

2007年6月1日

業種 電気機器

## 日本電産（大証・東証1部-6594）

~ 車載用などHDD用以外のモータが中期成長を牽引するシナリオが見えつつある ~

### 要旨・投資のポイント

アナリスト

**服部 隆生**

(T.I.W.)

#### 主要指標

(2007年5月31日現在)

株価(大証)	7,350 円
時価総額	10,638 億円
予想PER (08/3期)	23.1 倍
予想PER (09/3期)	18.3 倍
実績PBR	3.49 倍
予想配当	50.0 円
予想配当利回り	0.68 %
予想配当性向	15.7 %
予想ROE	13.38 %
予想DOE	2.11 %
発行済株式数	144,735 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)

07/3期業績は、前期比17%増収、20%の営業増益となり、営業利益は会社計画を若干下回ったが、買収に伴う費用発生による。一部の子会社で営業損益が下振れたが、主力のモータ事業の上振れで吸収した格好。精密小型モータの営業利益率は13.2%と高水準を維持したが、不振の1インチ製品のライン償却を織り込んでいることを踏まえれば、実態は更に収益性が高まっているといえよう。

08/3期業績について、HDDモータでは部品内製化の進展に加え、原価低減の進んだタイプの普及などから、収益性の更なる向上が期待される。また、中型モータや電子・光学部品の収益改善なども寄与し、TIWでは2割近い営業増益は可能とみている。同社は中期目標として、09/3期営業利益1,000億円を掲げているが、現段階ではハードルは高いとTIWでは考えている。むしろ、車載用モータやDCモータなどHDD用以外のモータが中期的に同社の成長を支えていくシナリオがより現実味を帯びてきた点を高く評価したい。

現在の株価は、09/3期TIW予想PER18.3倍という水準で、最近の調整により割安感も強まっている。同社は永守社長の強力なリーダーシップの下、M&A推進による拡大路線を着実に歩んでおり、経営スタンスにブレは見られない。子会社群の収益改善のベース、買収会社の再編の進捗など、短期業績の上振れる材料は抱えており、今後の動向に注目。

### 業績推移[米国会計基準]

単位:百万円、円、%

連結通期	売上高	伸率	営業利益	伸率	税前利益	伸率	純利益	伸率	EPS	DPS
2005/3	485,861	75	53,665	144	57,290	192	33,455	108	479.7	45.0
2006/3	536,858	10	53,426	0	64,378	12	40,949	22	285.5	32.5
2007/3	629,667	17	64,009	20	65,595	2	39,932	-2	276.0	45.0
2008/3 会社予	720,000	14	75,000	17	75,000	14	45,000	13	310.9	50.0
TIW予	725,000	15	76,000	19	76,000	16	46,000	15	317.8	50.0
2009/3 TIW予	800,000	10	94,000	24	94,000	24	58,000	26	400.7	55.0

出所:会社データ、T.I.W. 注:T.I.W.の予想EPSは発行済株式数で計算

本レポートに掲載された情報・意見は株式会社ティー・アイ・ダヴリュウが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。

07/3期の営業損益は子会社の一部が下振れも、主力のモータは好調に推移した

精密小型モータは実質的な収益性が更に向上。NMAも今下期より収益貢献へ

08/3期は前期比2割近い営業増益は可能と考える

09/3期営業利益1,000億円達成は困難と見るも、車載モータ等が中期的に成長を支えるシナリオが現実味を帯びてきた

- 07/3期業績は、売上6,296億円（前期比17%増）、営業利益640億円（同20%増）、当期利益399億円（同2%減）となり、営業利益は会社計画を10億円下振れた。これはValeo社の車載モータ事業（現NMA）買収に伴う償却費・評価損で計11億円程度のコストが発生した為。中身を見ると、日本電産サンキョー（7757）の液晶関連ロボットや日本電産コパル（7756）のアクチュエータ、日本電産トーソク（7728）の車載部品が下振れた（営業損益で計約50億円の未達）分を、主力のHDDモータを含むモータ事業の上振れで吸収した格好。当期利益の減益は移転価格法人税等の影響（29億円）があった為で、これを除くと実質増益を確保している。
- 精密小型モータの営業利益率は13.2%と高水準を維持したが、不振の1インチ製品のライン償却を織り込んでいることを踏まえれば、実態は更に収益性が高まっているといえよう。また、DCモータがOA機器用で、ファンモータもゲーム機向け等で好調に推移し、増益に寄与。中型モータは、家電・産業用が20%超の増収、車載用も66%増収と高い伸びを見せ、営業損益も5億円の黒字に転換（24億円の改善）。4Q（1-3月）だけ見ると、同部門の売上・営業利益とも過去最高水準に達している。車載モータのNMAも今下期より収益に貢献し始め、09/3期は10%程度の営業利益率まで高まる可能性がある。現在生産コストの高い西欧で殆ど製造しているが、これをポーランドや中国等での生産へ順次シフトしていくことが最大の要因。
- 08/3期業績について、会社側は14%増収、17%営業増益を見込んでいる。増益率にやや物足りない印象もあるが、減価償却や研究開発費用が前期比で計135億円増える見込みである他、上期に買収会社の再編費用が営業損益を30～50億円程度押し下げたことを織り込んだ予想となっている。HDDモータでは部品内製化の進展に加え、原価低減の進んだRM（焼結軸受）タイプが2.5インチ製品でも普及すること等により、収益性の更なる向上が期待される。また、中型モータや電子・光学部品の収益改善なども寄与し、TIWでは2割近い営業増益は可能とみている。
- 同社は中期目標として、09/3期営業利益1,000億円を掲げている。買収会社の収益への本格寄与する09/3期は08/3期に比べて営業増益率が加速するとTIWでは見ているが、現段階では1,000億円のハードルは高いと考えている。買収会社の再編が順調に進み、子会社群の採算改善も加速するベストケースが実現すれば、不可能な目標ではないだろう。TIWではむしろ、HDDモータで安定利益を確保した上で、HDDモータ以外のモータ（車載用モータやブラシレスDCモータ等）が中期的に同社の成長を支えていくシナリオがより現実味を帯びてきた点を高く評価したい。

## リスク要因

- 最大のリスク要因は、永守社長の次の後継者に連続的に同社のDNAを継承できるかであろう。他には、HDDの需給・価格・生産動向、技術・トレンドの急速な変化（フラッシュメモリによる代替リスクを含む）、子会社群の採算改善の遅れ、買収先のマネジメント問題、為替などが挙げられる。

## アナリスト見解

- 現在の株価は、08/3期TIW予想PERが23.1倍。09/3期TIW予想PER 18.3倍という水準で、最近の調整により割安感も強まっている。同社は永守社長の強力なリーダーシップの下、M&A推進による拡大路線を着実に歩んでおり、経営スタンスにブレは見られない。子会社群の収益改善のペース、買収会社の再編の進捗など、短期業績の上振れる材料は抱えており、今後の動向に注目したい。

**【会社概要】**

大手電子部品メーカーで創業者が現在も社長を務める唯一の会社。1973年小型DCモータより事業を開始、79年よりHDD用SPM（スピンドルモータ）に参入。同社は将来の成長に必要な技術を持つ企業を買収することで近年大きく事業を拡大させてきた。M&Aによる成長路線を加速し、2010年度売上1兆円を目指す。2007/3期の売上構成は、世界シェア75%を誇るHDDモータ等の精密小型モータ51%、自動車、家電、産業用の中型モータ9%、機器装置13%、カメラシャッター、ピックアップ、レンズユニットなどの電子・光学部品23%、その他4%となっている。

**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**

株式会社ティー・アイ・ダヴリュ（以下、「T.I.W.社」）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T.I.W.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T.I.W.社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。

**著作権についてのお願い**

TIWレポートに係わる著作権は特別の断り書きが無い限り、株式会社ティー・アイ・ダヴリュが保有します。TIWレポートを私的使用以外の目的で、その一部または全部を、複製、翻訳、転用、販売、送信等を行うことは著作権法で固く禁止されております。一部の方の行為であっても、著作権が侵害されることによってサービスそのものが継続できなくなってしまう可能性があります。皆様のご理解を賜りますようお願い申し上げます。

**本レポートについて**

1. 本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ（以下：弊社）が、投資家への情報提供を目的としてのみ作成されたもので、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ご自身の判断と責任で行って下さい。
2. 当資料に掲載されている内容の著作権は、原則として弊社に帰属いたします。本レポートにおいて提供される情報に関して、弊社の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行う権利を有しません。
3. 本レポートは、弊社が信頼できると判断した情報源に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における弊社の判断であり、予告なしに変更されることがあります。
4. 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、またはそれらの正確性、完全性もしくは適時性に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害またはその他の損害について、弊社が責任を負うものではありませんのでご了承ください。