

2024年7月8日

業種 非鉄金属

日本電解（東証グロース-5759）

～ 26/3期黒字転換から以降増勢基調が継続、株価は適正価値圏内 ～

投資評価

前回

2+

2024/2/13

今回

2

Neutral

アナリスト

岩元 泰晶

主要指標

5759

(2024年7月5日現在)

株価	1,020 円
時価総額	92 億円
予想PER (25/3期)	-9.7 倍
予想PER (26/3期)	37.1 倍
実績PBR	1.37 倍
予想配当	0.0 円
予想配当利回り	0.00 %
配当性向	0.0 %
予想ROE	-15.25 %
予想DOE	0.00 %

発行済株式数 9,050 千株
 売買単位 100 株

(注1) 予想はTIW.

(注2) DOEは株主資本配当率(配当性向 * ROE)

要旨・投資のポイント

<26/3期黒転から以降増勢基調継続、株価は適正価値圏内>

- 投資評価を「2 (Neutral)」とする。24/3期決算並びに会社側からの業績ガイダンスを受け、TIW業績予想を更新。株価は、指標面からみて適正水準にあるものと判断する。26/3期からの損益黒字化を予想。フリーキャッシュフローは、当面は投資負担が重荷となることから、30/3期からの黒字転換を見込む（P.3下段の10期業績予想を参照）。
- TIWでは25/3期の連結業績を、売上高19,540百万円（前期比17%増）、営業損失153百万円（前期は1,034百万円の損失）、純損失953百万円（前期は874百万円の損失）と予想する。増収効果やコスト低減が収益改善に直結、営業損益はゼロ近辺へと復元しよう。純損益は、営業外での支払利息や通貨スワップ損失を計上が足かせとなる見通し。
- 26/3期TIW予想は、売上高21,710百万円（同11%増）、営業損益は685百万円の黒字。各段階利益とも黒字転換を見込む。27/3期以降は、増勢基調が継続するものとみられる。

<拡大途上の車載電池用と5G/高周波回路基板用に照準>

- 電解銅箔は、リチウムイオン電池や回路基板などエレクトロニクス機器の基幹部材として様々な製品に組み込まれている。同社は、なかでも車載電池用銅箔と5G/高周波回路基板用銅箔といった今後拡大する市場に照準をあてた事業活動を展開している。

業績推移

5759

単位:百万円、円、%

連結通期	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	DPS
2023/3	17,047	-17	-1,611	na	-1,840	na	-1,933	na	-252.4	0.0
2024/3	16,650	-2	-1,034	na	-1,288	na	-874	na	-96.6	0.0
2025/3 会社予	19,700	18	0	na	-800	na	-800	na	-88.4	0.0
TIW予	19,540	17	-153	na	-953	na	-953	na	-105.3	0.0
2026/3 TIW予	21,710	11	685	na	290	na	249	na	27.5	0.0
2027/3 TIW予	23,200	7	1,219	78	824	184	708	184	78.2	0.0
2025/3 コンセンサス予想	20,000	20	-100	na	-900	na	-900	na	-	0.0
2026/3 コンセンサス予想	23,500	18	1,000	na	800	na	700	na	-	0.0
2027/3 コンセンサス予想	26,000	11	1,500	50	1,300	63	1,200	71	-	0.0

出所:会社データ、TIW、アイフィスジャパン 注:TIWの予想EPSは発行済株式数(自社株を含む)で計算

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

24/3期は2%減収、営業損失は1,034百万円と577百万円改善

- 24/3期の連結業績は、売上高は16,650百万円（前期比2%減）、営業損失1,034百万円（前期は1,611百万円の損失）となった。車載電池用銅箔が伸長した一方、回路基板用銅箔が減少。米子会社「Denkai America Inc.」カムデン工場での整流器故障が響いた。日米の総生産数量は、8,308トン（同2%減）だった。

25/3期の会社予想は18%増収、営業損益ゼロ

- 25/3期の会社予想は、売上高19,700百万円（同18%増）、営業損益はゼロ。売上高予想の内訳は、車載電池用14,800百万円（同18%増）、回路基板用4,900百万円（同19%増）。生産数量前提は、9,500トン（同14%増）。純損益予想は800百万円の赤字。営業外損失として、支払利息や通貨スワップ評価損を計上することが足かせとなる見通し。

25/3期TIW予想は17%増収、営業損失153百万円

- TIWでは25/3期の連結業績を、売上高19,540百万円（同17%増）、営業損失153百万円（前期は1,034百万円の損失）、純損失953百万円（前期は874百万円の損失）と予想する。生産数量は、9,396トン（同13%増）を想定。増収効果やコスト低減が収益改善に直結、営業損益はゼロ近辺へと復元しよう。車載電池用は、既存顧客の新ライン稼働が数量増に直結、下期には新規顧客向けが押し上げ要因になるとみられる。回路基板用は、米カムデン工場の復調が押し上げに寄与、国内では5G/高周波対応のハイエンド製品の新規顧客向け供給が上乘せとなる見込み。

26/3期は11%増収、営業損益は685百万円の黒字を見込む、27/3期以降は増勢基調が継続

- 26/3期TIW予想は、売上高21,710百万円（同11%増）、営業損益は685百万円の黒字。各段階利益とも黒字転換を見込む。生産数量を9,994トン（同6%増）と想定。車載電池用は、新規顧客向け製品が通年寄与。回路基板用では、カムデン工場の復調が一段と進展するものとみられる。なお、当期は車載電池用を担う米国新工場（ジョージア州オーガスタ）の建設が始動する見込み。27/3期以降は、増勢基調が継続しよう。引き続き既存顧客からの需要増や新ラインへの供給開始が、収益増に直結するとみられる。

先頃新たな事業計画を公表、9月にも各業務提携先との協議を踏まえ内容を更新へ

- 6月28日、同社は「事業計画及び成長戦略に関する説明資料」を公表。その中で、①Denkai Americaにて150百万ドルを投じて、ジョージア州オーガスタに車載電池用として年産9,500トン規模の生産拠点を新設し、日米を合わせたグローバル生産能力を現在の年13,200トンから22,000トンとすること、②同米国新工場については、26/3期中に着工を開始し2028年夏のサンプル出荷開始を想定していること、等を改めて明示した。他方同時に、9月にも当該事業計画及び成長戦略の内容を更新する方針を表明。「LCY TECHNOLOGY CORPORATION（台湾・台北）」及び「Lee Chang Yung Group International Pte. Ltd.（シンガポール）」、「テックス・テクノロジー株式会社（東京都千代田区）」、「Hindalco Industries Limited（インド・ムンバイ）」といった各業務提携先との協議を踏まえて、内容を改めたいとしている。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

拡大途上の車載電池用と5G/
高周波回路基板用に照準

LIB負極集電体への需要増が
追い風に、高速通信化に対応
する高機能銅箔も拡大へ

- 電解銅箔は、リチウムイオン電池（以下、LIB）や回路基板などエレクトロニクス機器の基幹部材として様々な製品に組み込まれ、産業用から一般家庭用まで幅広く使用されている。同社は独自の銅箔物性制御技術及び表面処理技術、並びに製造プロセス開発に依拠した高機能銅箔を市場に供給。なかでも、車載電池用銅箔と5G/高周波回路基板用銅箔といった今後拡大する市場に照準をあてた事業活動を展開している。
- 電解銅箔は、LIBの負極集電体（負極活物質から電子を集める部品）に用いられる。車載用LIBの高容量化・高出力化に伴う負極集電体への需要拡大が見込まれるなか、車載電池用銅箔への需要も大きく伸長する見通し。（株）富士経済では、負極集電体の世界市場は、2035年までの13年間におけるCAGR（年平均成長率）を12%弱と推定。同社が注力する日米市場に限れば、CAGRは24%に達するとしている。高速通信化に対応する高機能銅箔がカテゴライズされる「ハイエンド・スーパーハイエンド」市場も有望。（株）富士キメラ総研及び同社算出に基づく予測では、2027年までの5年間におけるCAGRは13%超とされる。

【TIW業績予想】

日本電解（5759）

単位：百万円

	24/3	25/3予	26/3予	27/3予	28/3予	29/3予
売上高	16,650	19,540	21,710	23,200	24,820	26,480
営業利益	-1,034	-153	685	1,219	1,818	1,890
経常利益	-1,288	-953	290	824	1,423	1,495
税引前純利益	-870	-953	290	824	1,423	1,495
純利益	-874	-953	249	708	1,222	1,285
FCF（フリーキャッシュフロー）	-1,410	-1,223	-3,864	-6,734	-6,233	-1,973

	30/3予	31/3予	32/3予	33/3予	34/3予
売上高	28,330	30,310	32,430	34,700	37,120
営業利益	1,790	2,285	2,815	3,383	3,988
経常利益	1,395	1,890	2,420	2,988	3,593
税引前純利益	1,395	1,890	2,420	2,988	3,593
純利益	1,199	1,602	1,739	2,147	2,582
FCF（フリーキャッシュフロー）	2,206	2,691	3,102	3,249	3,664

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【会社概要】

2021年6月、東証マザーズ（現東証グロース市場）上場。同社グループは、同社及び子会社2社（連結子会社1社、非連結子会社1社）から成る。硫酸銅を主成分とする電解液から電気分解により金属銅を薄膜上に析出生成させ加工する電解銅箔製造を手掛ける。電子・電気機器を制御する電気信号を伝える回路基板の導体は、ほとんどが電解銅箔で形成される。また、xEV（電動化車両）に搭載されるリチウムイオン電池の負極集電体（負極活物質から電子を集める部品）にも用いられる。

【ビジネスモデルの特徴】

厚さの均一性、異物混入の排除、表面粗さの最適化、高い屈曲性など、各種顧客ニーズにこたえる高品質・高機能な電解銅箔を製造。プリント配線板用、半導体パッケージ用、リチウムイオン電池用、PDP（プラズマディスプレイパネル）電磁波シールド用など、多様な製品を提供している。2020年3月、米国の電解銅箔製造メーカーの全株式を取得し完全子会社化、海外展開を推進している。

【リスク要因】

同社グループは純度の高い銅材料を主原料としており、その仕入価格は国際商品市場における銅価格に基づき決定される。主要顧客との取引において「銅価スライド制」を導入しているが、銅価格変動が販売価格に反映されるまで数ヵ月程度のタイムラグがあるうえ、必ずしも価格変動リスクのすべてが転嫁されるものではない。同社グループの総販売に占めるパナソニック（株）向けの割合は、5割超を占める。何らかの理由により受注数量の減少や、取引条件の変更等が生じた場合、事業運営や経営成績等に相当の影響が及び得る。

【四半期業績推移】

四半期決算データ										
単位:百万円										
5759										
日本電解										
	2023年3月					2024年3月				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期
売上高	4,419	4,356	3,942	4,330	17,047	4,759	3,819	3,770	4,302	16,650
前年同期比	-9.7%	-15.9%	-27.0%	-14.9%	-17.1%	7.7%	-12.3%	-4.4%	-0.6%	-2.3%
営業利益	-337	-228	-305	-741	-1,611	-241	-304	-343	-146	-1,034
前年同期比	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
経常利益	-318	-265	-472	-785	-1,840	44	-191	-610	-531	-1,288
前年同期比	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
純利益	-294	-315	-385	-939	-1,933	-22	-380	-671	199	-874
前年同期比	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
売上高営業利益率	-7.6%	-5.2%	-7.7%	-17.1%	-9.5%	-5.1%	-8.0%	-9.1%	-3.4%	-6.2%
自己資本比率	30.7%	28.9%	32.9%	32.8%	-	32.2%	31.3%	30.3%	28.1%	-
純資産	5,663	5,608	6,541	7,447	-	7,439	7,039	6,376	6,724	-
総資産	18,433	19,356	19,858	22,678	-	23,077	22,489	21,052	23,908	-

データ出所:アイフスジャパン

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【関連テーマ/チェックリスト】

5759

【企業戦略・ビジネスモデル】	【業績・財務】	【コーポレートアクション】	【テーマ】
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 高付加価値戦略 低価格戦略 多角化戦略 ✓ 選択集中戦略 ✓ 知財・研究開発型 装置型・インフラ型 労働集約型 FC・ファブレス型 オーナー・同族企業 子会社・系列企業 グローバル化積極推進 ESG積極推進 	<ul style="list-style-type: none"> 上方修正期待 下方修正懸念 円高メリット 円安メリット 業績変動大(市況) ✓ 業績回復傾向 高ROE(10%以上) ✓ 高成長率 景気連動強い ✓ 景気連動弱い 財務体質強固 財務体質脆弱 	<ul style="list-style-type: none"> 増配・復配期待 分割期待 自社株買い期待 株主優待積極的 ✓ 増資・ファイナンスの可能性 減配懸念 市場変更の可能性 株式流動性良好 ✓ 株式流動性低い 外国人持株比率20%超 M&A積極姿勢 MBOの可能性有 	<ul style="list-style-type: none"> 規制緩和関連 新興国関連 資源関連 次世代エネルギー関連 公共投資関連(復興含む) ✓ 設備投資関連 個人消費関連 シルバー関連 ITテクノロジー関連 ナノテク・バイオ関連 環境関連 大型新製品期待

注: 上記チェックリストは担当アナリストの定性的判断に基づくものです。

【Fモデルによる理論株価推計】

日本電解

5759

(2024年7月5日現在)

株価	1,020 円
----	---------

Fモデルによる理論株価	na 円
現株価との乖離	na %

当期利益(今期)	-953	百万円
当期利益(来期)	249	百万円
来期EPS成長率	na	%
現預金	3,376	百万円
有利子負債	13,642	百万円
自己資本	6,724	百万円
総資産	23,908	百万円
時価総額	9,231	百万円
株数	9,050	千株
株主数	12,290	名

Fモデルによる妥当PBR	na 倍
収益力・成長性寄与分	na 倍
財務内容寄与分	-0.42 倍
PER(今期)	na 倍
PER(来期)	37.07 倍
実績PBR	1.37 倍
今期予想ROE	-15.25 %
ネットD/Eレシオ	1.53 倍
割引率(資本コスト)	7.25 %
負債コスト	2.00 %

【Fモデル】について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、「理論上では株価は、自己資本配当率(ROEと配当性向の積)、EPS成長率、無リスク証券の利回り(=国債利回り)、リスクプレミアムの4要素で決定される」という考え方を土台に、ROE値と成長性を一定の数値(インプライドの要求リターン)で割り引き財務価値を加減することによって妥当PBR水準を算出するものである。具体的には下記の算式によって求める。

$$\text{妥当PBR} = [\text{今期予想ROE} \times (1 + \text{来期EPS成長率}) \div \text{割引率}] - \text{ネットD/Eレシオ} \times (\text{負債コスト} \div \text{割引率})$$

割引率は、来期ベースの日経平均の要求リターン(10年国債利回り+インプライド・リスクプレミアム)を一律用いている。負債コストは暫定的に2%を適用する。ネットD/Eレシオがマイナスの場合(実質無借金)は、(負債コスト÷割引率)は1を適用する。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【株価チャート】



【投資評価】

2		Neutral
過去の投資評価	株価(円)	
2024年2月13日	2+	1,095
2023年11月30日	2+	1,106
-	-	-
-	-	-
-	-	-
-	-	-

【アナリスト・インプレッション®】

担当カバレッジ 内での 注力度	業績予想の 蓋然性	株価見通し				株価変動性
		短期		中期	長期	
		～3ヶ月以内	3ヶ月～12ヶ月	12ヶ月～36ヶ月	36ヶ月～	
高い	高い	非常に強気 強気	非常に強気 強気	非常に強気 強気	非常に強気 強気	大きい
普通	やや高い	普通 弱気	普通 弱気	普通 弱気	普通 弱気	普通
低い	普通	非常に弱気	非常に弱気	非常に弱気	非常に弱気	小さい

●投資評価（対象期間：3～12ヶ月）

取材・調査・分析活動を通じた業界動向や企業業績見通し、財務状況、PER、PBR、配当利回り、TIW標準モデルによる理論株価、株式流動性、マーケット環境を勘案した上で各アナリストが株価の市場平均に対する見通しについて最終判断を行っております。1: Buy（買い）、1S: Speculative Buy（投機的買い）、2+: Outperform（市場平均を上回る）、2: Neutral（中立）、2-: Underperform（市場平均を下回る）、3: Sell（売り）。

（注：過去の投資評価に付帯して表示されている株価は、レポート発行日の前営業日終値です）

●アナリスト・インプレッション®

アナリストが自ら担当する各企業に対する調査および分析の注力度を加味し、業績予想の蓋然性を勘案のうえ、短期的、中期的、そして長期的の定性的な株価見通しを示すものです。

岩元泰晶（いわもとやすあき）プロフィール

甲南大学経済学部卒。国内証券3社を経て2023年6月より現職。セクターアナリストとして自動車産業を中心に20年以上にわたり企業調査に従事。日経ヴェリタスアナリストランキングで定評を獲得、その他多くの受賞歴を誇る。的確な業績予想並びにバリュエーション分析により、市場コンセンサスをリードすることを信条とする。

（社）日本証券業協会アナリスト協会検定会員。

アナリストによる宣言

私、岩元泰晶は本調査レポートに表明された見解が、対象企業と証券に対する私個人の見解を正確に反映していることをここに証明します。また私は過去・現在・未来において、本レポートで特定の推奨を行うことに対して直接または間接に報酬を受けていないことを証明します。

利益相反に関する開示事項

TIWは、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。

レポート対象企業の選定はTIW社が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。担当アナリスト並びにTIWと本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1) 本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、有価証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2) 本レポートは、「TIW」が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成しておりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載された価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート作成時における「TIW」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3) 本レポートは将来の結果を約束するものではなく、また、本レポートにある情報はいかなる目的で使用される場合においても、投資家様ご自身の判断と責任において使用されるものです。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者が責任を負うものではありません。

4) 本レポートに掲載された内容の著作権は、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者に帰属します。事前の承諾を得ずに、本レポートのすべてまたは一部を複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行うことはできません。

「TIW」レポートは、株式会社アイフィスジャパンが発行しています。

株式会社アイフィスジャパン

東京都港区六本木 1-8-7 MFPR 六本木麻布台ビル 9 階

URL <https://www.ifis.co.jp/>