

## 日本特殊陶業(5334)の事業概要と、 同社株式の長期保有上のポイント

チーフ・インベストメント・  
ストラテジスト

上田 祐介

### [本レポートのサマリー]

#### 1. 本レポートの目的

p. 1

- 本レポートでは、長期保有に向く安定したビジネスモデルを有する企業として、日本特殊陶業の経営状況を確認し、主として同社株式の長期保有上のポイントについて弊社の考え方を示す。
- なお、本レポートにおいて同社を紹介する目的は、短期の株価変動によるキャピタルゲインを狙うことではなく、長期にわたり保有を継続することで安定した配当によるインカムゲインと安定成長による成果を得ることにある点にご注意されたい。

#### 2. 日本特殊陶業の概要

p. 2

- 日本特殊陶業は、スパークプラグ、グロープラグ、センサを製造する他、半導体パッケージや圧電セラミックスなども世界各地に提供する日本の自動車部品メーカー。売上収益の約 8 割、営業利益の 105%を自動車関連事業が占め、安定した増収増益傾向を継続。

#### 3 日本特殊陶業の損益、財務の推移

p. 4

- 直近期である FY2023 Q1 において、売上収益は 1,480 億円(前年比+7.9%)と増収を継続、四半期純利益も 241 億円(前期比+1.6%)の増益に。一時的な変動はあるものの、おおむね過去の 12 四半期にわたり安定した増収増益傾向を継続。
- 同社の設備投資額のうち、(i)既存設備の生産性向上を目的とする自動車関連事業については売上収益増とも連動しており心配はない。しかし(ii)中長期の成長に向けた「非内燃事業」への戦略投資については継続的にウォッチしていく必要がある。例えば東芝に対する 500 億円の拠出などもその一つ。

#### 4. 日本特殊陶業株式投資の観点

p.9

- 日本特殊陶業の株式は、約 32 万円強から投資が可能。TOPIX に比べ、予想 PER、PBR、配当利回り(約 5%)の点から割安感がある。
- 同社は、株主への利益還元を重視、配当性向 40%の方針を示す。実績配当も過去 3 年増加を継続。
- 新車販売の EV 化が進んでも、既存の保有自動車置き換わるには時間がかかる。同社は消耗品を供給するメーカーであり、そのビジネスモデルは自動車メーカーよりも EV 化への耐性が強い。
- AA-の格付けが示す通り、資金調達能力も極めて安定している。
- 以上の理由から、弊社では個別株に対する積立的な長期保有対象銘柄の一つとして、日本特殊陶業が適しやすい、と考えている。

## 5バリューアセット アナリスト・レポート

## 日本特殊陶業(5334)の事業概要と、同社株式の長期保有上のポイント

5バリューアセット チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

## 1. 本レポートの目的

本レポートでは、長期保有に向く安定したビジネスモデルを有する企業として、日本特殊陶業の日本特殊陶業の経営状況を確認し、主として同社株式の長期保有上のポイントについて弊社の考え方を示す。なお、本レポートにおいて同社を紹介する目的は、短期の株価変動によるキャピタルゲインを狙うことではなく、長期にわたり保有を継続することで安定した配当によるインカムゲインと安定成長による成果を得ることにある点にご注意されたい。

なお、本レポートでは、2023年7月31日公表の2023年度第一四半期までの決算を参照している。

なお本レポートでは同社の事業年度を下記の基準で表記している点にご注意されたい

- 2022年度(FY2022)は2022年4月1日から2023年3月末まで、2023年度(FY2023)は2023年4月1日から2024年3月末までとして表記する。
- 四半期の決算期表記については、FQ1が4~6月、FQ2が7~9月、FQ3が10~12月、そしてFQ4が1~3月として記載する。

結論として、同社のビジネスモデルは、新車販売のEV化が進んでも、自動車メーカーよりも長期にわたり安定しやすい。各種株式指標もTOPIX平均より割安であり、また株主への利益配分の考え方も明確にされている。長期保有には適した銘柄であると考えられる。

以下で、同社の全体像を解説する。

## 2. 日本特殊陶業の概要

### [ポイント]

- 日本特殊陶業は、スパークプラグ、グロープラグ、センサを製造する他、半導体パッケージや圧電セラミックスなども世界各地に提供する日本の自動車部品メーカー。
- 売上収益の約8割、営業利益の105%を自動車関連事業が占め、安定した増収増益傾向を継続している。セラミック事業は収益が伸びているが利益マージンは低下。

日本特殊陶業は、プラグ等の自動車関連事業を主要事業としたメーカー

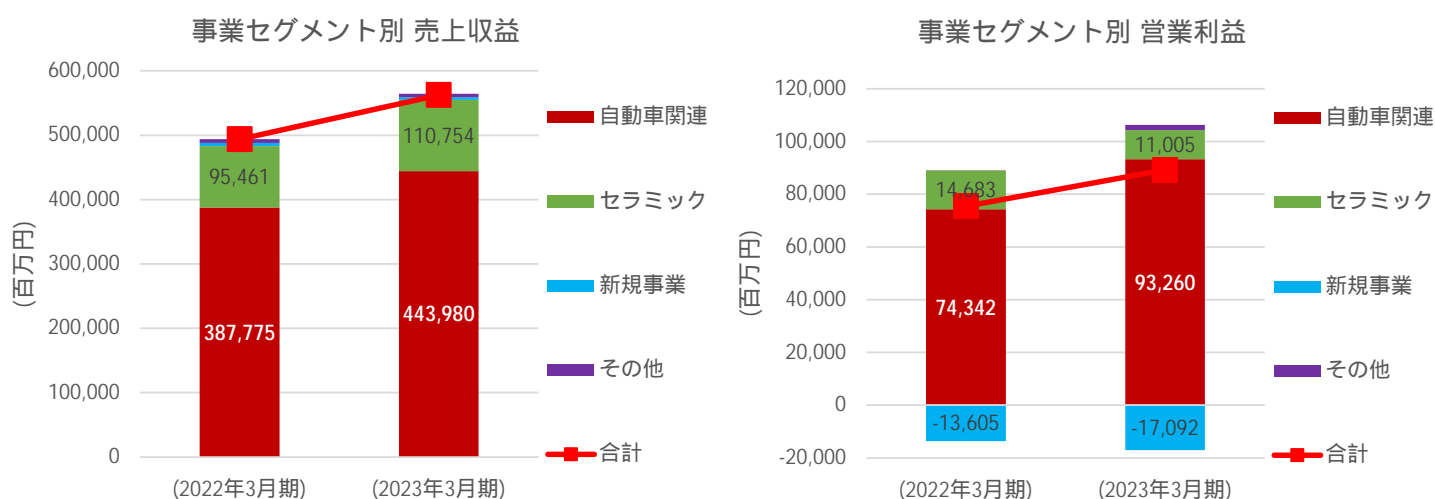
年間売上高 5,626 億円のうち 79%を、年間営業利益 892 億円のうち約 105%を、自動車関連が占める

セラミック事業は収益が伸びているが利益マージンは低下

日本特殊陶業は愛知県名古屋市に本社を構える、主として自動車部品を生産するメーカーである。NGK スパークプラグのブランド名でスパークプラグ、グロープラグなどを製造しているほか、NTK ニューセラミックのブランド名でセンサ、半導体パッケージ、圧電セラミック、医療関連製品等の製品も提供している。同社の事業はこれら自動車関連とセラミック関連が主要事業となっており、これらの事業は安定して利益を創出している。

ここで、2022 年通期決算を元に同社の事業構造を確認する。同社の事業セグメント売上収益で見れば総売上高 5,626 億円のうち 79%を自動車関連(プラグ、排ガス用センサ等)、20%をセラミック事業が占め、新規事業等は残りの 1%強を占めている。一方、営業利益への寄与度で見るとさらに自動車関連事業の比率は高く、営業利益 892 億円のうち、自動車関連は約 105%、セラミックは 12%を計上しているにも関わらず新規事業が-20%に相当する赤字を計上している形となっている(図表1参照)。

図表1 日本特殊陶業の通期事業セグメント別売上収益、営業利益(単位:百万円)



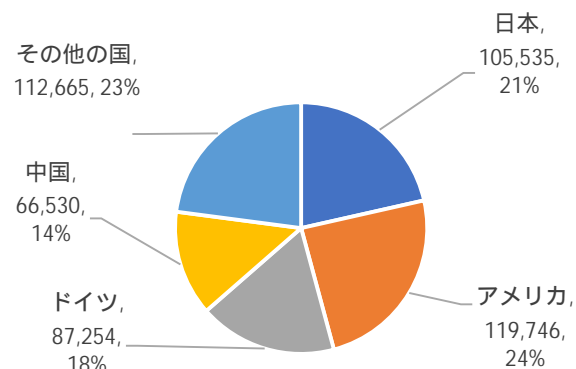
|       | FY2021<br>(2022年3月期) |         |         |         |       | FY2022<br>(2023年3月期) |         |         |         |       |
|-------|----------------------|---------|---------|---------|-------|----------------------|---------|---------|---------|-------|
|       | 売上収益                 | 構成比     | 営業利益    | 構成比     | マージン  | 売上収益                 | 構成比     | 営業利益    | 構成比     | マージン  |
| 自動車関連 | 387,775              | 78.53%  | 74,342  | 98.45%  | 19.2% | 443,980              | 78.92%  | 93,260  | 104.53% | 21.0% |
| セラミック | 95,461               | 19.33%  | 14,683  | 19.44%  | 15.4% | 110,754              | 19.69%  | 11,005  | 12.33%  | 9.9%  |
| 新規事業  | 4,600                | 0.93%   | -13,605 | -18.02% | -296% | 4,487                | 0.80%   | -17,092 | -19.16% | -381% |
| その他   | 5,934                | 1.20%   | 92      | 0.12%   | 1.6%  | 5,303                | 0.94%   | 2,045   | 2.29%   | 38.6% |
| 合計    | 493,771              | 100.00% | 75,512  | 100.00% | 15.3% | 562,559              | 100.00% | 89,219  | 100.00% | 15.9% |

出所: 日本特殊陶業開示資料より5バリュースセットで作成

同社の事業は世界各地に展開しており、日本、アメリカ、ドイツ、中国での売上げが相対的に大きい。半導体供給などサプライチェーンの正常化を背景とした自動車生産の回復を受け、中国を除くすべての地域で売上収益は回復傾向にある。(図表2)。

図表2 日本特殊陶業の通期地域セグメント別売上収益、営業利益(単位:百万円)

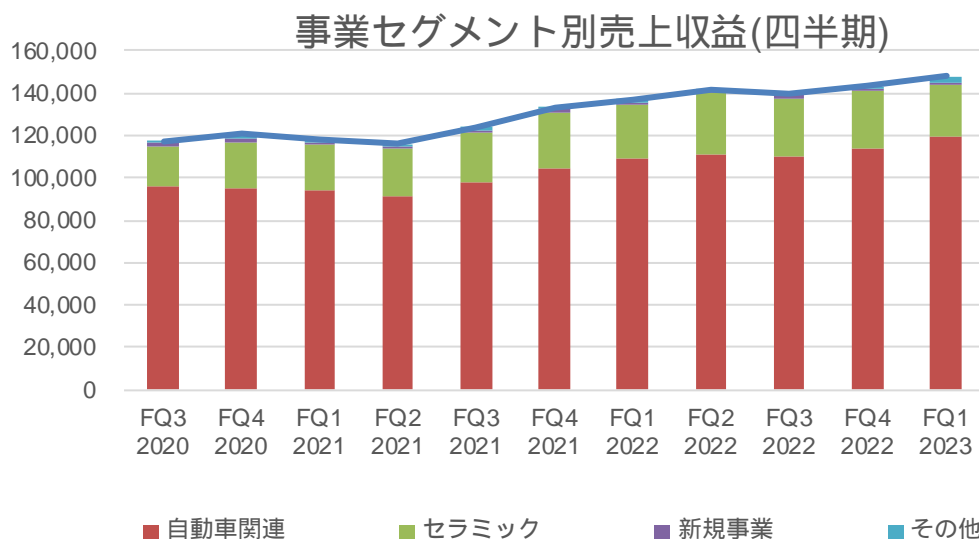
| 外部売上高<br>(地域別) | FY2021  |        | FY2022  |        | 前年比   |
|----------------|---------|--------|---------|--------|-------|
|                | 2022/3期 | 構成比    | 2023/3期 | 構成比    | 成長率   |
| 日本             | 105,535 | 21.5%  | 121,094 | 21.5%  | 14.7% |
| アメリカ           | 119,746 | 24.4%  | 136,636 | 24.3%  | 14.1% |
| ドイツ            | 87,254  | 17.7%  | 100,373 | 17.8%  | 15.0% |
| 中国             | 66,530  | 13.5%  | 65,630  | 11.7%  | -1.4% |
| その他の国          | 112,665 | 22.9%  | 138,824 | 24.7%  | 23.2% |
| 合計             | 491,733 | 100.0% | 562,559 | 100.0% | 14.4% |



出所: 日本特殊陶業開示資料より5バリュースセットで作成

四半期推移を見ても、同社の売上収益は成長傾向を継続している。売上収益の増分の多くは自動車関連事業に起因している(図表3)。

図表3 日本特殊陶業の四半期別事業セグメント別売上収益



出所: 日本特殊陶業開示資料より5バリュースセットで作成

### 3. 日本特殊陶業の損益、財務の推移

#### (1) 損益の傾向（四半期推移）

[ポイント]

- 直近期である FY2023 Q1 において、売上収益は 1,480 億円 (前年比+7.9%) と増収を継続、四半期純利益も 241 億円 (前期比+1.6%) の増益に。
- 一時的な変動はあるものの、おおむね過去の 12 四半期にわたり安定した増収増益傾向を継続。

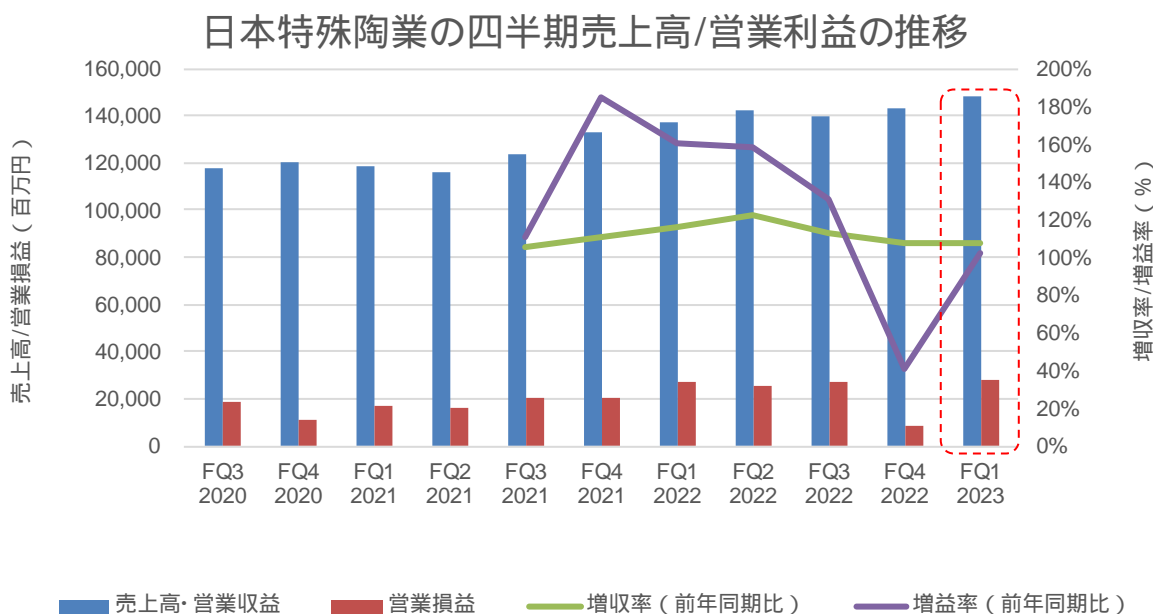
ここでは、直近までの日本特殊陶業の決算動向について確認する。

直近期である FY2023 Q1 において、売上収益は 1,480 億円 (前年比+7.9%) と増収を継続、四半期純利益も 241 億円 (前期比+1.6%) の増益に

四半期推移をみると、直近期である FY2023 Q1(2023/6 月期)において利益水準は大幅に回復した。売上収益は 1,480 億円 (前年比+7.9%) と増収を継続した。売上総利益は 557 億円、営業利益も 280 億円 (前年比+2.2%) と、それぞれ前年度の各四半期を上回る増益となり、前年度の第 4 四半期に一時的な営業費用の増加により低下していた営業利益の落ち込みは短期の影響に留まった。この結果、四半期純利益も 241 億円 (前期比+1.6%) の増益となった(図表 4、5 参照)。

これらの決算傾向が示す通り、同社は一時的な変動はあるものの、おおむね過去の 12 四半期にわたり安定した増収増益傾向を継続していたことは確認できる。

図表 4 日本特殊陶業の四半期売上収益/営業利益の推移



出所：日本特殊陶業開示資料より5バリュースセットで作成

図表5 日本特殊陶業の損益計算書

| 損益計算書       | FQ1 2022<br>2022/6/30 | FQ2 2022<br>2022/9/30 | FQ3 2022<br>2022/12/31 | FQ4 2022<br>2023/3/31 | FQ1 2023<br>2023/6/30 | 前年同期比  | FY 2021<br>2022/3/31 | FY 2022<br>2023/3/31 | FY2023<br>(企業予想) | 年次変化率 |
|-------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|--------|----------------------|----------------------|------------------|-------|
| 売上高・営業収益    | 137,105               | 141,966               | 140,138                | 143,348               | 147,950               | 107.9% | 491,733              | 562,559              | 600,000          | 14.4% |
| 売上原価        | 86,106                | 90,680                | 85,362                 | 102,593               | 92,303                | 107.2% | 335,564              | 364,743              | -                | 8.7%  |
| 売上総利益       | 50,999                | 51,286                | 54,776                 | 40,755                | 55,647                | 109.1% | 156,169              | 197,816              | -                | 26.7% |
| 販売費及び一般管理費  | 18,209                | 19,811                | 20,885                 | 23,084                | 27,653                | 151.9% | 64,226               | 74,783               | -                | 16.4% |
| + 研究開発(R&D) | 6,433                 | 6,617                 | 7,471                  | 7,366                 | 0                     | 0.0%   | 23,685               | 27,887               | -                | 17.7% |
| 営業費用        | 23,566                | 25,476                | 27,743                 | 32,333                | 27,599                | 117.1% | 81,653               | 109,120              | -                | 33.6% |
| 営業損益        | 27,433                | 25,810                | 27,033                 | 8,422                 | 28,048                | 102.2% | 74,516               | 88,696               | 96,500           | 19.0% |
| 税引前損益(GAAP) | 34,485                | 27,230                | 21,950                 | 9,719                 | 36,127                | 104.8% | 83,641               | 93,384               | 97,000           | 11.6% |
| 法人税損益       | 10,955                | 7,995                 | 5,835                  | 5,008                 | 12,099                | 0.0%   | 24,139               | 29,794               | -                | 23.4% |
| 純利益(GAAP)   | 23,706                | 19,379                | 16,288                 | 6,919                 | 24,079                | 101.6% | 60,200               | 66,293               | 67,500           | 10.1% |
| EBITDA      | 37,057                | 35,588                | 36,525                 | 18,722                | 37,525                | 101.3% | 112,456              | 127,890              | -                | 13.7% |

出所：日本特殊陶業開示資料より5パリュアセットで作成 (注) FY2023 予想は同社による公表予想値(2023/5時点、2023/7に変更なし)

## (2) バランスシートの傾向

### [ポイント]

- 同社の自己資本比率は健全性の強化を継続、直前四半期には、約65%に達した
- ネット有利子負債 EBITDA 倍率は 1.2 倍と極めて低い水準に留まっており、財務の健全性は十分に保たれている。新規の投資余力も存在。

次に、日本特殊陶業のバランスシートが示す財務動向について確認する。

以下の図表6には日本特殊陶業の自己資本比率の推移を、図表7では有利子負債と手元流動性の推移を、それぞれ抜粋した。また、図表10下段には主要項目のみを抜粋した貸借対照表のサマリーを記載した。

同社の自己資本比率は健全性の強化を継続、直前四半期には、約65%に達した

まず日本特殊陶業の自己資本比率の推移を確認すると、2020年9月期から現在までに、長期のトレンドとして増加傾向を継続してきたことが分かる。直前四半期には、負債と自己資本がそれぞれ拡大しつつも、自己資本比率は前期と比較して1.95%増加し約65%に達するなど、財務の健全性がさらに増していた(図表6)。

ネット有利子負債 EBITDA 倍率は 1.2 倍と極めて低い水準に留まっており、財務の健全性は十分に保たれている

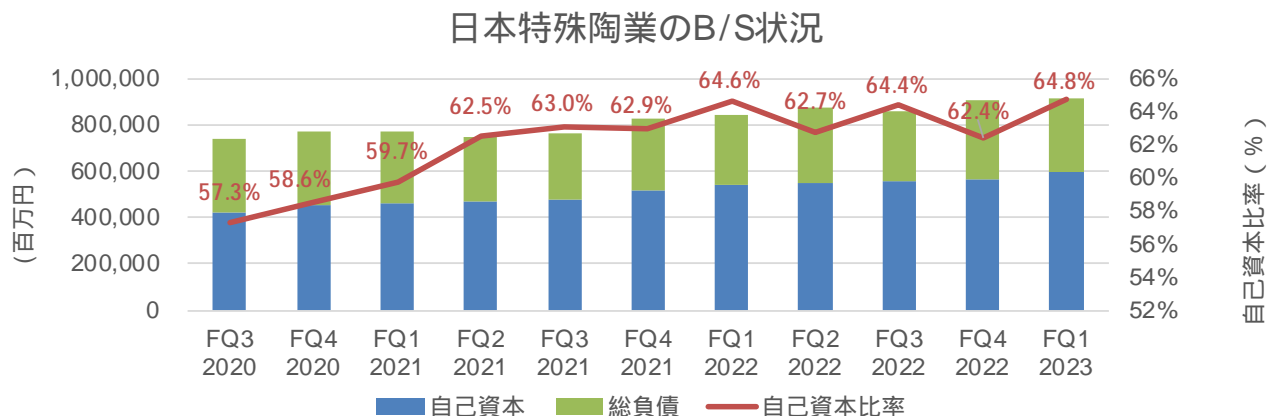
また、資金フローを確認するため、図表7では長短債務と手元流動性の推移を確認した。同社の有利子負債は前四半期に債務の借換えのために若干拡大したが当四半期には再び有利子負債残高は縮小し、手元流動性は増えた状態にある。ただし、同社では日本産業界パートナーズ(JIP)が計画する東芝買収に参画し、総額500億円(出資250億円、社債引受250億円)を9月末に拠出する方針<sup>1</sup>を示しており、この現金はこうした新規事業の拡大に充当される可能性がある。しかし、少なくとも、同社は新規事業分野への設備投資額を含む新たな負債資金の調達を柔軟に行える状況にあることが確認できる。

新規の投資余力も存在

ネット有利子負債 EBITDA 倍率は 1.2 倍と極めて低い水準に留まっており、財務の健全性は十分に保たれている(図表8)。よって、新規の投資を行う余力は十分にある。

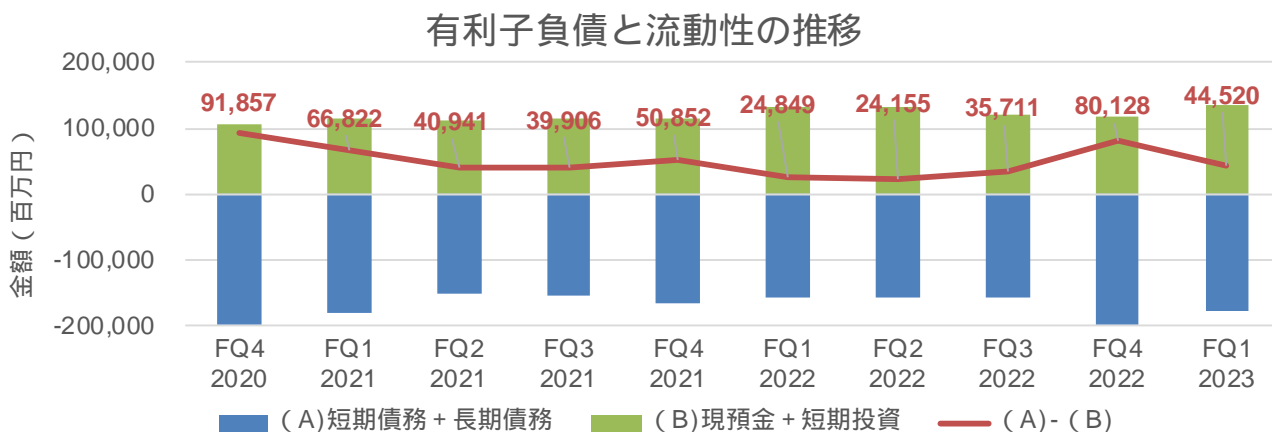
<sup>1</sup> “LP 出資及び社債引受けに関するお知らせ”、2023/7/19、日本特殊陶業

図表6 日本特殊陶業の四半期財務状況のサマリー



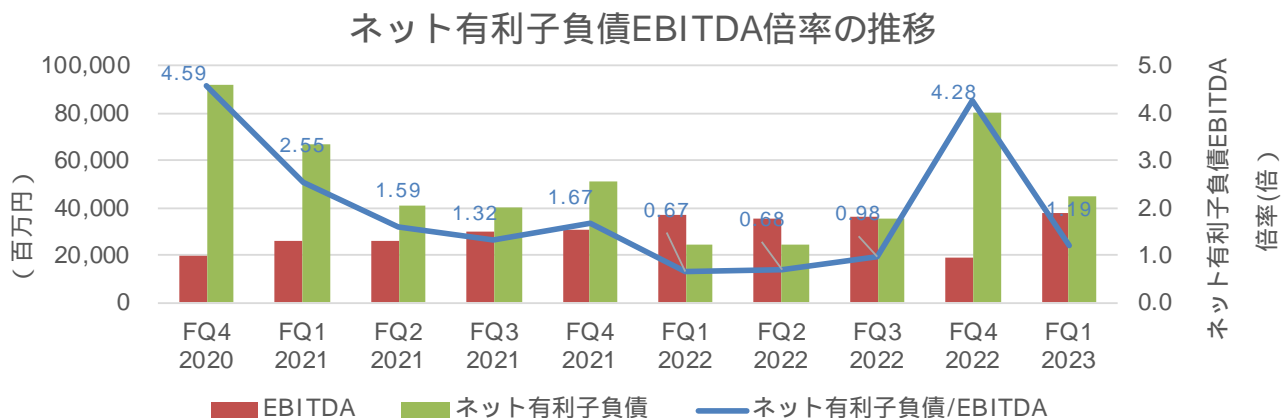
出所：日本特殊陶業開示資料より5バリュースセットで作成

図表7 日本特殊陶業の有利子負債と手元流動性、ネット有利子負債の推移



出所：日本特殊陶業開示資料より5バリュースセットで作成

図表8



出所：日本特殊陶業開示資料より5バリュースセットで作成

## (3) キャッシュフローの傾向と新規投資に関する注意点

## [ポイント]

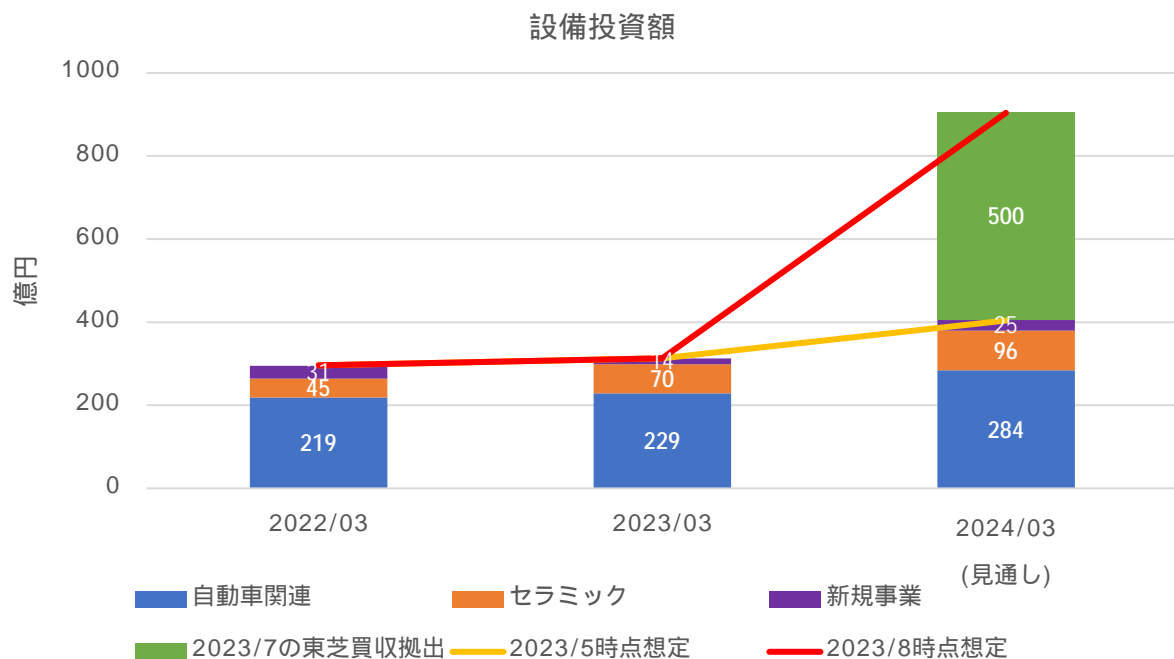
- 同社の設備投資額のうち、(i) 既存設備の生産性向上を目的とする自動車関連事業については売上収益増とも連動しているおり心配はない
- しかし、(ii) 中長期の成長に向けた「非内燃事業」への戦略投資については継続的なウォッチしていく必要がある。例えば東芝に対する 500 億円の拠出などもその一つ。

同社の設備投資額のうち、(i) 既存設備の生産性向上を目的とする自動車関連事業については売上収益増とも連動しているおり心配はない  
(ii) 中長期の成長に向けた「非内燃事業」への戦略投資については継続的なウォッチしていく必要

以下の図表 10 上段には日本特殊陶業のキャッシュフロー状況に関する年次推移を抜粋した。同社の投資キャッシュフローは年額 40～66 億円程度として処理されており、実際の設備投資額の多くは売上原価や営業費用に区分されていると考えられる。以下の図表 9 には、2023 年 5 月時点で同社が公表した設備投資計画に、7 月 19 日に公表した東芝買収への拠出を加えた同社の設備投資計画の状況を示した。

同社では、これまで自動車関連事業については既存設備の生産性向上を中心とした設備投資を行ってきたと説明しており、この部分の設備投資額の増分は売上収益の増加とも連動しているため、事業の安定成長の観点からも特段の心配はない。しかし、同社が掲げる中長期の成長に向けた「非内燃事業」への戦略投資については、前述のセグメント別に見た“新規事業”の赤字傾向が示す通り、収益化できていない事業が大半だ。同社の「戦略的投資」については、その成否について継続的なウォッチしていく必要があるだろう

図表 9 日本特殊陶業の 2023/5 時点の設備投資計画と 7 月公表の東芝買収出資額



出所：日本特殊陶業開示資料より5バリュースセットで作成 (注) 投資額は同社の公表予想値による



図表 10 日本特殊陶業のキャッシュフロー計算書、貸借対照表のサマリー(単位:100万円)

## [キャッシュフロー計算書]

| キャッシュフローの状況     | FQ1 2022<br>2022/6/30 | FQ2 2022<br>2022/9/30 | FQ3 2022<br>2022/12/31 | FQ4 2022<br>2023/3/31 | FQ1 2023<br>2023/6/30 |
|-----------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 営業活動によるキャッシュフロー | (4,783)               | 31,208                | 16,967                 | 25,913                | 16,997                |
| 投資活動によるキャッシュフロー | (4,030)               | (4,867)               | 4,640                  | (5,557)               | (6,557)               |
| フリーキャッシュフロー     | (8,813)               | 26,341                | 21,607                 | 20,356                | 10,440                |
| 財務活動によるキャッシュフロー | (9,367)               | (273)                 | (20,593)               | 29,823                | (22,634)              |
| 現金及び現金同等物の期末残高  | (18,180)              | 26,068                | 1,014                  | 50,179                | (12,194)              |

## [貸借対照表]

| 貸借対照表             | FQ1 2022<br>2022/6/30 | FQ2 2022<br>2022/9/30 | FQ3 2022<br>2022/12/31 | FQ4 2022<br>2023/3/31 | FQ1 2023<br>2023/6/30 |
|-------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>売掛金等合計</b>     | <b>130,904</b>        | <b>133,047</b>        | <b>120,936</b>         | <b>118,092</b>        | <b>133,734</b>        |
| + 現金及び現金同等物       | 157,160               | 181,533               | 157,228                | 201,628               | 195,275               |
| + 短期投資            | 12,292                | 13,220                | 15,632                 | 18,166                | 15,251                |
| 手元流動性             | 130,904               | 133,047               | 120,936                | 118,092               | 133,734               |
| + 在庫              | 183,136               | 194,028               | 198,166                | 192,307               | 198,481               |
| + その他流動資産         | 16,307                | 15,333                | 16,447                 | 36,995                | 18,915                |
| <b>流動資産総額</b>     | <b>499,799</b>        | <b>537,161</b>        | <b>508,409</b>         | <b>567,188</b>        | <b>561,656</b>        |
| + 固定資産純額          | 254,811               | 249,554               | 245,404                | 233,469               | 235,070               |
| + 総長期投資           | 43,806                | 44,307                | 34,197                 | 35,398                | 38,910                |
| + その他固定資産         | 31,103                | 32,794                | 57,879                 | 54,419                | 68,048                |
| <b>資産総額</b>       | <b>841,570</b>        | <b>876,559</b>        | <b>859,201</b>         | <b>903,102</b>        | <b>914,237</b>        |
| <b>流動負債総額</b>     | <b>135,886</b>        | <b>165,197</b>        | <b>138,988</b>         | <b>153,907</b>        | <b>155,069</b>        |
| + 短期債務            | 29,389                | 30,544                | 29,600                 | 33,182                | 41,315                |
| + 買掛金             | 52,398                | 70,376                | 53,056                 | 34,224                | 52,688                |
| + その他流動負債         | 40,732                | 43,891                | 43,686                 | 71,368                | 49,269                |
| + 長期債務            | 126,364               | 126,658               | 127,047                | 165,038               | 136,939               |
| + 前受収益            | 0                     | 0                     | 0                      | 0                     | 0                     |
| <b>非流動負債総額</b>    | <b>35,990</b>         | <b>34,830</b>         | <b>40,081</b>          | <b>20,418</b>         | <b>30,233</b>         |
| <b>合計負債</b>       | <b>298,240</b>        | <b>326,685</b>        | <b>306,116</b>         | <b>339,363</b>        | <b>322,241</b>        |
| <b>自己資本合計</b>     | <b>543,330</b>        | <b>549,874</b>        | <b>553,085</b>         | <b>563,739</b>        | <b>591,996</b>        |
| <b>総資本(負債+資本)</b> | <b>841,570</b>        | <b>876,559</b>        | <b>859,201</b>         | <b>903,102</b>        | <b>914,237</b>        |

出所: 日本特殊陶業開示資料より5バリュースセットで作成

#### 4. 日本特殊陶業株式投資の観点

##### [ポイント]

- 日本特殊陶業の株式は、約 32 万円強から投資が可能。TOPIX に比べ、予想 PER、PBR、配当利回り(約 5%)の点から割安感がある。
- 同社は、株主への利益還元を重視、配当性向 40%の方針を示す。実績配当も過去 3 年増加を継続。
- 新車販売の EV 化が進んでも、既存の保有自動車置き換わるには時間がかかる。同社は消耗品を供給するメーカーであり、そのビジネスモデルは自動車メーカーよりも EV 化への耐性が強い。
- 以上の理由から、弊社では個別株に対する積立的な長期保有対象銘柄の一つとして、日本特殊陶業が適しやすい、と考えている。

日本特殊陶業は、国内信用格付機関による発行体格付けも、格付投資情報センター (R&I)と日本格付研究所(JCR)の双方から AA-格(安定的)を付与されている。このため、国内での資金調達にも懸念は少ない。

今回のレポートにおける目的は、短期的な株価の動きではなく中長期的な同社株式の保有を考えた場合のメリットや潜在リスク要因を明らかにすることにある。弊社が考えるポイントを以下に列挙する。

同社株式は、約 32 万円強から投資が可能

TOPIX に比べ、予想 PER、PBR、配当利回り(約 5%)の点から割安感

同社は、株主への利益還元を重視、配当性向 40%の方針を示す。実績配当も過去 3 年増加を継続

##### 1) 株価指標の安定性

以下の図表 9 には、日本特殊陶業株式の株価、予想 PER<sup>2</sup>、配当利回りの推移を示した。以下の各種指標から、同社株式は TOPIX 平均に比べ指標上割安に評価されやすく、市場が悪化した場合の下方リスクに対する耐性が相対的に頑健である可能性がある。

- 同社株価は 3,000 ~ 3,200 円程度で推移しており、30 ~ 32 万円から投資可能
- 同社株式の予想 PER は約 9 倍程度と、TOPIX 平均の約 15 倍を下回っている。
- 同社株式の PBR は約 1.1 倍と、TOPIX 平均の約 1.4 倍を下回っている。
- 同社株式の配当利回り(予想)は、約 5%と TOPIX の約 2.4%を上回っている。

##### 2). 成長を伴う株主還元政策

同社が公表する今後の業績見通し<sup>3</sup>に記載された株主還元政策によれば、同社では利益還元を重視しており、業績連動型で配当性向 40%を維持する方針を示している。このため、一株当たり配当実績も増益に伴い、FY2020 に 60 円、FY2021 に 102 円、FY2022 に 166 円 (40%を上回る配当を実施、40%なら 128 円)と順調に増加してきた。同社では今年度についても 133 円の配当支払い方針を示している。額面配当を維持したり、増益が達成できない場合に自社株買いで株価を維持する企業などとは異なり、成長政策と株主還元が一致した経営施策は安定した長期保有に適しやすい。

<sup>2</sup> 予想 PER は、Bloomberg が提供する BEST 予想値に基づく値を掲示

<sup>3</sup> “[2022 年 3 月期 通期決算説明会資料](#)”、2023/5/16、日本特殊陶業

### 3).安定した事業モデル

本レポートの前段で示した通り、同社の売上収益や営業利益はコロナ後の自動車生産の回復を受け、安定的に成長している。同社の事業モデルの将来における安定性については、当面の事業モデルと中長期に分けて考えておく必要がある。短期的には半導体等サプライチェーンの正常化に伴い、グローバルに自動車の生産台数は増加しており当面の売り上げ・利益の安定維持と成長に不安感が低い。

新車販売のEV化が進んでも、既存の保有自動車置き換わるには時間がかかる

2035年頃までには、中国と欧州では新車販売における完全電動車(BEV)の市場シェアが増え、エンジンを用いた内燃機関車(ICE)の市場シェアが大きく低下する可能性がある。一方、成長が著しい東南アジアを含む途上国ではEV化は進みにくく、アメリカや日本でもEV化の動きは遅れている。よって、同社株式の長期保有を行っても2029年頃までに極端に自動車関連の売上収益が低下するとは想定しにくい。

同社は消耗品を供給するメーカーであり、そのビジネスモデルは自動車メーカーよりもEV化への耐性が強い

また、日本特殊陶業が提供するプラグは、新車の組付けだけに用いられる自動車メーカーの基幹製品とは異なり、経年劣化による定期的な交換を要する消耗品である点が大きく異なる。新車販売におけるシェアが下がったからと言って、総自動車保有台数に占める内燃機関車(ICE)の比率が急減するわけではない。中古車としての使用が続く限り、補修用プラグの必要性は低下しない。日本特殊陶業の予想によれば、グローバル全体での補修用プラグの販売金額は2040年度頃まで成長が続く見通しであり、EV化の進行が著しい中国においてさえも自動車保有台数に占める内燃機関車(ICE)の台数は横ばいで減少に転ずるのが同年以降とされている。

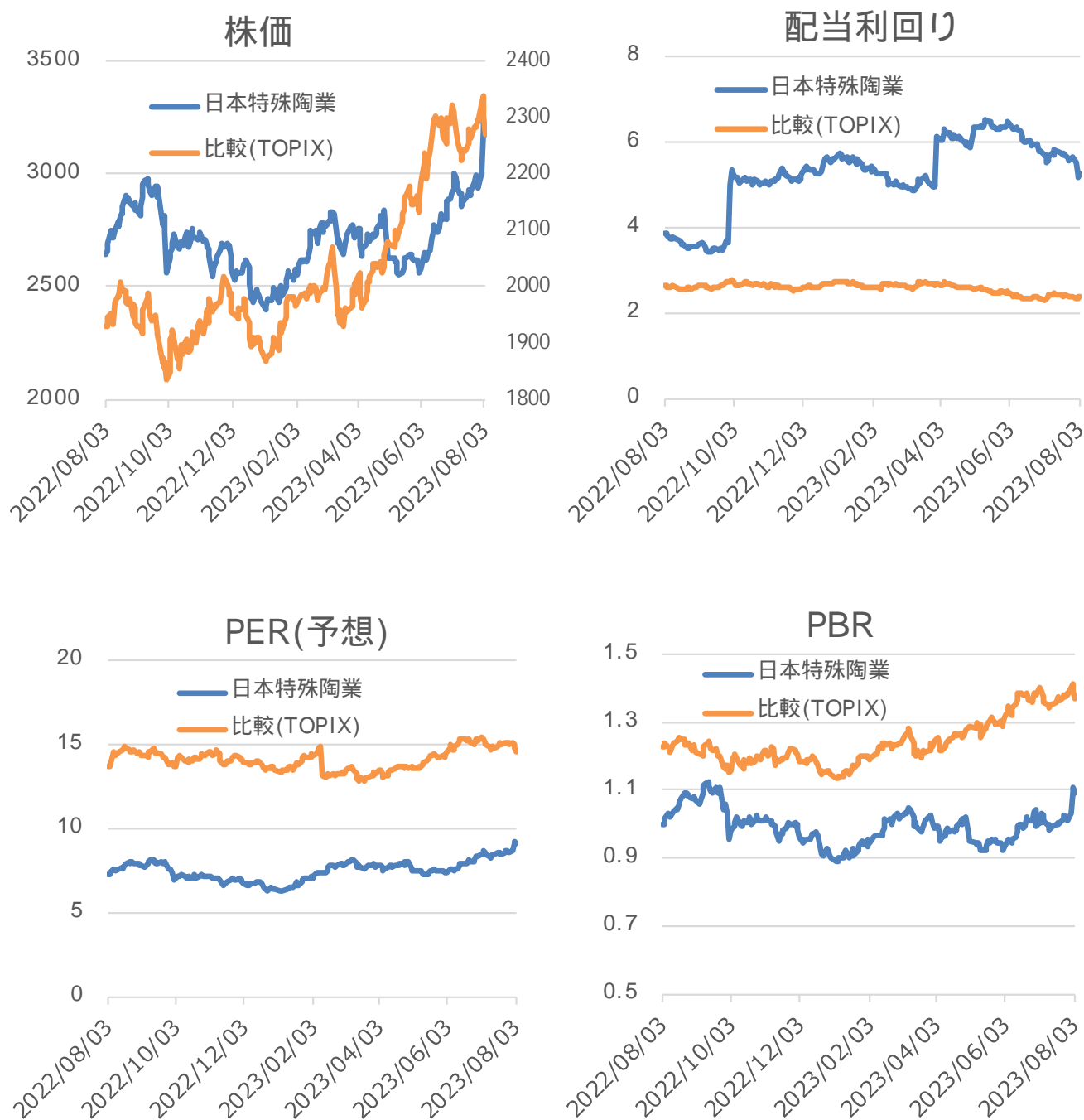
よって、短期・長期の両面からも、同社のビジネスモデルは自動車メーカーと比べても安定しており、長期保有に適している可能性がある。

以上の理由から、弊社では個別株に対する積立的な長期保有対象銘柄の一つとして、日本特殊陶業が適しやすい、と考えている。

なお、同社の潜在リスクには、将来の自動車関連事業の縮小に対応するため、自動車以外の事業分野への戦略投資の拡大方針を掲げていることが挙げられる。例えば、これまで同社が進めてきた、持続可能な事業モデル転換を目指したカーボンニュートラル関連の新規事業は、設備投資などの費用は拡大しているが収益化ができておらず、大幅な赤字を計上している。本業の自動車関連とセラミックが安定しているから問題は生じていないが、東芝への資金拠出を含め、新規事業分野が過度に過大な投資額やリスクを抱えないかどうかは、潜在リスク要因として注視しておく必要があるだろう。

以上

図表9 日本特殊陶業株の配当利回り



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

(注). 日本特殊陶業及び TOPIX の予想 PER は、Bloomberg 社の BEST 予想に基づき、同社が算出・公表している値

## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、誠実義務、利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

|   |  |   |
|---|--|---|
| <p>ムーディーズ・インベスターズ・サービスについて<br/>格付会社グループの呼称等について<br/>格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について<br/>ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(<a href="https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx">https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx</a>))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について<br/>ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。</p> | <p>S&amp;P グローバル・レーティングについて<br/>格付会社グループの呼称等について<br/>格付会社グループの呼称：S&amp;P グローバル・レーティング(以下「S&amp;P」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&amp;P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について<br/>S&amp;P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(<a href="https://www.spglobal.com/ratings/jp/index">https://www.spglobal.com/ratings/jp/index</a>)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」(<a href="https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered">https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered</a>)に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について<br/>S&amp;P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものではなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。</p> <p>信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。</p> <p>S&amp;P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&amp;P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デュデリジエンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。</p> | <p>フィッチ・レーティングスについて<br/>格付会社の呼称について<br/>格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について<br/>フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(<a href="https://www.fitchratings.com/ja">https://www.fitchratings.com/ja</a>)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(<a href="https://www.fitchratings.com/ja/regulatory">https://www.fitchratings.com/ja/regulatory</a>)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について<br/>フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。</p> <p>フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。</p> |
|---|--|---|

この情報は、2022年8月10日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

## Disclaimer

本資料は、5VA が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

### 開示事項

本資料の作成及び配布は5バリューアセット株式会社（以下、5VA）が行っております。

5VA では調査部門の活動（リサーチレポート作成、リサーチ情報の伝達を含む）に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチレポートが公開される前後3か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

### アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト（以下、同アナリスト）は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

### 免責事項

本資料内で5VA が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性を客観的に検証しておりません。本資料内で5VA 以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について5VA は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。

5VA は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証も表明しておりません。また、5VA は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において5VA が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。5VA では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、5VA は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、5VA では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。5VA は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象(直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況) についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあります。5VA では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、5VA 及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と5VA 並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることに留意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、5VA では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright 5VA Co., Ltd. All rights reserved.

本資料は5VAの著作物であり、著作権法により保護されております。

5VAの書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-0005 東京都千代田区丸の内1丁目4-1

丸の内永楽ビルディング 20階

5バリューアセット株式会社 調査部

(金融商品仲介業者 近畿財務局第437号)

この書面は金融商品仲介業者（以下、弊社）が所属金融商品取引業者等の委託を受けて行う金融商品仲介業に関し、広告又は広告類似配布物をお客様にお渡しする場合と一緒にお渡しする書面です。お取引前に下記内容をご理解くださいますよう、お願い申し上げます。

広告等補完書面（金融商品取引法 66 条の 10（広告等の規制）に基づく表示

金融商品仲介業者の商号 **5 バリュースセット株式会社**  
登録番号：**近畿財務局長（金仲）第 437 号**

**楽天証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 195 号**

加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

**東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号**

加入する協会：日本証券業協会一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融  
商品取引業協会、一般社団法人日本 STO 協会

**マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 165 号**

加入する協会：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、一般社団法人金融  
先物取引業協会、一般社団法人日本暗号資産取引業協会、一般社団法人  
投資顧問業協会

位未満株式を除く。) の場合は約定代金に対して所属金融商品取引業者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等および銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等) をご負担いただく場合があります (手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ごとに異なるため本書面では表示することができません。)。債券を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます (購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。)。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

#### 【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況 (財務・経営状況含む。) の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ (元本欠損リスク)、または元本を超過する損失を生ずるおそれ (元本超過損リスク) があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等 (以下「デリバティブ取引等」といいます。 ) を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額 (以下「委託保証金等の額」といいます。 ) を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ (元本超過損リスク) があります。

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等 (上記記載) の取扱商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

(202204 159) (2016年5月) 0390900204