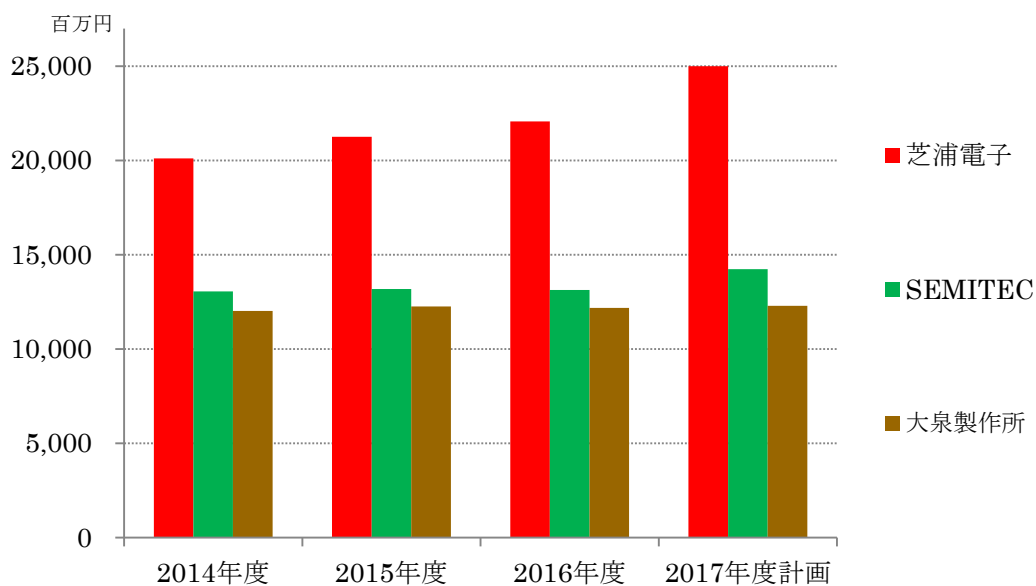
### 【サーミスタ素子の業界内シェア(2014年)】



(出所) 内側の円グラフは、新エネルギー・産業技術総合開発機構 (NEDO) のデータに基づき、キャピタル・パートナーズ証券が作成。

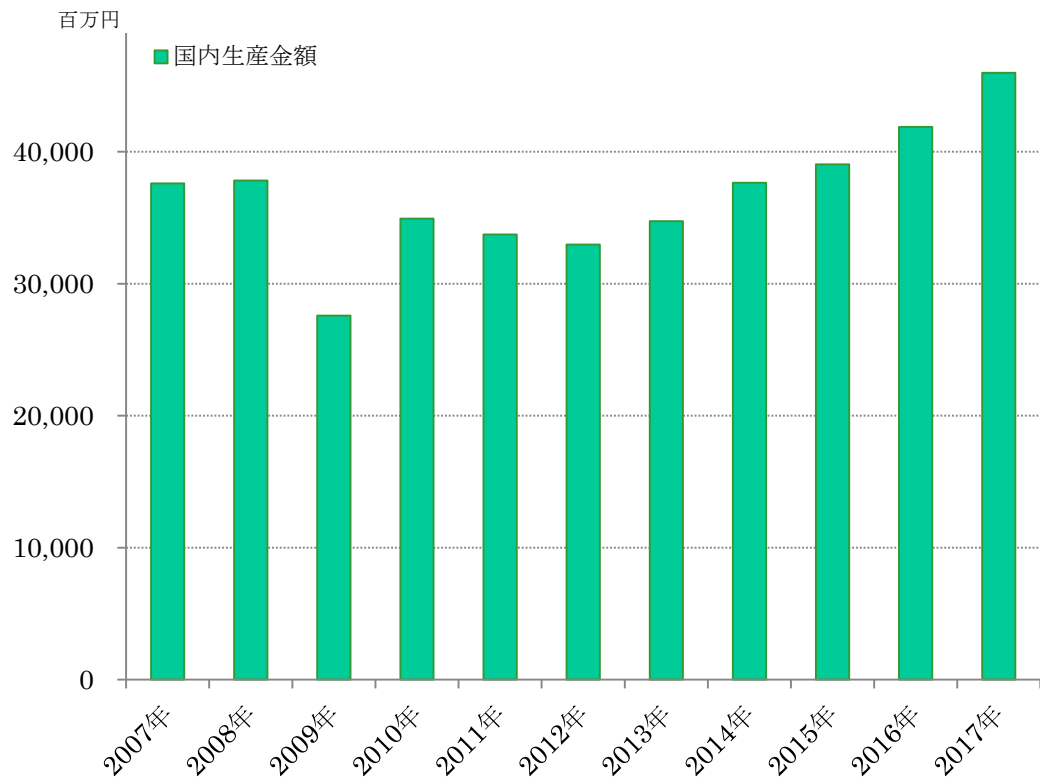
外側の円グラフの日系の企業別シェアは、キャピタル・パートナーズ証券が推計。

### 【サーミスタ素子を生産する、国内上場企業3社の売上高の推移】



(出所) 各社の決算短信より、キャピタル・パートナーズ証券が作成。  
2017年度計画は、各社が公表している計画値。

### 【サーミスタ素子の国内生産金額の推移】



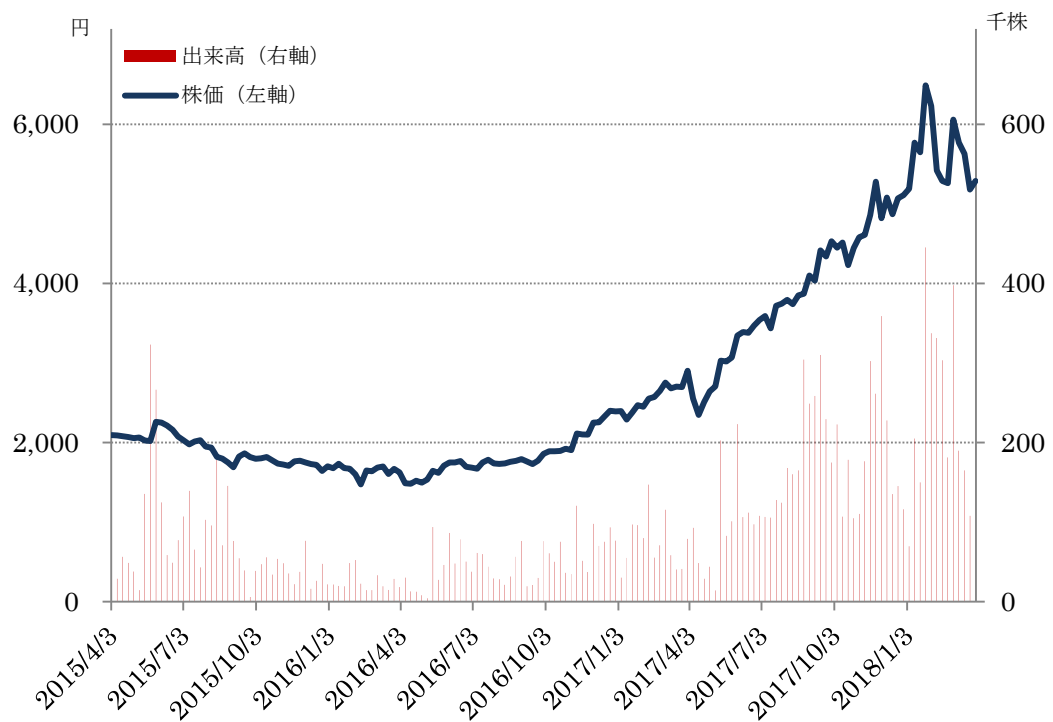
(出所) 経済産業省生産動態統計

## V. 目標株価と投資評価

### 車の電動化によるメリットも評価される局面へ

芝浦電子の業績は、高い製品競争力と恵まれた事業環境により、今後も堅調な展開が期待できる。特に車の電動化は、芝浦電子の事業機会の拡大に繋がる公算が高く、中長期的な業績の押し上げ要因として注目できる。株式市場においても、これらは評価される可能性が高いと判断される。よって、ジャスダック上場企業の今期予想 PER の平均値 16 倍にプレミアム 2 倍を付加した 18 倍を芝浦電子の妥当 PER に採用し、今期予想 EPS319.2 円をベースに目標株価は 5,700 円とする。現値と目標株価の乖離率は約 9% であることから、投資評価は「中立」とする。

## VI. 株価チャート(週次)



(出所) Bloomberg

**【連結損益計算書】**

(単位:百万円)

	2015/3期	2016/3期	2017/3期	2018/3期 予想	2019/3期 予想
<b>売上高</b>	<b>20,113</b>	<b>21,261</b>	<b>22,072</b>	<b>25,120</b>	<b>26,000</b>
前年比	7.2%	5.7%	3.8%	13.8%	3.5%
売上原価	15,581	16,774	16,723	18,830	19,480
売上総利益	4,532	4,487	5,349	6,290	6,520
売上総利益率	22.5%	21.1%	24.2%	25.0%	25.1%
販売管理費	2,643	2,824	2,955	3,120	3,230
<b>営業利益</b>	<b>1,889</b>	<b>1,663</b>	<b>2,394</b>	<b>3,170</b>	<b>3,290</b>
営業利益率	9.4%	7.8%	10.8%	12.6%	12.7%
営業外収益	68	69	85	90	70
営業外費用	31	23	16	80	40
<b>経常利益</b>	<b>1,926</b>	<b>1,710</b>	<b>2,463</b>	<b>3,180</b>	<b>3,320</b>
特別利益	405	113	0	0	0
特別損失	24	120	17	40	0
税引前利益	2,307	1,704	2,446	3,140	3,320
法人税等	644	480	617	808	846
非支配株主帰属利益	14	11	10	12	14
<b>当期利益</b>	<b>1,649</b>	<b>1,214</b>	<b>1,818</b>	<b>2,320</b>	<b>2,460</b>
<b>EPS(円)</b>	<b>212.1</b>	<b>156.1</b>	<b>235.1</b>	<b>301.1</b>	<b>319.2</b>
BPS(円)	2,331.5	2,372.1	2,510.2	2,736.1	2,980.1
配当金(円)	50.0	55.0	60.0	75.0	75.0
発行済株数(千株)	7,774	7,774	7,736	7,706	7,706

**【連結貸借対照表】**

<b>流動資産</b>	<b>17,758</b>	<b>17,931</b>	<b>18,902</b>	<b>21,291</b>	<b>23,262</b>
現預金	6,958	6,382	6,349	7,303	8,808
売上債権	5,603	5,860	6,472	7,327	7,583
棚卸資産	4,340	4,800	5,091	5,652	5,850
その他	857	889	989	1,010	1,020
<b>固定資産</b>	<b>8,705</b>	<b>8,057</b>	<b>8,212</b>	<b>8,770</b>	<b>8,690</b>
有形固定資産	7,741	7,218	7,300	7,850	7,760
無形固定資産	139	144	139	140	150
投資その他	825	696	773	780	780
<b>資産合計</b>	<b>26,463</b>	<b>25,988</b>	<b>27,114</b>	<b>30,061</b>	<b>31,952</b>
<b>流動負債</b>	<b>6,218</b>	<b>5,897</b>	<b>6,581</b>	<b>7,238</b>	<b>7,348</b>
買入債務	2,957	3,134	3,267	3,718	3,848
短期借入金	1,082	923	709	800	770
その他	2,179	1,840	2,605	2,720	2,730
<b>固定負債</b>	<b>2,119</b>	<b>1,650</b>	<b>1,189</b>	<b>1,740</b>	<b>1,640</b>
長期借入金	1,741	1,241	772	1,310	1,210
その他	378	408	417	430	430
<b>純資産</b>	<b>18,126</b>	<b>18,441</b>	<b>19,343</b>	<b>21,083</b>	<b>22,963</b>
資本金	2,145	2,145	2,145	2,145	2,145
その他	15,981	16,297	17,199	18,939	20,819
<b>負債純資産合計</b>	<b>26,463</b>	<b>25,988</b>	<b>27,114</b>	<b>30,061</b>	<b>31,952</b>
設備投資額	1,719	1,508	1,174	2,000	1,500
減価償却費	1,217	1,392	1,282	1,380	1,500
研究開発費	447	436	439	690	700

(出所) 有価証券報告書、予想はキャピタル・パートナーズ証券

## **開示事項**

### **投資評価の基準について**

買い: 目標株価が現在の株価を 20%以上上回ると判断される場合  
中立: 目標株価と現在の株価の差が±20%未満と判断される場合  
売り: 目標株価が現在の株価を 20%以上下回ると判断される場合

### **目標株価の定義と未達リスクについて**

目標株価は、アナリストが当該企業の事業内容や業績予想等をベースに今後 6 カ月の間に達すると予想している株価水準です。目標株価の達成を阻むリスク要因として、下記の事柄等があります。当該企業の事業環境や競合状態の変化、国内外の経済情勢や金融市場の変化、株式市場や為替相場の変動、当局による各種規制の変更、大規模な災害や事故の発生などです。また、これらの要因以外にも、現時点では予想できない事象が発生し、その結果として目標株価が達成できない可能性があります。

### **その他の留意事項について**

このアナリスト・レポートは、キャピタル・パートナーズ証券が信頼できると判断した情報に基づいて作成したものです。その内容の正確性や完全性を保証するものではありません。また、このレポートに記載された内容等は作成時点のものであり、今後、予告なく変更されることがあります。このレポートを使用した結果について、キャピタル・パートナーズ証券は如何なる責任も負いません。目的の如何を問わず、ご自身の判断と責任においてこのレポートをご使用下さいますよう、お願い致します。

商号等: キャピタル・パートナーズ証券株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第62号  
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会  
<http://www.capital.co.jp/>

[事業所]

◆本社・本店

〒101-0047 東京都千代田区内神田 1-13-7 四国ビルディング  
電話番号: 03-3518-9300(代表)

◆大阪支店

〒530-0057 大阪府大阪市北区曽根崎 2-5-10 梅田パシフィックビルディング  
電話番号: 06-6232-8370(代表)

◆福岡支店

〒810-0801 福岡県福岡市博多区中洲 5-5-13 KDC 福岡ビル  
電話番号: 092-272-0873(代表)