

6508 明電舎 取材メモ 当面株価中立も補正予算やEVの話題で上振れも

19/3期は償却費やR&D費増も連続最高純益予想、中期的にEV向け拡大で変身期待

株価 385 円 (9/25) 時価総額 876 億円 (9/25) 発行済株 227638 千株 (9/25)

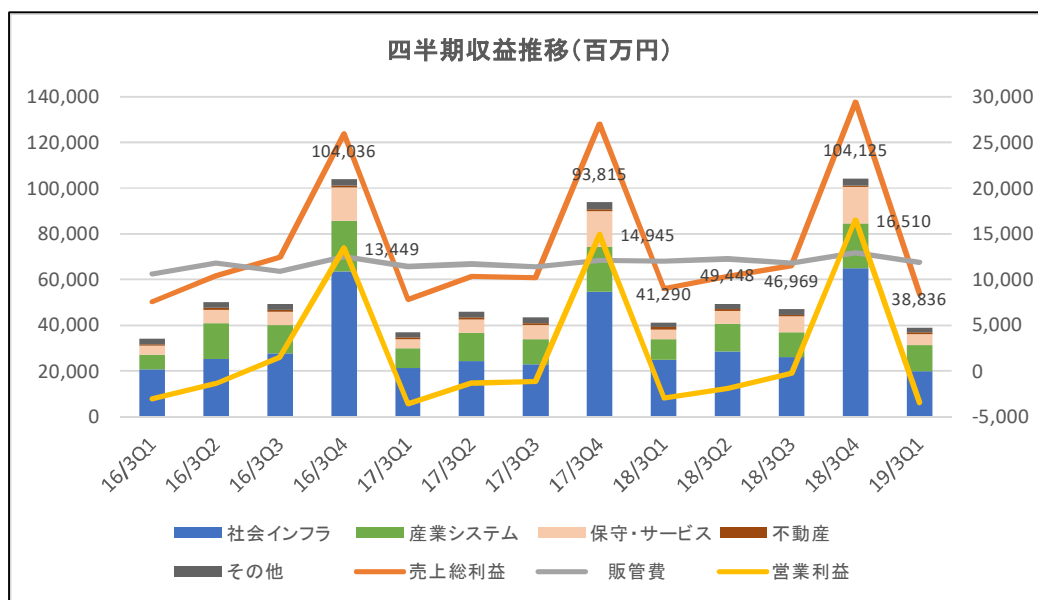
PER (11.6X) PBR (1.15X) 配当 (DO 予) 10.0 円 配当利回り : 2.6%

要約

- ・ 19/3Q1 は 5.9%減収、営業損失 34.68 億円、経常損失 34.05 億円と弱含みで推移
- ・ 19/3 期 1.3%増収 1.0%増利増 8.1%経常増 6.3%純益増、受注 12.3%減予想で連続最高純益へ
- ・ 中期経営計画の 21/3 期売上高 2800 億円、営業利益 140 億円は産業システム成長が鍵握る
- ・ オゾンによる常温酸化膜技術の実用化で変身も
- ・ Q3 まで営業赤字から最高純益更新も株価中立ながら EV や補正、新技術で上昇余地

19/3Q1 は 5.9%減収、営業損失 34.68 億円、経常損失 34.05 億円と弱含みで推移

19/3Q1 は売上高 388.36 億円 (5.9%減)、営業損失 34.68 億円 (5.06 億円悪化)、経常損失 34.05 億円 (1.80 億円悪化)、税引損失 23.66 億円 (0.02 億円改善) に。前期の大口海外電鉄向けシステムなどがなく、売上、受注とも前年同期比減となったが、ほぼ会社計画並み推移とのこと。



部門別では社会インフラが売上高 202.61 億円 (20.6%減)、受注高 280.64 億円 (9.7%減) 営業損失 36.44 億円 (17.68 億円悪化) となった。国内電力向けは FIT 対象となる小水力発電向けやアセアン向け電力エネルギー関連が堅調だったものの、シンガポール大量高速鉄道 (MRT) 向けの電力設備 400 億円受注のような大型案件がなく、利益面では高採算だった中東向け電力事業の減少が響いた。産業システムは売上高 124.39 億円 (27.8%増)、

営業利益 9.62 億円 (9.68 億円増、黒字転換)、受注 158.34 億円 (3.6%増) と好調に推移した。売上高構成は電動応用機器 50%、電子機器 20%弱、動系・搬送システム 30%強となっているが、収益性の高い電子機器が、東京エレクトロンや日立ハイテクノロジーズ向けなど半導体エッチング装置向け真空コンデンサ (同社とスイスコメット社が寡占) が伸長、ギガフォトン向け大出力パルス電源も堅調な推移に。加えて電動応用機器では三菱自動車工業 PHEV アウトランダー向け EV モータ、インバータが新モデル投入効果などで堅調に推移、高速エレベータ駆動システムも堅調に推移した。一方、動系・搬送システムは国内シェアトップのダイナモメータ (自動車試験システム) が需要の端境期で減少した。保守・サービスは堅調な伸びで、売上高 47.58 億円 (1.7%増)、営業損失 8.30 億円 (0.15 億円改善)、受注 125.29 億円 (4.7%増) に。不動産事業は変化なく、売上高 8.69 億円、営業利益 3.72 億円。その他事業も横ばい基調で売上高 38.3 億円 (0%増)、営業利益は 0.27 億円 (0.8 億円改善し黒字転換)、受注は 45.37 億円 (3.7%減) に。

全体として社会インフラでの海外鉄道システムの大口売上、受注がなかったことで減収減益も、その他部門は堅調で会社計画並みの推移となった。

#### **19/3 期 1.3%増収 1.0%増収 8.1%増収 6.3%増収、受注 12.3%減予想で連続最高純益へ**

19/3 期予想は売上高 2450 億円 (1.3%増)、営業利益 115 億円 (1.0%増)、経常利益 108 億円 (8.1%増)、税引利益 75 億円 (6.3%増)、受注高 2400 億円 (12.3%減)。受注減は前期のシンガポール鉄道向け 400 億円のような大型受注がないため、収益では 2 期連続最高純益更新予想となる。

部門別では社会インフラが売上高 1420 億円 (3.4%減)、受注高 1360 億円 (21.9%減) 営業利益 35 億円 (14.2%減) 予想。前期のような大型案件がなく、鉄道向けの減少が影響する見通し。但し、R&D 増 3.14 億円、償却負担増 3.44 億円控除前では微増益確保予想となる。産業システムは売上高 630 億円 (12.5%増)、営業利益 49 億円 (11.8%増)、受注 620 億円 (5.7%増) 予想。収益性の高い電子機器が、下期は減速見通しも、EV モータの回復などもあり堅調に推移する見通し。しかも同部門は R&D を 36.5 億円 (9.78 億円増額、36.7%増) 投入、設備投資増で償却負担も 2.97 億円増を見込んでおり、実質的には大幅増益となる。保守・サービスは売上高 350 億円 (4.0%増)、営業利益 38 億円 (5.9%増)、受注 360 億円 (0.2%増) に。不動産事業は変化なく、売上高 35 億円、営業利益 13 億円。その他事業も横ばい基調で売上高 180 億円 (1.8%減) 増収 6 億円 (20.7%増)、受注 180 億円 (3.4%減) に。全体として積極的な設備投資 (28 億円増の 104 億円) による減価償却費増 97 億円 (8 億円増)、R&D 費 107 億円 (13 億円増) などがあり、実質的には 2 ケタ営業増益の収益力を持ち、積極的な事業展開への布石を打つ形になっている。なお会社計画に対し、現状、社会システムでは西日本の豪雨被害や北海道胆振東部地震などに対し補正予算による電力・水処理受注増、北海道電力の瞬停に対し非常用電源ニーズの高まり等の受注増が見込める。一方では産業システムで半導体エッチング装置向け真空コンデンサ受注の一時的な

減少が懸念され、これを 2019 年モデル PHEV アウトランダーの米国投入などで EV システムの上乗せでカバーできるかがポイントに。いずれにしても、収益は会社予想並み、受注は会社予想を若干上回ると判断する。

中期経営計画の 21/3 期売上高 2800 億円、営業利益 140 億円は産業システム成長が鍵握る

同社は新中期経営計画 2020 で 21/3 期に売上高 2800 億円、営業利益 140 億円、経常利益 135 億円、税引利益 94 億円を目標としている。この中でバランスの良い成長目標を立てているが、実質的には 18/3 期に稼ぎ頭となった産業システムの動向がカギを握るとみられる。

		2017年度実績	2018年度予想	2020年度目標
社会インフラ	売上高	1,470	1,420	1,570
	営業利益	40	35	48
産業システム	売上高	560	630	770
	営業利益	43	49	55
保守・サービス	売上高	339	350	390
	営業利益	35	38	44
不動産	売上高	34	35	35
	営業利益	13	13	13
その他 (消去含む)	売上高	13	15	35
	営業利益	▲20	▲20	▲20
計	売上高	2,418	2,450	2,800
	営業利益	113	115	140

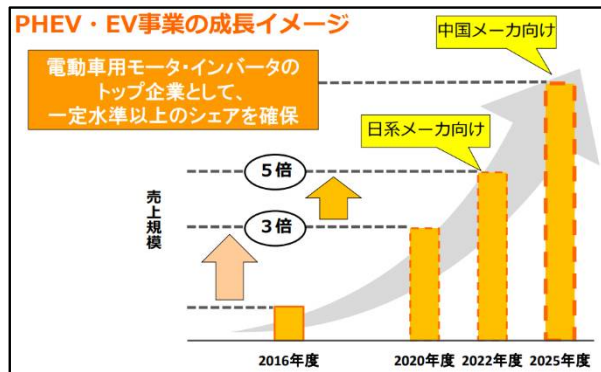
産業システム事業の戦略として成長事業、収益基盤事業、新たな成長事業に分けているが、特に EV・PHEV 拡大の中で EV・PHEV モータシステム、ダイナモメータ事業拡大に期待が高まる。同社は現在、三菱 PHEV アウトランダーと i-MiEV に EV モータ並びにインバータを全量納めているが、世界的な EV、PHEV 化の中で同事業が本格拡大見通しにある。現状、i-MiEV は低迷状態にあるものの、PHEV アウトランダーは PHEV において累積納入台数トップを誇る車種であり、2019 年モデルとして大幅なマイナーチェンジを行い、9 月から欧州で販売を開始、売上が再度伸びつつある。また新規に 17 年 12 月より米国モデル投入も行い、米国で 8 月までに 2372 台を販売した。7 月現在、2018 年 1～7 月の世界累計販売台数は 20013 台、2015 年には 43000 台を販売した実績があるだけに、今回の大幅なマイナーチェンジ、米国投入で 2019 年は過去最高の販売台数が期待される。また i-MiEV 向けも東京都の 2019 年度から始める EV 購入補助上乗せなどの効果で販売が回復する可能性もある。さらに三菱は新型多目的スポーツ車 (SUV) 「エクリプス・クロス」のプラグインハイブリッド車 (PHEV) を 2020 年にも発売する予定で、ビジネス拡大が期待される。同社は市場拡大を睨み、

### 今後の技術動向 (出力密度向上)

■ 「車室空間の最大化」と「航続距離延長」に貢献



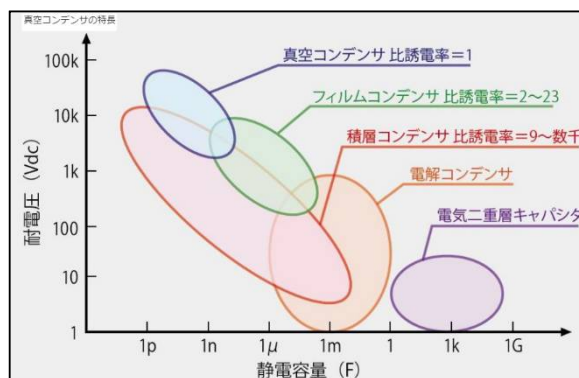
設備増強を実行中で、モータについては甲府明電舎で現在 15 万台/年新規工場で 17 万台/年を加え、32 万台/年を計画、11 月着工で 2019 年 11 月稼働予定。また EV 用インバータについては沼津工場で 10 万台/年に部品ライン増設で 12 万台を加え、22 万台/年を計画、11 月着工で 2019 年 5 月稼働予定。さらに名古屋工場では



EV モータ、インバータ一体工場として新規に 17 万台/年の生産を計画、2019 年 1 月着工、2019 年 11 月稼働を目指す。現在、アウトランダーは 3 つのモータ（ジェネレータと 2 モータ）、1 台のインバータが対となって納入されているが、現状の 15 万台（アウトランダー換算 5 万台分：一部 i-MiEV 向けも僅かある）に増設で最大年産 15 万台近くまで増産可能であり、今後新たな納入先がアナウンスされる可能性も十分期待される。同社は部門売上を開示していないものの、産業システムの 5 割を占める電動応用機器の半分弱はあるとみられ、今後、同分野で 2~3 年で売上倍増が見込める。またダイナモメータは国内では堀場製作所を凌ぎ、トップシェアを握っている。海外ではオーストリアの AVL 社が強いものの、今後、EV 化や排ガス規制等、様々な試験要求が高まることから、自動車試験の様々な製品提供を行い同分野の拡大が期待され、しかも同社が EV モータ、インバータ製造会社でもあり、シナジー効果も期待される。



もう一つの成長分野が電子機器の中でスイスコメット社と世界 2 社寡占で収益性も高い真空コンデンサ部門。同社は真空遮断器の開発・製造を通じて蓄積した真空に関する技術・ノウハウを活用し、信頼性の高い真空コンデンサの開発・製造を行っている日本唯一のメーカー。真空コンデンサは内部抵抗誘電体損失が極めて小さく 1M~数 100MHz の高周波での許容電流が大きく、真空容器内に電極があるため外的要因の気圧・温度・湿度・塵埃による特性への影響がほとんどなく、高耐電圧でもあり、プラズマエッチング・CVD・蒸着などに使われる。特にプラズマエッチング装置は 3DAND フラッシュメモリの積層化で台





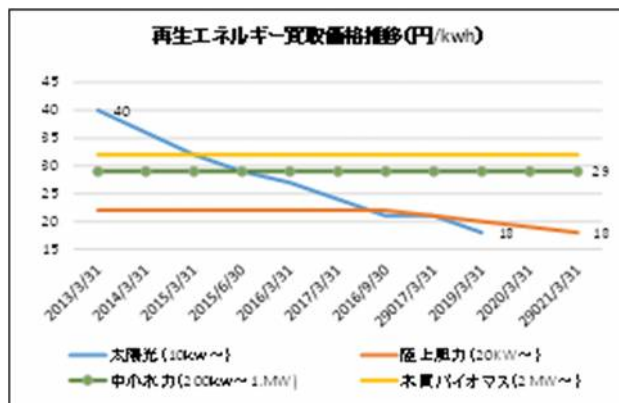
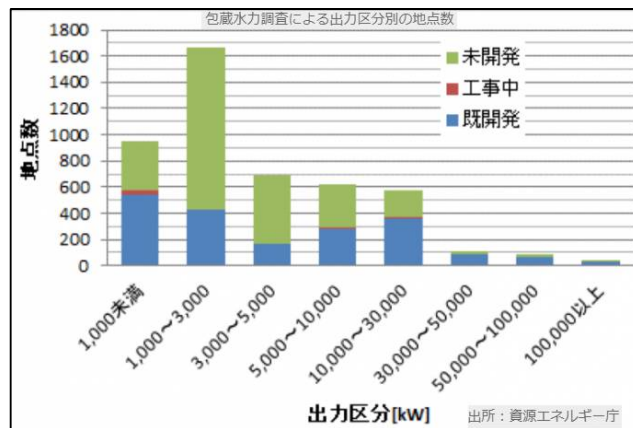
数だけでなくマルチチャンバー化でプラズマ電源が大幅に増加しており、これに合わせて需要が急拡大している。同社は主に東京エレクトロン等日系メーカー中心に納入（納入先はダイヘンなどのプラズマ電源メーカー）、但しコメント社と2社寡占のため、欧米メーカーにも採



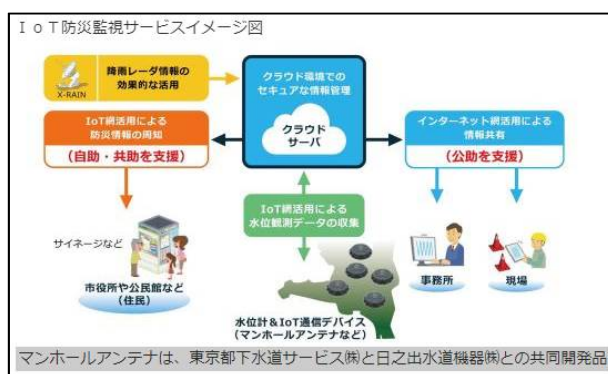
用されている。現状、Q3には一時的に需要の端境期となる懸念があるものの、中期的には用途も広がり高成長が続く見通しで、収益性も高く、同社の収益性を高める重要な製品と言える。またパルス電源も特定ユーザー向けに拡大が期待される。

社会インフラ分野ではアセアン、インド向けに海外電力システムを拡販する計画。同社はシンガポール電力庁とも親密な関係を構築、シンガポールからメコン地域に拡大を図る。またインドでは2014年に関連会社とし2016年に子会社化したインド変圧器製造会社 Prime Meiden Limited が国内シェア 68%

を持つが、インド国内に加え中東・アフリカへも販路拡大を目指す。またコストダウンのため沼津工場からインドに生産拠点を移管する計画で、中期的に収益の向上が見込める。一方、国内は電力向け新規案件が見込めず、OM(運転維持管理)拡大で凌ぐ意向であるが、FITに関連して中小水力発電所向け事業の拡大を目指す。同ビジネスでは水車新導入実績 248 台、改修実績 480 台を有するイーメル工業(同社、中国電力が主要株主)とビジネス展開しており、受注高では年間100億円規模まで拡大している。太陽光発電などが2020年度には買取価格撤廃の動きの中で中小水力は29円/kwhが維持されるため、今後、老朽化した中



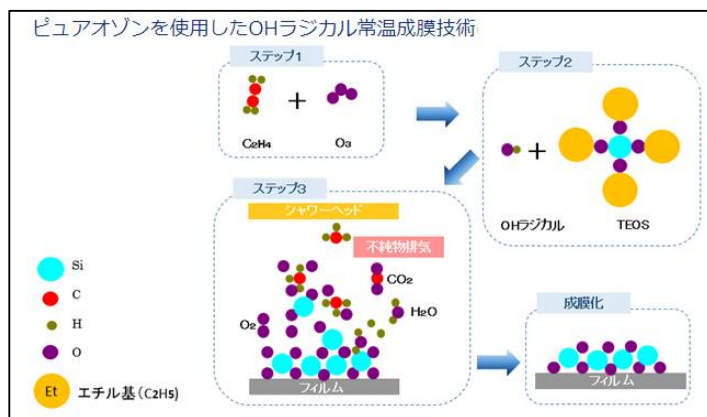
小水力発電所や農協向け小水力発電向けなどにも拡大が見込める。また昨今の災害に対し、非常用電源装置や移動電源車、無停電電源装置（UPS）、IoT防災監視サービス（マンホールアンテナ等、LPWA ネットワークを活用し浸水情報を可視化しリアルタイムで捉え降雨レーダー情報と連携しゲリラ豪雨などに対して水害対策を支援）なども手掛けており、防災、減災ビジネスでの事業拡大も期待される。



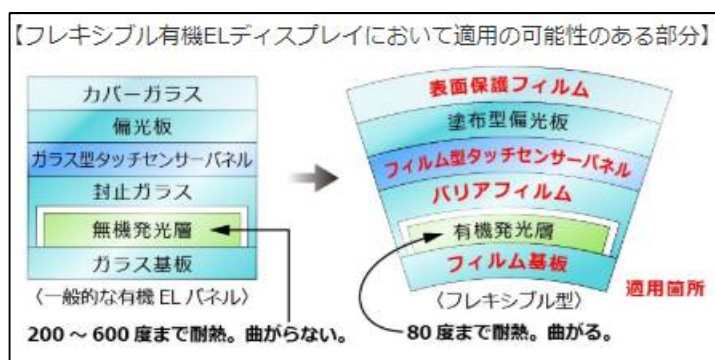
全体を通じて、バランスの良い中期計画となっているものの、結果としては社会インフラ部門の官公需並びに国内電力会社向けの伸び悩みを産業システムの増加で補い、収益性も産業システムの拡大で確保し、20/3 期には営業利益で 07/3 期の 119 億円を抜き営業利益で最高益更新が見込まれるとともに、21/3 期は売上が中計目標に届かない見通しも収益性向上から利益面での達成が期待される。

### オゾンによる常温酸化膜技術の実用化で変身も

同社は本年 4/17 に世界で初めて純度 100%のオゾン（以下、ピュアオゾン）を使用した常温成膜技術を 2017 年 5 月より研究を開始し、2018 年 3 月に特許出願し、技術確立したことをアナウンスした。技術開発の背景として、フレキシブル有機 EL ディスプレイ分野、PE（プリンテッドエレクトロニクス）等に使われる高機能フィルムの市場拡大がある。現在はプラズマ技術を活用し 100~150℃で製造されるものを常温 30℃でフィルムに成膜でき、「ダメージレス」で「薄く緻密」、「傷のつきにくい」、「曲がる」、「バリア性に優れた」ディスプレイ用フィルムの多くの部分に将来適用の可能性がある。同社は各種製造装置メーカーなどとパートナーシップを組み、技術提供するとともにピュアオゾンジェネレータの拡販を目指す。さらにピュアオゾンの利用技術研究を共同で行ってきた産業技術総合研究所(AIST)と膜質改良によるハイバリアフィルムの実用化も目指している。同社は既にオゾンジェネレータを 2000 年より開発着手し 2007 年から発売を開始、主に



半導体製造装置メーカー向けに出荷してきた。今回、同技術での製造工程で製造装置として年間 30 台（会社側では 1 台の値段は未公表も、億円レベルと判断される）を新たな需要として見込むが、応用範囲が広いだけに潜在的な需要は更に高まると判断される。



### Q3 まで営業赤字から最高純益更新も株価 NEUTRA ながら EV、補正、新技術で上昇余地

株価は 5/14 の好決算発表、今期も最高純益更新見通しなどで一時回復した。しかしその後は設備投資関連銘柄でもあり、Q1 が芳しくなかったこともあり下落を続け、9/13 には 352 円の安値を付け、現在も安値付近にある。19/3 期会社予想 EPS33.06 円に対し、PER11.6 倍は連続最高純益更新銘柄として割安水準にあるものの、中堅重電各社と比較し割安感はない。Q3 まで利益が水面下となる業態で、当面株価上昇のタイミングは Q3 決算発表後と考えられ、株価中立が妥当と考える。しかし補正予算による防災、災害復旧対策費などの話題や EV での新規受注先などのアナウンス、新技術の常温酸化膜の量産採用（4/17 ニュースリリースでは株価無反応）などがあれば、Q3 発表以前でも株価は大きく反応する可能性がある。また同社は半導体製造装置関連にも収益力のある高シェア製品を持っており、高い技術力を持つ企業との評価が高まれば、機械セクター平均並みの PER16 倍程度まで評価される可能性は十分ある。

明電舎 (6508)	(百万円、円)									
	売上高	増減率	営業利益	増減率	経常利益	増減率	税引利益	増減率	EPS	配当
17/3期	220,141	-7.3%	8,849	-15.9%	8,209	-22.5%	5,743	-17.5%	25.310	8.00
18/3Q1	41,290	11.9%	-2,962	赤小	-3,225	赤小	-2,368	赤小	-10.44	0.00
18/3Q2	49,448	7.6%	-1,895	赤大	-2,361	赤大	-1,863	赤大	-8.21	4.00
18/3Q3	46,969	8.1%	-272	赤小	-695	赤小	-899	赤小	-3.96	0.00
18/3Q4	104,125	11.0%	16,510	10.5%	16,273	11.5%	12,186	16.5%	53.71	5.00
18/3H1	90,738	9.5%	-4,857	赤小	-5,586	赤大	-4,231	赤大	-18.65	4.00
18/3H2	151,094	10.1%	16,238	17.9%	15,578	15.3%	11,287	19.1%	49.75	5.00
18/3期	241,832	9.9%	11,381	28.6%	9,992	21.7%	7,056	22.9%	31.10	9.00
19/3Q1	38,836	-5.9%	-3,468	赤大	-3,405	赤大	-2,366	赤小	-10.43	0.00
19/3Q2会予(7/31)	51,164	3.5%	-1,132	赤小	-1,395	赤小	-1,134	赤大	-5.00	N.A
19/3H1会予	90,000	-0.8%	-4,600	赤小	-4,800	赤小	-3,500	赤小	-15.43	N.A
19/3H2会予	155,000	2.6%	16,100	-0.8%	15,600	0.1%	11,000	-2.5%	48.49	N.A
19/3期会予	245,000	1.3%	11,500	1.0%	10,800	8.1%	7,500	6.3%	33.06	N.A
21/3期中計会予	280,000		14,000		13,500		9,400		41.44	N.A
19/3Q2DO予	51,164	3.5%	-1,132	赤小	-1,395	赤小	-1,134	赤大	-5.00	4.00
19/3Q3DO予	48,000	2.2%	-200	赤小	-500	赤小	-500	赤小	-2.20	0.00
19/3Q4DO予	107,000	2.8%	16,300	0.4%	16,100	3.4%	11,500	-5.6%	50.69	6.00
19/3H1DO予	90,000	-0.8%	-4,600	赤小	-4,800	赤小	-3,500	赤小	-15.43	N.A
19/3H2DO予	155,000	2.6%	16,100	-0.8%	15,600	0.1%	11,000	-2.5%	48.49	N.A
19/3期DO予	245,000	1.3%	11,500	1.0%	10,800	8.1%	7,500	6.3%	33.06	10.00
20/3期DO予	260,000	6.1%	12,700	10.4%	12,000	11.1%	8,300	10.7%	36.59	11.00
21/3期DO予	270,000	3.8%	14,000	10.2%	13,500	12.5%	9,400	33.2%	41.44	12.00

年度	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期会 予	21/3期中 計会予	19/3期 DO予	20/3期 DO予	21/3期 DO予
売上高	230,299	237,404	220,141	241,832	245,000	280,000	245,000	260,000	270,000
営業利益	9,997	10,517	8,849	11,381	11,500	14,000	11,500	12,700	14,000
経常利益	10,502	10,595	8,209	9,992	10,800	13,500	10,800	12,000	13,500
親株主帰属純利益	6,868	6,962	5,743	7,056	7,500	9,400	7,500	8,300	9,400
セグメント総売上	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期会 予	21/3期中 計会予	19/3期 DO予	20/3期 DO予	21/3期 DO予
社会インフラ	141,014	140,585	126,529	147,049	142,000	157,000	140,500	146,000	147,000
産業システム	55,413	61,089	55,552	56,000	63,000	77,000	64,500	72,000	81,000
保守・サービス	29,773	31,006	33,044	33,962	35,000	39,000	35,000	37,000	38,000
不動産	3,289	3,386	3,451	3,462	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
その他	20,467	19,711	19,154	18,327	18,000	20,000	18,000	18,000	18,000
セグメント総売上	230,299	237,404	220,141	241,832	245,000	280,000	245,000	260,000	271,000
調整額	-19,661	-18,378	-17,593	-16,971	-16,500	-16,500	-16,500	-16,500	-16,500
セグメント営業利益	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期会 予	21/3期中 計会予	19/3期 DO予	20/3期 DO予	21/3期 DO予
社会インフラ	5,243	3,974	3,297	4,080	3,500	4,800	3,400	3,600	3,950
産業システム	3,023	4,030	2,465	4,384	4,900	5,500	5,000	5,800	6,650
保守・サービス	2,550	2,921	3,781	3,587	3,800	4,400	3,800	4,000	4,100
不動産	1,240	1,280	1,340	1,337	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
その他	378	493	464	497	500	500	500	500	500
合計	12,434	12,698	11,347	13,885	14,000	16,500	14,000	15,200	16,500
調整額	-2,438	-2,180	-2,500	-2,505	-2,500	-2,500	-2,500	-2,500	-2,500
営業利益	9,997	10,517	8,849	11,381	11,500	14,000	11,500	12,700	14,000
セグメント営業利益率	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期会 予	21/3期中 計会予	19/3期 DO予	20/3期 DO予	21/3期 DO予
社会インフラ	3.7%	2.8%	2.6%	2.8%	2.5%	3.1%	2.4%	2.5%	2.7%
産業システム	5.5%	6.6%	4.4%	7.8%	7.8%	7.1%	7.8%	8.1%	8.2%
保守・サービス	8.6%	9.4%	11.4%	10.6%	10.9%	11.3%	10.9%	10.8%	10.8%
不動産	37.7%	37.8%	38.8%	38.6%	37.1%	37.1%	37.1%	37.1%	37.1%
その他	1.8%	2.5%	2.4%	2.7%	2.8%	2.5%	2.8%	2.8%	2.8%
合計	5.4%	5.3%	5.2%	5.7%	5.7%	5.9%	5.7%	5.8%	6.1%
調整額	-1.1%	-0.9%	-1.1%	-1.0%	-1.0%	-0.9%	-1.0%	-1.0%	-0.9%
営業利益	4.3%	4.4%	4.0%	4.7%	4.7%	5.0%	4.7%	4.9%	5.2%

