

2024年8月19日

業種 電気機器

## 日本光電（東証プライム-6849）

～1Qは弱含みの滑り出し。下期の予算執行の進捗を見極める必要～

## 投資評価

前回

2

2024/6/3

今回

2

Neutral

アナリスト

服部 隆生

## 主要指標

6849

(2024年8月16日現在)

|               |            |
|---------------|------------|
| 株価            | 1,910 円    |
| 時価総額          | 3,265 億円   |
| 予想PER (25/3期) | 20.8 倍     |
| 予想PER (26/3期) | 19.0 倍     |
| 実績PBR         | 1.82 倍     |
| 予想配当          | 31.0 円     |
| 予想配当利回り       | 1.62 %     |
| 配当性向          | 33.8 %     |
| 予想ROE         | 8.42 %     |
| 予想DOE         | 2.85 %     |
| 発行済株式数        | 170,962 千株 |
| 売買単位          | 100 株      |

(注1) 予想はT.I.W.  
(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

＜25/3期は期初想定以上に下期偏重になりそう＞

- 25/3期1Q（4-6月）は、国内が2%減収、海外も為替・決算期変更の影響を除くと9%減収。前年にあった利益率の良い国内ITシステム商談の反動減や販売終了モデルの在庫評価減などもあり、営業損益が悪化した。1Qは国内で自社品の販売が計画を下回り、海外も一部地域で商談・予算執行が遅れており、全体で若干弱含みの推移といえる。
- 会社側は上期（4-9月）業績予想を引き下げ一方、通期予想は据え置いた。国内・海外で商談・予算執行が当初見込み以上に下期偏重になりそうなことを要因として挙げている。生体情報モニタは新製品の寄与などもあり、国内外で堅調な売上の伸びが期待できよう。とはいえ、今後商談や予算執行が計画通り進展するか不透明感もあり、TIWでは慎重にみて、通期TIW予想を小幅修正した。

＜「ニュートラル」の見通しを据え置き＞

- 1Qはまだ3カ月とはいえ、国内・海外とも弱含みで推移した。期初予想以上に下期偏重と説明されたが、今後商談や予算執行が着実に進展するか不透明感が残る。業績未達懸念を払しょくできないことを踏まえると、株価には割安感に乏しいといえるだろう。TIWでは今回も「ニュートラル」の見通しを据え置く。

## 業績推移

6849

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          | 206,603 | 1  | 21,120 | -32 | 24,122 | -30 | 17,110 | -27 | 101.6 | 30.5 |
| 2024/3          | 221,986 | 7  | 19,591 | -7  | 25,589 | 6   | 17,026 | 0   | 101.2 | 30.5 |
| 2025/3 会社予      | 229,000 | 3  | 23,000 | 17  | 23,000 | -10 | 16,000 | -6  | 95.4  | 31.0 |
| TIW予            | 227,000 | 2  | 22,000 | 12  | 22,500 | -12 | 15,700 | -8  | 91.8  | 31.0 |
| 2026/3 TIW予     | 237,000 | 4  | 25,500 | 16  | 25,500 | 13  | 17,200 | 10  | 100.6 | 32.0 |
| 2027/3 TIW予     | 248,000 | 5  | 28,000 | 10  | 28,000 | 10  | 18,800 | 9   | 110.0 | 33.0 |
| 2025/3 コンセンサス予想 | 227,668 | 3  | 21,308 | 9   | 22,728 | -11 | 15,513 | -9  | 98.4  | 31.0 |
| 2026/3 コンセンサス予想 | 238,464 | 5  | 25,433 | 19  | 25,773 | 13  | 17,659 | 14  | 110.8 | 33.0 |
| 2027/3 コンセンサス予想 | 249,430 | 5  | 29,979 | 18  | 30,299 | 18  | 20,705 | 17  | 130.6 | 37.5 |

出所: 会社データ、T.I.W.、アイフシジャパン 注1: T.I.W.の予想EPSは発行済株式数(自社株を含む)で計算

注2: 23/3期及び24/3期EPS・DPSは株式分割を考慮し調整

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。

1Qは国内海外とも実質減収で、やや弱含みの推移

会社側は通期予想を据え置き、通期TIW予想を今回見直した

地域別では中南米を除く全ての地域で実質減収

海外の生体情報モニタは北米、中南米、欧州は好調で、アジア州他のマイナスを吸収

国内は医療機関の投資抑制の動きが出るか見極めが必要

アナリスト見解

- 25/3期1Q（4-6月）業績は、売上462億円（前年同期比5%減）、営業赤字12億円（前年同期は22億円の黒字）。国内が2%減収、海外も為替・決算期変更の影響を除くと9%減収。消耗品・サービスは堅調に伸びたものの、前年にあった利益率の良い国内ITシステム商談の反動減や販売終了モデルの在庫評価減などもあり、営業損益が悪化した。1Qは国内で自社品の販売が計画を下回り、海外も一部地域で商談・予算執行が遅れており、全体で若干弱含みの推移といえる。
- 会社側は上期（4-9月）業績予想を引き下げ一方、通期予想は据え置いた。国内だけでなく、中近東や東南アジアでも商談・予算執行が当初見込み以上に下期偏重になりそうなことを要因として挙げている。生体情報モニタは新製品の寄与などもあり、国内外で堅調な売上の伸びが期待できよう。とはいえ、下期末までに予定通り商談や予算執行が進展するか不透明な要素も残り、TIWでは慎重にみて、通期TIW予想を小幅修正（営業利益230億円→220億円）した。全社収益改革プロジェクトを進めており、計画からの大きな収益性悪化懸念は少ないとみる。
- 1Qの地域別売上増減（前年同期比、為替影響を除く）は、国内▲2%、海外▲21%（北米▲8%、中南米+16%、欧州▲20%、アジア州他▲44%）。商品群別（前年同期比）では、生体計測機器▲5%、生体情報モニタ▲2%、治療機器▲15%、その他+4%。海外はAEDを手掛けるデフィブテック社の決算期変更と為替の影響を除けば、実質では前年同期比9%減収だった。
- 海外は、中国や中近東で前年同期に生体計測機器や生体情報モニタが大きく伸びた反動もあり、アジア州他が大幅減収を記録。注力する生体情報モニタは、北米・中南米・欧州は2桁増収と好調で、アジア州他のマイナスを吸収し、海外全体で6%増収を確保した。治療機器はAEDが決算期変更の影響で大幅減収の一方、人工呼吸器は北米でマスク型が大幅増収となった。海外では今後の商談や予算執行の進捗動向を注視したい。
- 国内では24年度の診療報酬改定が6月に後倒しとなり、病院側の設備投資計画の意志決定も遅れる可能性もある。投資抑制の動きが出るか見極める必要はあるが、医療体制整備や医師の働き方改革の動きから業務効率化の為のシステム投資は今後も続き、生体情報モニタや消耗品需要は堅調な伸びが予想される。
- 1Qはまだ3カ月とはいえ、国内・海外とも弱含みで推移した。期初予想以上に下期偏重と説明されたが、今後商談や予算執行が着実に進展するか不透明感はある。株価は直近高値から2割程度下落しているが、業績未達懸念を払しょくできないことを踏まえ、依然割安感に乏しいといえるだろう。TIWでは「ニュートラル」の見通しを据え置く。自社製品や消耗品・サービスを伸ばすことで中期的な収益成長を維持可能との見方は不変。

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】

医理学機器等の研究・製造を目的に1951年設立。脳波計やポリグラフ（共に国内台数シェア8割前後）、心電計（国内台数シェア28%）などの生体計測機器、生体情報モニタ（国内金額シェア35%でトップ）で高い市場占有率を持つ（シェアは会社推定）。既に成熟した国内市場においては高い成長が見込めないため、システム提案の強化、急性期病院市場でのシェア拡大、診療所市場の開拓を図る一方、新興市場を含む海外での販売拡大を狙う。

## 【ビジネスモデルの特徴】

2024/3期の売上構成は、生体計測機器（脳波計、心電計、ポリグラフ等）21%、生体情報モニタ38%、治療機器（除細動器、ペースメーカ、人工呼吸器等）23%、その他18%。注力する消耗品・保守サービスの売上構成比率は47%。顧客市場別では、大学や官公立病院向けで強みを持つ。採算性の良い自社製品（消耗品なども含む）の販売拡大により収益性向上を目指している。

## 【リスク要因】

医療制度改革や診療報酬改定、競争激化による価格圧力の増大、その他には医療事故、訴訟リスク、為替相場の変動など。

## 【四半期業績推移】

| 四半期決算データ |         |         |         |         |         |         |    |    |    |        |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----|----|----|--------|
| 単位:百万円   |         |         |         |         |         |         |    |    |    |        |
| 6849     |         |         |         |         |         |         |    |    |    |        |
| 2024年3月  |         |         |         |         |         |         |    |    |    |        |
| 日本光電工業   | 1Q      | 2Q      | 3Q      | 4Q      | 通期      | 2025年3月 |    |    |    |        |
|          |         |         |         |         |         | 1Q      | 2Q | 3Q | 4Q | 累計     |
| 売上高      | 48,728  | 54,808  | 52,633  | 65,817  | 221,986 | 46,227  |    |    |    | 46,227 |
| 前年同期比    | 9.8%    | 9.6%    | 4.8%    | 6.1%    | 7.4%    | -5.1%   |    |    |    | -5.1%  |
| 営業利益     | 2,205   | 5,286   | 3,024   | 9,076   | 19,591  | -1,248  |    |    |    | -1,248 |
| 前年同期比    | 21.4%   | -2.1%   | -27.3%  | -6.8%   | -7.2%   | na      |    |    |    | na     |
| 経常利益     | 5,794   | 6,752   | 712     | 12,331  | 25,589  | 1,674   |    |    |    | 1,674  |
| 前年同期比    | 5.7%    | -10.4%  | -22.4%  | 21.1%   | 6.1%    | -71.1%  |    |    |    | -71.1% |
| 純利益      | 3,787   | 4,210   | -71     | 9,100   | 17,026  | 766     |    |    |    | 766    |
| 前年同期比    | 2.9%    | -13.4%  | na      | 10.3%   | -0.5%   | -79.8%  |    |    |    | -79.8% |
| 売上高営業利益率 | 4.5%    | 9.6%    | 5.7%    | 13.8%   | 8.8%    | -2.7%   |    |    |    | -2.7%  |
| 自己資本比率   | 78.4%   | 78.9%   | 79.5%   | 77.6%   | -       | 80.1%   |    |    |    | -      |
| 純資産      | 169,587 | 174,305 | 171,479 | 181,082 | -       | 179,211 |    |    |    | -      |
| 総資産      | 216,444 | 220,990 | 215,788 | 233,233 | -       | 223,787 |    |    |    | -      |

データ出所:アイフィスジャパン

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】

6849

| 【企業戦略・ビジネスモデル】 | 【業積・財務】     | 【コーポレートアクション】 | 【テーマ】        |
|----------------|-------------|---------------|--------------|
| 高付加価値戦略        | 上方修正期待      | ✓ 増配・復配期待     | 規制緩和関連       |
| 低価格戦略          | 下方修正懸念      | 分割期待          | 新興国関連        |
| 多角化戦略          | 円高メリット      | 自社株買い期待       | 資源関連         |
| 選択集中戦略         | 円安メリット      | 株主優待積極的       | 次世代エネルギー関連   |
| 知財・研究開発型       | 業績変動大(市況)   | 増資・ファイナンスの可能性 | 公共投資関連(復興含む) |
| 装置型・インフラ型      | 業績回復傾向      | 減配懸念          | 設備投資関連       |
| 労働集約型          | 高ROE(10%以上) | 市場変更の可能性      | 個人消費関連       |
| FC・ファブレス型      | 高成長率        | 株式流動性良好       | ✓ シルバー関連     |
| オーナー・同族企業      | 景気連動強い      | 株式流動性低い       | ITテクノロジー関連   |
| 子会社・系列企業       | 景気連動弱い      | ✓ 外国人持株比率20%超 | ナノテク・バイオ関連   |
| ✓ グローバル化積極推進   | ✓ 財務体質強固    | M&A積極姿勢       | 環境関連         |
| ESG積極推進        | 財務体質脆弱      | MBOの可能性有      | 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】

日本光電工業

6849

(2024年8月16日現在)

|    |         |
|----|---------|
| 株価 | 1,910 円 |
|----|---------|

|             |         |
|-------------|---------|
| Fモデルによる理論株価 | 1,604 円 |
| 現株価との乖離     | -16.0 % |

|          |            |
|----------|------------|
| 当期利益(今期) | 15,700 百万円 |
|----------|------------|

|          |            |
|----------|------------|
| 当期利益(来期) | 17,200 百万円 |
|----------|------------|

|          |       |
|----------|-------|
| 来期EPS成長率 | 9.6 % |
|----------|-------|

|     |            |
|-----|------------|
| 現預金 | 46,794 百万円 |
|-----|------------|

|       |         |
|-------|---------|
| 有利子負債 | 584 百万円 |
|-------|---------|

|      |             |
|------|-------------|
| 自己資本 | 179,211 百万円 |
|------|-------------|

|     |             |
|-----|-------------|
| 総資産 | 223,787 百万円 |
|-----|-------------|

|      |             |
|------|-------------|
| 時価総額 | 326,537 百万円 |
|------|-------------|

|    |            |
|----|------------|
| 株数 | 170,962 千株 |
|----|------------|

|     |         |
|-----|---------|
| 株主数 | 6,386 名 |
|-----|---------|

|              |        |
|--------------|--------|
| Fモデルによる妥当PBR | 1.53 倍 |
|--------------|--------|

|            |        |
|------------|--------|
| 収益力・成長性寄与分 | 1.27 倍 |
|------------|--------|

|         |        |
|---------|--------|
| 財務内容寄与分 | 0.26 倍 |
|---------|--------|

|         |         |
|---------|---------|
| PER(今期) | 20.80 倍 |
|---------|---------|

|         |         |
|---------|---------|
| PER(来期) | 18.98 倍 |
|---------|---------|

|       |        |
|-------|--------|
| 実績PBR | 1.82 倍 |
|-------|--------|

|         |        |
|---------|--------|
| 今期予想ROE | 8.42 % |
|---------|--------|

|           |         |
|-----------|---------|
| ネットD/Eレシオ | -0.26 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。

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

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】

|             |    |                |  |
|-------------|----|----------------|--|
| <b>2</b>    |    | <b>Neutral</b> |  |
| 過去の投資評価     |    | 株価(円)          |  |
| 2024年6月3日   | 2  | 2,398          |  |
| 2024年2月13日  | 2  | 2,101          |  |
| 2023年11月27日 | 2  | 1,839          |  |
| 2023年8月14日  | 2  | 1,873          |  |
| 2023年6月8日   | 2  | 1,886          |  |
| 2023年2月20日  | 2+ | 1,693          |  |

注：株式分割を調整済

【アナリスト・インプレッション®】

| 担当カバレッジ<br>内での<br>注力度 | 業績予想の<br>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  | 非常に強気    | 非常に強気     | 非常に強気 | 大きい   |
| 普通                    | やや高い         | 強気     | 強気       | 強気        | 強気    | 普通    |
| 低い                    | 普通           | 普通     | 普通       | 普通        | 普通    | 普通    |
|                       |              | 弱気     | 弱気       | 弱気        | 弱気    |       |
|                       |              | 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。

服部隆生（はっとり たかお）プロフィール

一橋大学経済学部卒。ニューヨーク大学経営学修士（MBA）。国内大手銀行系運用会社、北米生保系資産運用部門を経て2005年1月より現職。エレクトロニクス業界を中心に国内株の調査経験は10年を超える。担当業種や銘柄を超え、社会構造、世界の潮流、精神哲学等にも目を向け、考える力を日々養うことが重要との信念を持つ。

アナリストによる宣言

私、服部隆生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/>