

上期に営業利益は底入れした模様 部品不足は解消し始めた兆し

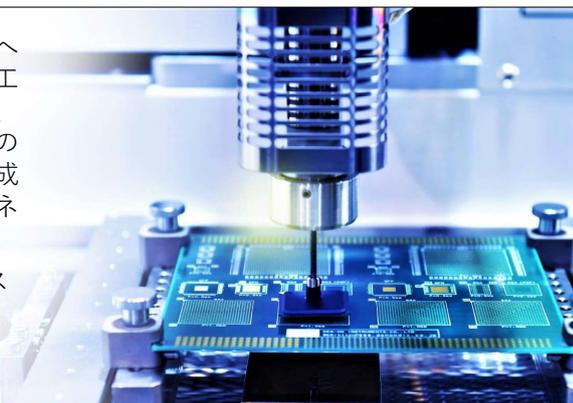
サマリー

- ▶ 2002年に創業したピーバンドットコムは、日本最大のプリント基板設計・製造・部品実装サービスにおいて日本最大級のB2B電子商取引プラットフォームを運営する。20億円ほどの売上高は、ターゲット市場とする試作・産業電子機器向け少量生産リピート市場の0.5%未満となる。ファブレスB2B電子商取引プラットフォームは収益性の高いビジネスモデルだ（5年平均の粗利率は34.0%、営業利益率は12.1%）。自社開発した独自受発注システムで少人数運営を可能とし、ファブレス製造とアセアン及び日本にサプライチェーンを分散して設備投資・減価償却も不要である。更にオーダーメイドの受注生産により在庫リスクはない。納期順守率は99%を誇る。
- ▶ 2022年4月より、同社は長期ビジョンに基づく第1次中期経営計画（23/3期～25/3期の新3ヵ年）を開始した。事業展開の戦略における主要な取り組みは、1) プリント基板事業の拡大を目指し、ターゲット顧客である大手・中堅企業からの受注拡大を図る為、競争力のある試作基板分野においてきめ細かく多様なサービスを提供すると共に、新技術を持つスタートアップ企業との提携も検討する。2) EMS事業を第2の事業セグメント化すべく、エンジニアリングネットワークの強化（開発、部品調達、量産機能）を図る。3) 第3の事業の柱を模索する。
- ▶ 2023/3期は、2年連続にわたり世界的な半導体と電子部品不足に見舞われたことが利益成長の重しとなり、EMS事業を第2の柱として軌道に乗せ、本格的に収益貢献させることが難しい状況だ。SIRは通期ガイダンスが若干未達となる可能性があるが見るが、それによりバリュエーション調整したとしても、上場来高値から70%の株価下落は依然として大幅にディスカウントされた水準である。バランスシートについては無借金で自己資本比率は80%超に上る。上期に営業利益は2番底を形成した模様であり（3頁下図参照）、サプライチェーンは正常化に向かっていることを鑑みると、収益、株価の下振れリスクは見直されると考える。

半導体／電子部品不足の緩和とともに売上成長の加速を想定

- ① **需要ドライバー**：経済全体のDXへの取り組み（RPA/AI、スマート工場、スマート物流、クラウド、ビッグデータ等）、5Gサービスの世界展開、IoT接続デバイスの急成長、EV新モデルの世界展開、コネクテッドカー、ADAS等。
- ② **新規EMS事業** がクリティカルマスに達し本格的な収益貢献。
- ③ **大企業・中堅企業の顧客に対する浸透度向上。**

出所:SIR作成



2Q Follow-up

ピーバンドットコム
尸板.COM

Focus Point

プリント基板製造とEMSのオンラインサービスを提供するB2B電子商取引プラットフォームのリーディングカンパニー。独自のサプライチェーンを持ち、大手顧客への浸透を図る。

主要指標

株価 (1/19)	515
年初来高値 (22/2/1)	667
年初来安値 (22/3/9)	472
10年間高値 (19/12/26)	1,839
10年間安値 (22/3/9)	472
発行済株式数(百万株)	4.925
時価総額(十億円)	2.536
EV(十億円)	1.452
株主資本比率(9/30)	82.4%
23/3 PER (会予)	16.7x
23/3 EV/EBITDA	6.6x
22/9 PBR (実績)	1.85x
22/3 ROE (実績)	11.1%
23/3 DY (会予)	-

6ヶ月週足株価



出所: SPEEDA

クリス・シュライバー CFA
アナリスト

research@sessapartners.co.jp



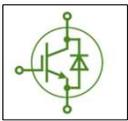
本レポートは株式会社ピーバンドットコムからの委託を受けてSESSAパートナーズが作成しました。詳しくは巻末のディスクレームをご覧ください。



主力のプリント基板製造サービスは利益を計上 EMSサービスは引き続き部品不足の影響を受ける

上期決算サマリー

- ▶ 同社は11月11日16時に2023/3期上期決算を発表、11月24日17時にはZoomウェビナーで田坂代表取締役がスピーカーを務める決算説明会を開催した。通期ガイダンスにおける売上高成長率は+10.3%に対し、上期は僅か+1.5%だった。EMSサービスは堅調に推移しているが、電子部品不足が引き続き同サービスの契約金額にネガティブな影響をもたらしている。主力のプリント基板の製造サービスは拡大している。
- ▶ 営業利益は-23.8%だった。これは、部品不足が粗利率を圧迫したことに加え、Google等検索エンジンへのリスティング広告や、中計で詳細に説明した大手・中堅顧客のシェア拡大に向けた戦略的な人材採用に伴う販管費が増加したことによる。しかしながら、2Q（7-9月期）業績は改善している。サプライチェーンの混乱が徐々に解消し始め、産業電子機器生産（左図参照）の市場環境が改善に向けて動き出していることが幾分か影響した。
- ▶ 最下図は5年平均に対する上期進捗率を示している。売上高の44.5%、営業利益の37.0%は共に5年平均を大きく下回る。中段の図は通期予想から低調な1Qの数字を引いたものであるが、期初の通期ガイダンスを達成するためには下期のハードルが高くなった。下期の売上高+18.4%、営業利益+27.4%はチャレンジングな水準である。



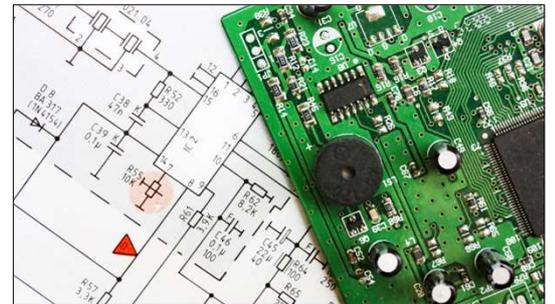
産業用電子機器 生産動向

(YoY)	当月	累計
22.01	-2.6	-2.6
22.02	-10.1	-6.6
22.03	-9.3	-7.8
22.04	-13.4	-9
22.05	-17.6	-10.4
22.06	-7.8	-10
22.07	-7.2	-9.2
22.08	3.2	-7.9
22.09	0.4	-7
22.10	9.5	-5.5

出所：JEITA

2Qの業績は1Qに比べ改善

% YoY	23.3 Q1	23.3 Q2	23.3 上期
	実績	実績	実績
売上高	-4.1	7	1.5
売上総利益	-6.1	2.3	-1.8
販管費	6.4	9.1	7.8
営業利益	-34.6	-13.2	-23.8
当期純利益	-38.5	-17.3	-27.8



23/3上半期業績概要および下半期・通期会社予想

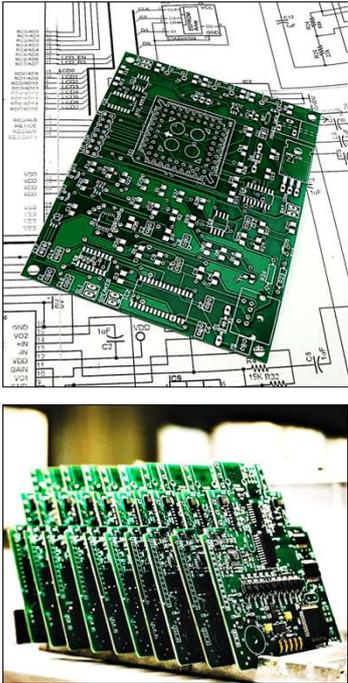
百万円、%	22.3 上期	22.3 下期	22.3 通期	23.3 上期	YoY	23.3 下期	YoY	23.3 通期	YoY
[J-GAAP]	実績	実績	実績	実績	%	会予	%	会予	%
売上高	933	1,000	1,933	947	1.5	1,184	18.4	2,131	10.3
売上総利益	322	339	660	316	(1.8)	414	22.3	730	10.5
販管費	224	239	463	241	7.8	287	20.1	528	14.1
営業利益	98	100	198	75	(23.8)	127	27.4	202	2.1
当期純利益	68	69	137	49	(27.8)	93	34.4	142	3.4

出所：同社決算短信よりSIR作成。百万円以下四捨五入

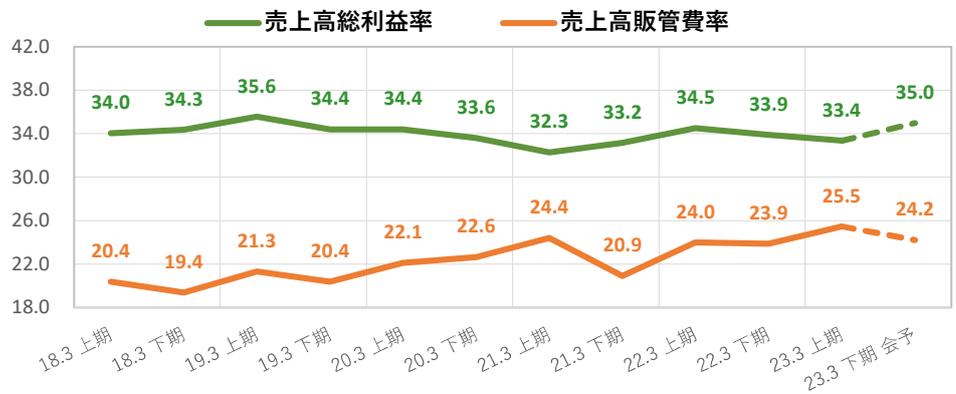
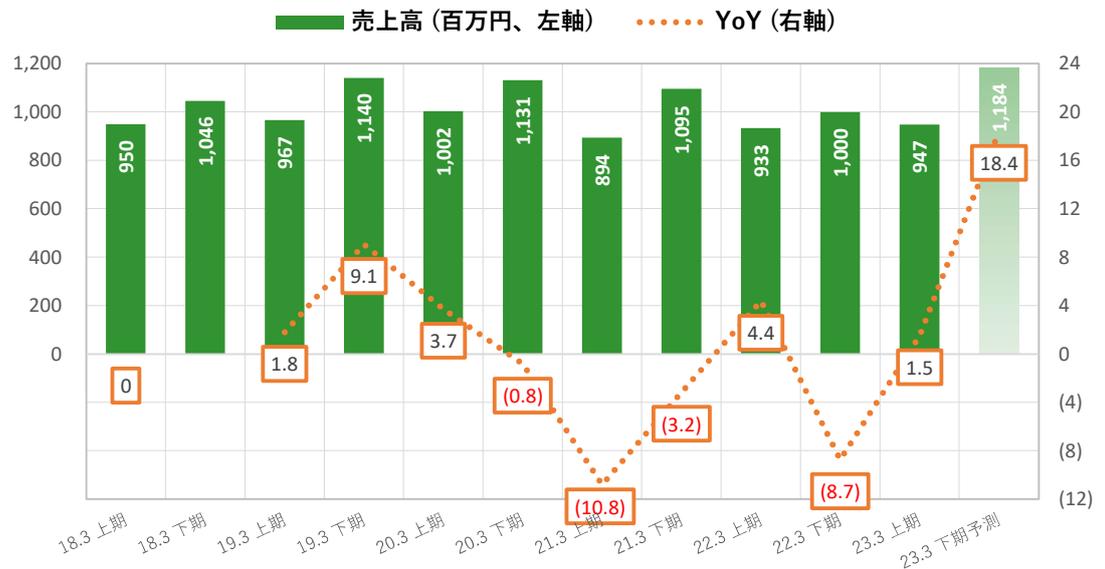
23/3 上期・下期 進捗率及び利益率

通期進捗・利益率	上期進捗率		下期進捗率		上期利益率		下期利益率	
売上高比率	5年平均	22.9 実績	5年平均	23.3 会予	5年平均	22.9 実績	5年平均	23.3 会予
売上高	46.7%	44.5%	53.3%	55.5%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
売上総利益	47.0%	43.3%	53.0%	56.7%	34.2%	33.4%	33.9%	35.0%
販管費	47.8%	45.7%	52.2%	54.3%	22.4%	25.5%	21.4%	24.2%
営業利益	45.4%	37.0%	54.6%	63.0%	11.8%	7.9%	12.5%	10.8%
当期純利益	48.9%	34.8%	51.1%	65.2%	8.7%	5.2%	8.0%	7.8%

出所：同社決算短信よりSIR作成



▶ SIRは通期は会社予想に若干未達となる可能性があるが見るが、それによりバリュエーション調整した水準は、過去平均と比べて大幅にディスカウントされている（11頁の図及びコメント参照）。下図に示すように、営業利益は上期に底入れしたようである。2024/3期は、半導体と電子部品の供給不足が発生して3年目となり、サプライチェーンは正常化に向かう見込みであることから、SIRは利益、株価の下方リスクは緩和されていると見る。



出所：同社決算短信および決算説明会資料よりSIR作成

JPCA 国内電子回路基板生産動向 (経済産業省機械統計より)

生産量	2018年		2019年		2020年		2021年		2022年(1-10月)	
	千㎡	YoY	千㎡	YoY	千㎡	YoY	千㎡	YoY	千㎡	YoY
電子回路基板	14,487	-1.0	12,436	-14.2	10,790	-13.2	12,109	12.2	9,537	-5.2
リジットプリント配線板	10,412	2.2	9,437	-9.4	8,597	-8.9	9,725	13.1	7,670	-4.7
片面プリント配線板	1,733	-1.1	1,538	-11.2	1,356	-11.8	1,574	16.1	1,240	-4.6
両面プリント配線板	4,578	1.7	4,073	-11.0	3,670	-9.9	4,045	10.2	3,156	-6.1
多層プリント配線板(4層)	2,189	7.0	2,073	-5.3	1,845	-11.0	2,125	15.2	1,747	-0.4
多層プリント配線板(6~8層)	909	4.1	908	-0.1	840	-7.5	957	13.8	740	-5.9
多層プリント配線板(10層以上)	118	3.6	108	-8.8	103	-4.9	120	16.5	104	5.0
ビルドアップ多層配線板	885	-2.3	738	-16.6	782	6.1	904	15.5	684	-8.3
フレキシブルプリント配線板	3,204	-11.1	2,150	-32.9	1,513	-29.6	1,610	6.4	1,267	-7.9
片面フレキシブル配線板	939	-9.9	744	-20.8	647	-13.1	679	4.9	467	-21.6
両面・多層フレキシブル配線板	2,265	-11.6	1,406	-37.9	866	-38.4	931	7.5	801	2.6
モジュール基板	872	4.3	848	-2.7	680	-19.9	773	13.8	599	-6.4
リジット系モジュール基板	478	-3.9	411	-14.1	400	-2.8	444	11.2	365	-0.2
その他のモジュール基板	394	16.3	437	11.1	280	-36.0	329	17.5	234	-14.6
電子回路実装基板	6,632,237	8.0	7,616,758	14.8	14,283,579	87.5	14,852,877	4.0	12,701,113	2.2
プリント配線実装基板	6,104,384	1.3	6,434,177	5.4	10,800,823	67.9	11,084,450	2.6	9,200,473	-0.8
モジュール実装基板	527,853	348.6	1,182,581	124.0	3,482,756	194.5	3,768,427	8.2	3,500,640	11.3

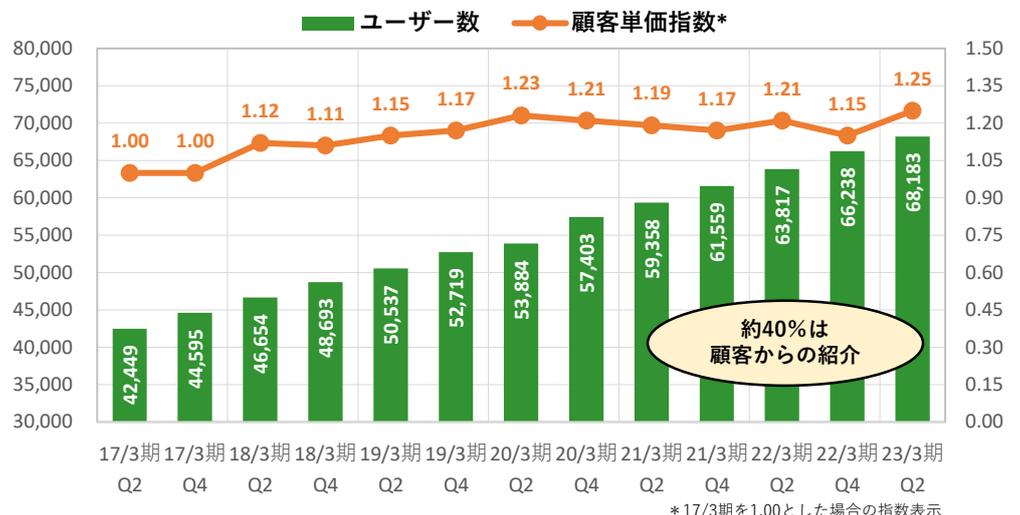
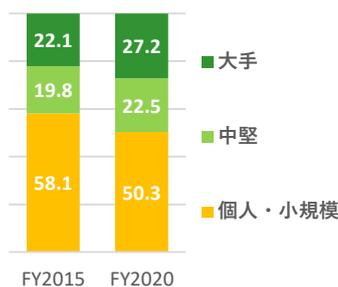
生産量	2018年		2019年		2020年		2021年		2022年(1-10月)	
	百万円	YoY	百万円	YoY	百万円	YoY	百万円	YoY	百万円	YoY
電子回路基板	477,130	2.3	443,827	-7.0	486,867	9.7	648,280	33.2	583,185	10.6
リジットプリント配線板	319,107	5.8	298,351	-6.5	333,442	11.8	412,895	23.8	364,283	8.9
片面プリント配線板	9,203	1.8	8,383	-8.9	7,258	-13.4	9,086	25.2	7,643	2.5
両面プリント配線板	77,875	12.5	66,028	-15.2	62,986	-4.6	72,180	14.6	65,074	9.9
多層プリント配線板(4層)	56,082	8.8	51,997	-7.3	53,357	2.6	63,561	19.1	60,253	16.7
多層プリント配線板(6~8層)	63,904	4.8	61,394	-3.9	60,370	-1.7	70,398	16.6	64,717	13.9
多層プリント配線板(10層以上)	22,272	10.8	20,268	-9.0	23,556	16.2	26,667	13.2	24,650	11.1
ビルドアップ多層配線板	89,771	-0.9	90,281	0.6	125,915	39.5	171,003	35.8	141,946	3.5
フレキシブルプリント配線板	50,639	-13.6	37,042	-26.9	27,374	-26.1	31,462	14.9	25,088	-1.4
片面フレキシブル配線板	10,658	-8.1	9,381	-12.0	7,274	-22.5	8,029	10.4	5,247	-24.0
両面・多層フレキシブル配線板	39,981	-15.0	27,661	-30.8	20,100	-27.3	23,433	16.6	19,841	7.0
モジュール基板	107,384	0.9	108,434	1.0	126,051	16.2	203,923	61.8	193,814	15.7
リジット系モジュール基板	100,064	0.8	99,270	-0.8	120,187	21.1	198,342	65.0	189,078	16.1
その他のモジュール基板	7,320	2.5	9,164	25.2	5,864	-36.0	5,581	-4.8	4,736	3.1
電子回路実装基板	137,157	3.4	141,239	3.0	273,543	93.7	271,120	-0.9	217,869	-2.5
プリント配線実装基板	103,187	-5.2	101,537	-1.6	144,237	42.1	149,732	3.8	128,137	4.4
モジュール実装基板	33,970	42.2	39,702	16.9	129,306	225.7	121,388	-6.1	89,732	-10.9

出所：JPCA「電子回路基板生産動向」(JPCAが経産省「機械統計月報」に基づきまとめたもの)よりSIR作成
JPCA(一般社団法人日本電子回路工業会)



ピーバンドットコムのユーザー数と顧客単価の推移

顧客規模別売上構成に占める
大手・中堅企業の割合が拡大

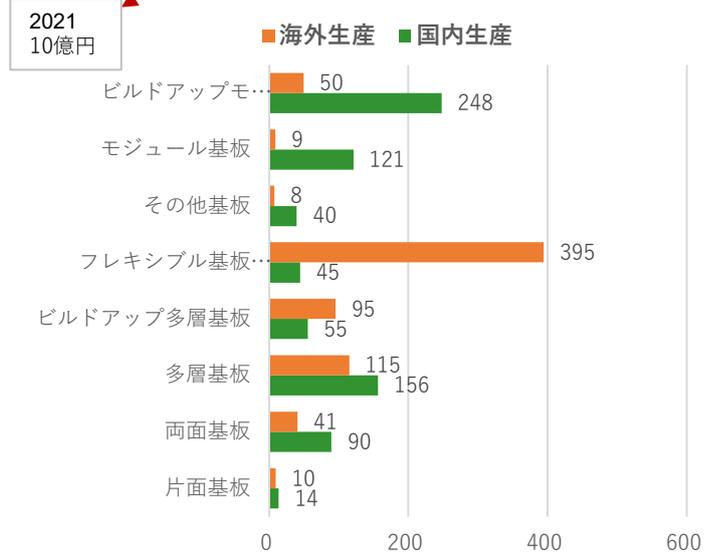
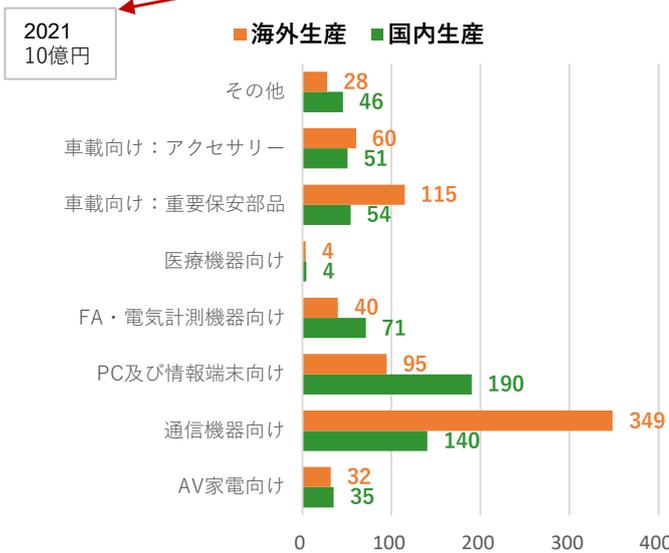


電子回路基板における日系企業の国内生産と海外生産（10億円）

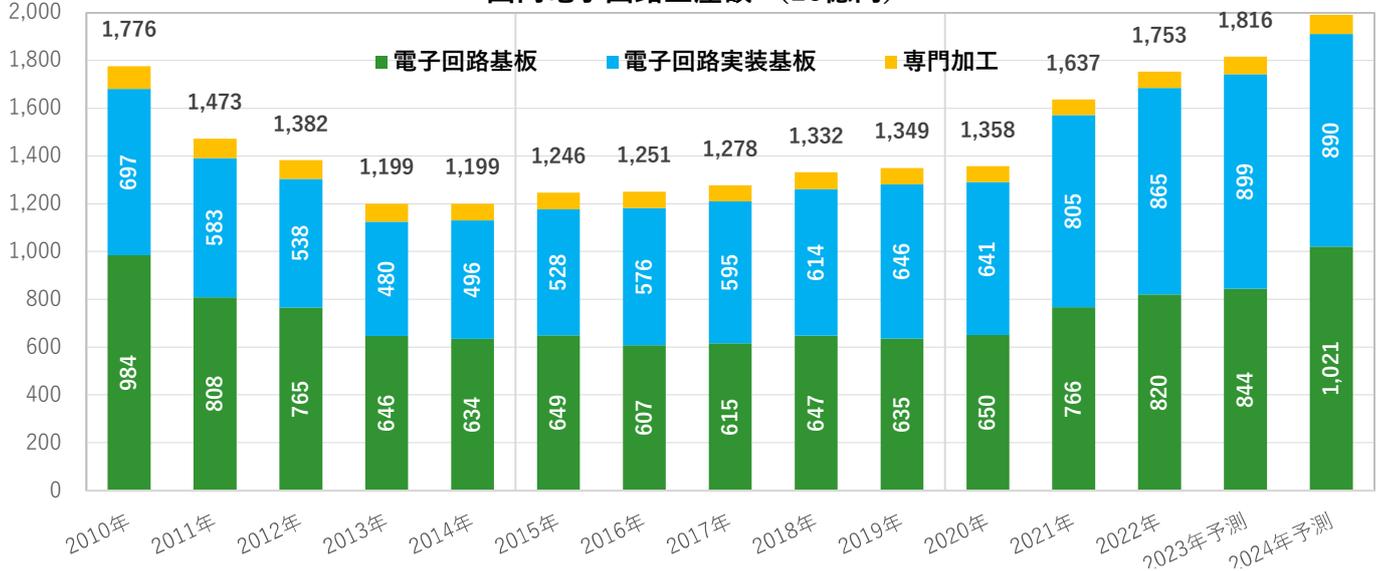


電子回路基板の生産量（用途別）

電子回路基板の生産量（品種別）



国内電子回路生産額（10億円）



出所：2022年版・日本の電子回路産業（日本電子回路工業会-JPCA）よりSIR作成。JPCAによる推計。



リファレンス
事業概要

PC製造・組立のB2Bワンストップソリューションプラットフォーム

同社は2022年4月に創業20周年を迎えた。また2023年4月にはプリント基板オンラインソリューションのパイオニアであるPCBの設計・サイト「P板.com」の本格的な立ち上げから運営開始20周年を迎える。B2Bプラットフォームは、間接コストを削減（自社受発注システムにより省人化）し、①同品質の商品・サービスを競争力ある価格で提供、②独自の付加価値やユーザーフレンドリーな無料サービスによって顧客満足度を高め、リピート顧客層や独自のサプライチェーンを構築し、先駆者として事実上の標準となったことである。

同社は「開発環境をイノベーションする」をミッションに掲げ、「誰でも簡単にアイデアを具現化できるサービスの提供 - GUGENプラットフォームの構築」をビジョンに掲げている。下図の赤い線で囲まれた部分が同社の主なサービス領域であり、GUGENとは「具現」を意味している。



出所: IR決算説明会資料

プリント基板の設計サービス
(無料CAD提供サービス含む)

電子回路図からプリント基板のレイアウトデータを設計

回路図データから、基板製造用データを作成。

プリント基板の製造サービス

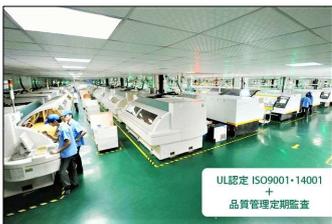
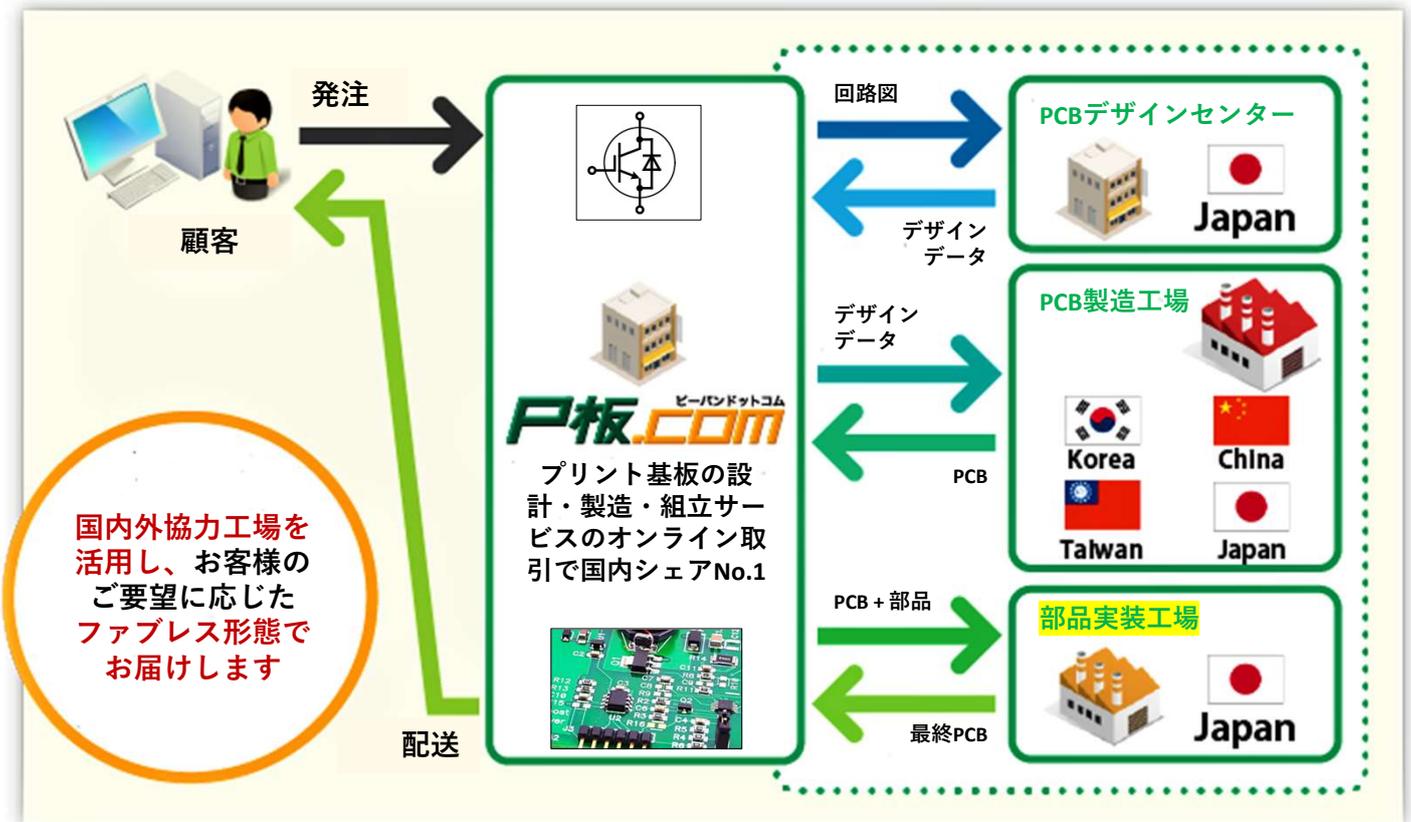
基板から不要な銅を除去し、データ通りの基板製造

基板製造用データを元にプリント基板を製造。

プリント基板への部品実装サービス
(部品調達サービス・無料部品提供サービス含む)

基板上に電子部品を実装
人手と機械実装による

プリント基板に電子部品をはんだ付け。



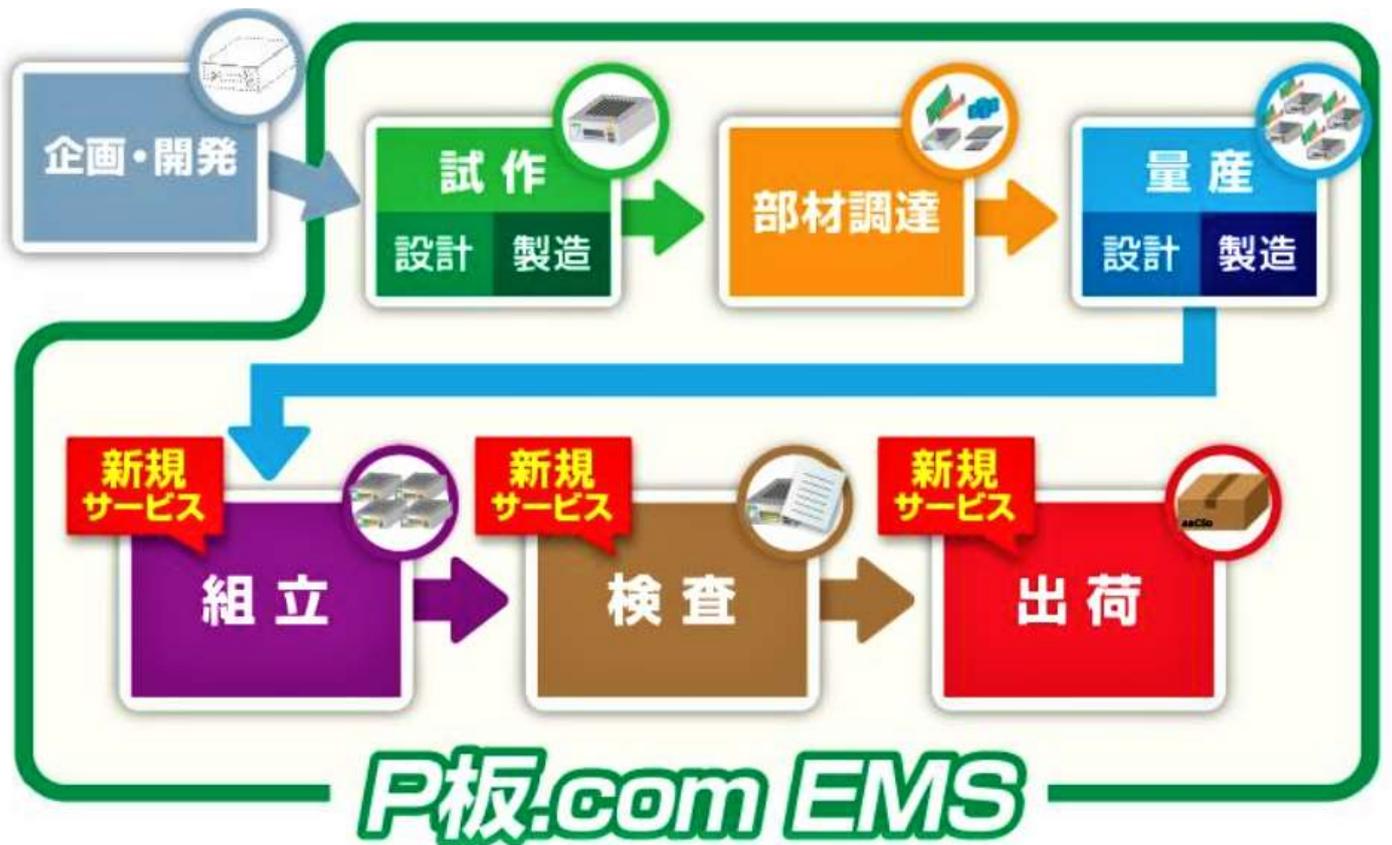
プリント基板設計・製造・組立のオンラインサービスで国内シェアNo.1

当社によると、電子機器の新興開発企業にとって最大のボトルネックは、プリント基板の製造にかかる初期コストの高さである。ピーバンドットコムは、異種面付工法により材料を効率的に使用することで、「初期費用完全無料」を実現している。また、ユーザーが希望条件をクリックすると、即座に見積金額と納期を回答する業界初の「1-Click見積」を導入していることも大きな特徴である。国内外の提携プリント基板工場は、特注仕様やUL認証など、顧客要求に対応する工場を選定しており、同社はISO9001に準拠した品質管理体制と、定期的な監査を実施し品質向上に努めている。また、国際規格であるJPCAやIPCに準拠した独自の規格をホームページで公開している。製造前には、日本本社と各工場の専門スタッフによる設計データのダブルチェックを入念に行うことで後々の不具合を未然に防いでおり、顧客からも高い評価を得ている。また、量産体制と高度なスペックに対応できるため、この点を重視する大企業や官公庁、有名大学などからの引き合いも増加している。

ピーバンドットコムの強み

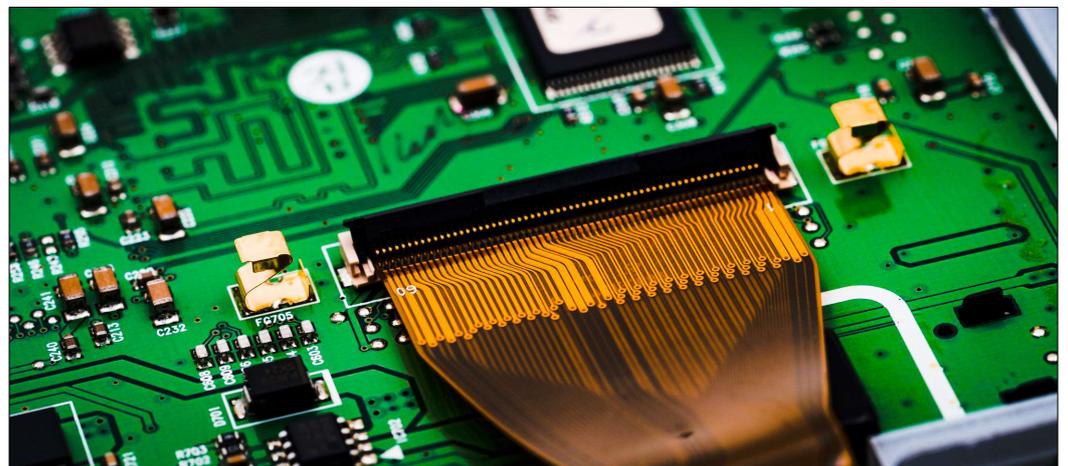
- ① ニッチトップ：ベンチャー企業向け試作プリント基板で圧倒的なシェアを誇る
- ② 利便性：24時間365日、いつでも注文可能
- ③ 信頼性：99%の納期遵守率を維持
- ④ 高品質：ISO9001認証^{*1}に裏打ちされた高品質な製品とサービス
- ⑤ 複数の選択肢：次世代5G/IoT/EV等に対応可能なリジッド基板、フレキシブル基板、金属放熱基板、ハーネス、筐体等を扱う。
- ⑥ 高収益：ファブレス経営による高い資本収益率
- ⑦ 顧客基盤：26,300社との取引実績

*1：ピーバンドットコムの取得



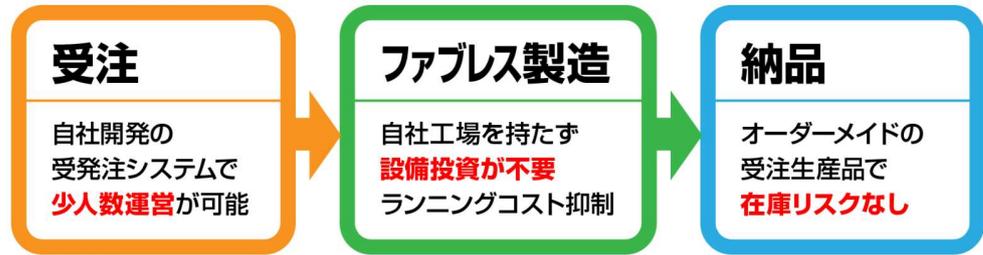
2019年12月よりEMS（電子機器受託生産サービス）事業を開始

EMS事業は、主力事業であるプリント基板サービスにおける独自のサプライチェーンと、26,300社の独自のユーザーデータベースを活用した同社の重要な成長施策に位置づけられ、同事業はIoT関連機器に特化したサービスを提供している。複数の需要拡大要因が重なることでもたらされる成長機会には、経済全体にわたるDXの取り組み（RPA/AI、スマートファクトリー、スマートロジスティクス、クラウド、ビッグデータ等）、世界的な5Gサービスの展開、コネクテッドIoTデバイスの急増、EV新モデルの世界展開、コネクテッドカー、ADASなどが含まれる。世界的な半導体チップと主要コンポーネント不足による逆風は続いており、今期の収益の大きな重しとなっている。サプライチェーンが正常化に向かう中、需要拡大局面を迎えたEMSが飛躍し、新たな収益拡大の源泉となることが重要である。

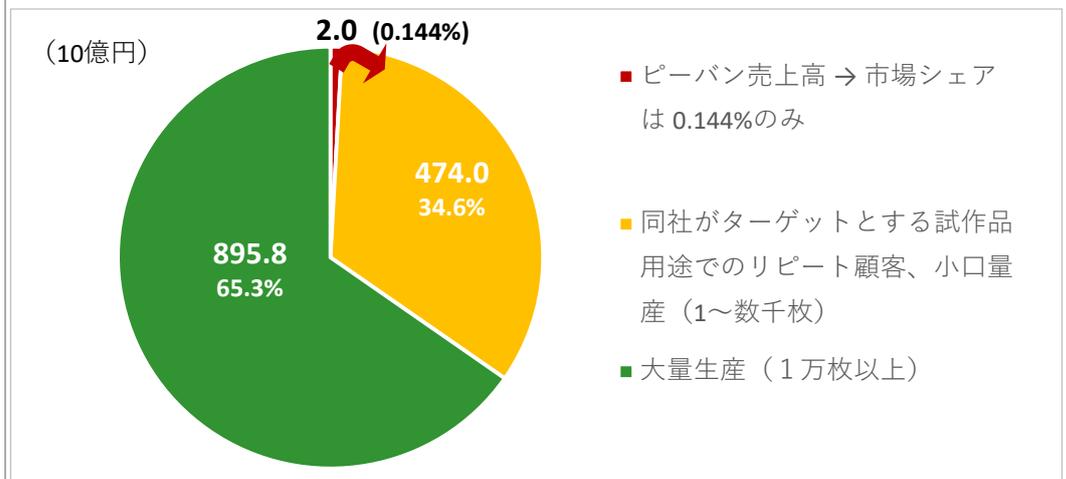




ファブレスB2B電子商取引プラットフォームは高い利益率をもたらす



ターゲット市場（黄色部分）に占めるピーバンドットコムの割合は現在僅か0.42%
→ S試作・産機向け少量・生産リピート



出所: 同社IR上期決算説明会資料よりSIR作成
2020年電子回路基板、電子回路実装基板の国内市場規模 (10億円)

新中期経営計画 (MTP) ステージ1:
次のステージに向けて、主に既存事業を拡大・強化

PCB事業の拡大

- 中小企業向け試作基板Eコマース商社というイメージからの脱却
 - 1) 競争力ある試作基板分野での中堅・大手企業の受注拡大 (次頁上部の例参照)
 - 2) きめ細やかなサービス提供し、複数サービスの利用による顧客単価の増加
- ターゲット顧客に対する訴求力を高め、シェアを拡大
- AI分析によるビッグデータの活用を最大化

EMS事業の強化

- プリント基板事業に次ぐ事業とする
- エンジニアリングネットワーク (開発、部品調達、量産機能) の強化
- ハードウェア・スタートアップとの相互成長モデルの構築

第3の事業の模索と基盤整備

- データ管理や部品在庫管理など、作業負荷の高い業務をシステムソリューションでサポートする事業

次世代基板の製造サービスを開始

<p>2019年7月サービスリリース</p> <p>LED照明、自動車 etc... 高放熱・大電流に対応</p> <p>メタル 放熱基板</p> <p>製造サービス</p> <p>アルミ 銅 対応</p>	<p>2019年9月サービスリリース</p> <p>5G基地局向け基板 レーダーなど高速キガ帯通信用途</p> <p>高多層 基板</p> <p>製造サービス 最大100層まで</p>	<p>2021年1月サービスリリース</p> <p>IoT関連機器など 高機能かつ小型デバイス向け</p> <p>多層 フレキシブル 基板</p> <p>3,4層を1-Click見積り</p>
--	---	---

LED照明、自動車など 高放熱・大電流に対応。
メタル放熱基板製造サービス (アルミ、銅)

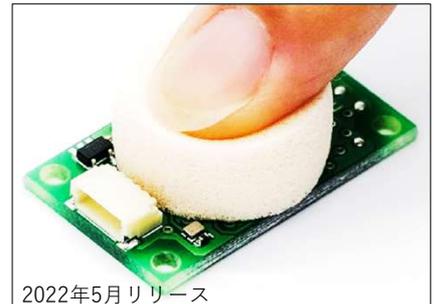
5G基地局用サブストレート 高速GHz帯通信用途
高多層基板製造サービス (最大100層まで)

IoT関連機器など 高性能・小型デバイス向け
多層フレキシブル基板製造サービス (3、4層は1-Click見積り対応)

特殊技術を保有する有望なスタートアップ企業と連携し、最先端の新サービスに着手



2022年4月リリース
AGV（無人搬送車）、搬送機器など産機向け
ワイヤレス給電導入サービス

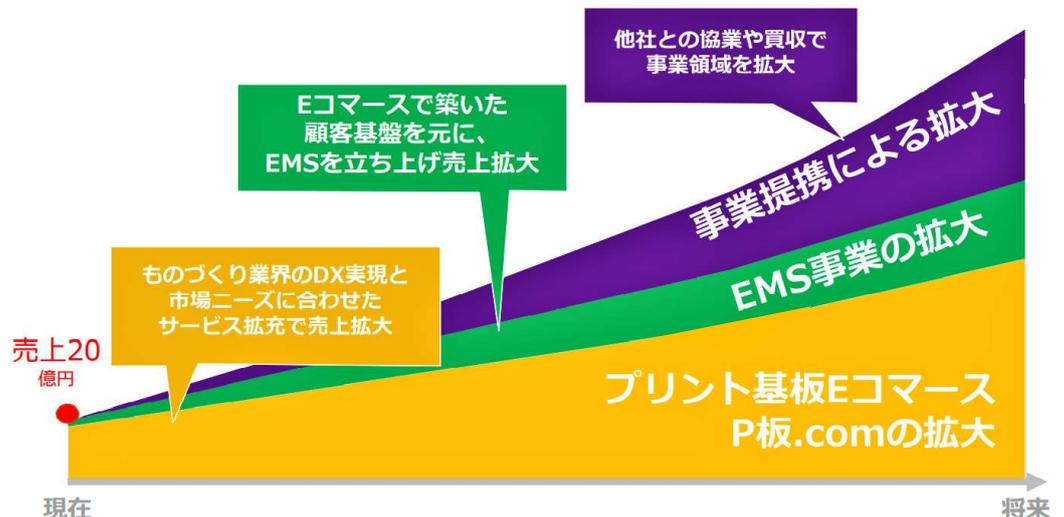


2022年5月リリース
形の変化を三次元で計測可能、触った感覚をデジタル化
触覚センサ導入サービス

長期成長ビジョン



田坂 正樹氏
(創業者、代表取締役社長)





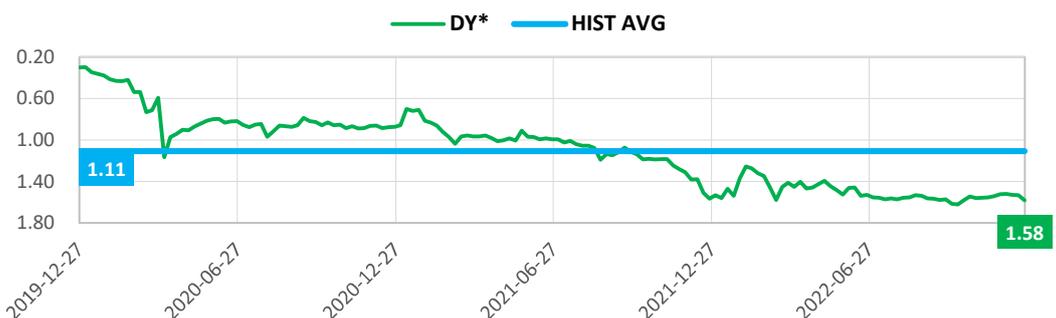
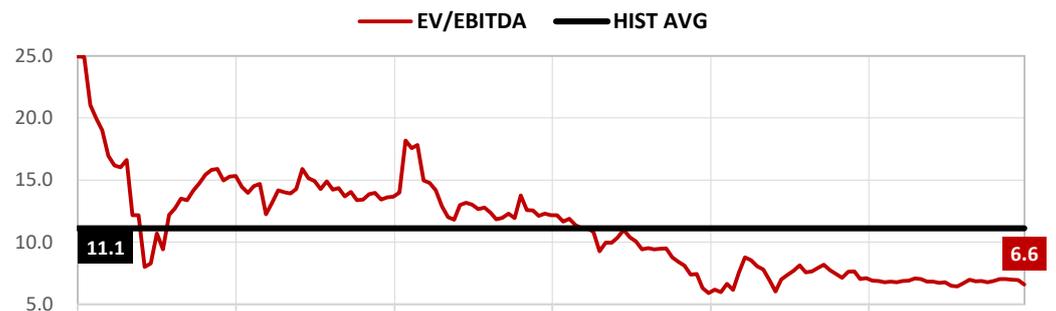
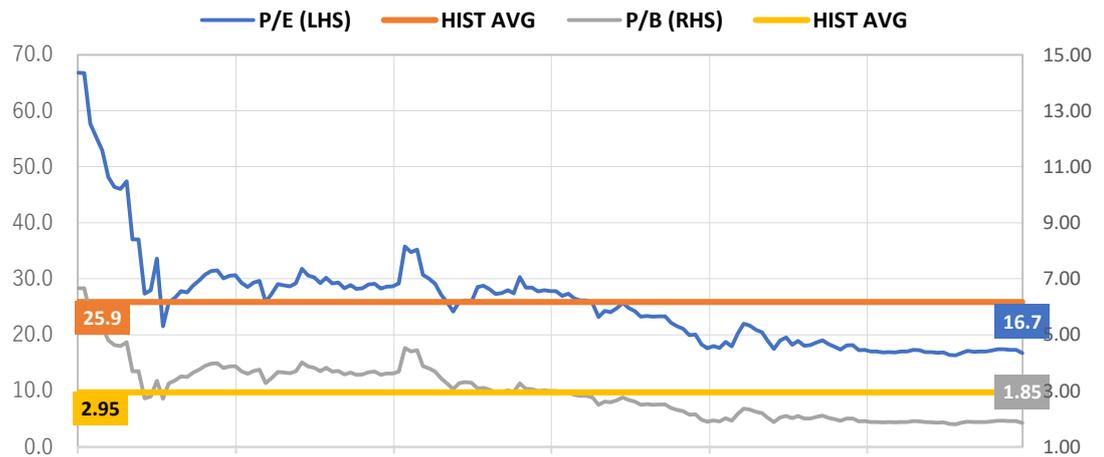
株価とバリュエーション:
SESSAスマートチャート

- ✓ 株価は大幅に下落しており、現在はPERが過去の平均値から35%、PBRは37%、EV/EBITDAは40%ディスカウントして取引されている。
- ✓ 2-3頁で説明したSIRの分析が正しく、通期業績が予想に対して若干未達であったとしても、バリュエーション調整した水準は依然として2桁ディスカウントされている。
- ✓ 23/3期の年間配当は未だ決まっていないが、前期と同じ1株当たり8円の配当と仮定した配当利回りは、過去平均に対して43%のプレミアムが乗る。



Analyst's View

SESSAスマートチャート: 3年週足株価・バリュエーション推移



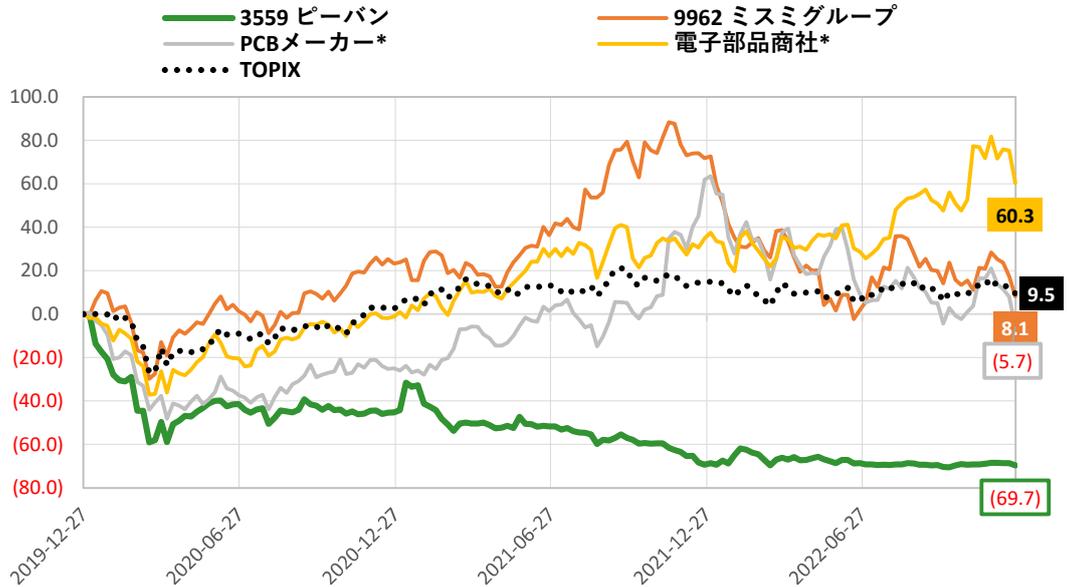
出所: 過去のSPEEDA収益データ及び価格データよりSIR作成。
バリュエーションは会社予想に基づき算出。



3年間の週次相対業績推移

世界的な半導体と電子部品不足による勝者と敗者

- ✓ SIRは比較のために2種類の時価総額加重インデックスを作成した:右図の脚注に記載したように、PCB 専業メーカーと半導体/電子部品商社となる。
- ✓ 特に電子部品商社は、強固に構築されたサプライチェーンと単価上昇による恩恵を享受している。薄利のPCBメーカーでさえ、新型コロナによる在宅特需などの利益を享受した。
- ✓ 試作、少量生産に注力しているピーバンは、部品が不足する時期は不利になり、2021年と2022年の収益に大きな重しとなった。部品不足は解消し始めており、収益は来期から回復する見込みである。



出所：SPEEDAデータよりSIR作成。*時価総額加重平均型株価指数: PCBメーカー = 6787 メイコー, 6958 日本シイエムケイ, 6881 キョウデン, 6658 シライ電子および 6837 京写。電子部品商社 = 3132 マクニカホールディングスおよび 8154 加賀電子

ピーバンドットコムの株主還元策

第1次中期経営計画では、成長基盤の強化に向けて成長投資を優先する。ただし、無借金で自己資本比率は80%超と、バランスシートは健全であることから、会社側は株主還元額と同程度のキャッシュフローを十分に確保できると自信を示している。

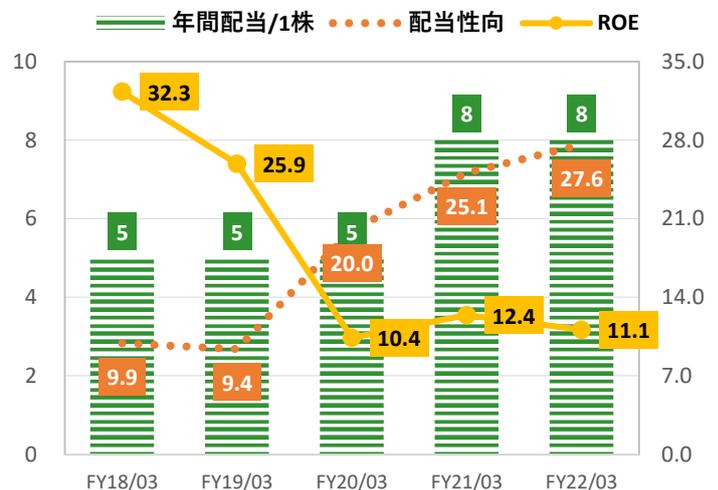
2022年8月には最大5.15%の自社株買いプログラムを発表した。現在までの進捗状況は左下図に示す。2023/3期の配当金の支払額は3,760万円となった。年間配当は未だ決まっていないが、**自社株買いを含む23/3期の総還元性向は100%を超える可能性がある**（右下図チャート）。

自己株式の取得状況 (2022.08.15~2023.03.31)

月	株式数	取得金額 (円)	平均取得価格
2022.08	26,700	13,711,700	513.5
2022.09	37,400	19,071,900	509.9
2022.10	48,100	24,294,700	505.1
2022.11	34,000	17,648,400	519.1
年初来	146,200	74,726,700	511.1
2022.12			
2023.01			
2023.02			
2023.03			
最大	250,000	150,000,000	600.0
進捗	58.5%	49.8%	

出所：同社月次プレスリリースよりSIR作成

株主還元動向



ディスクレイマー／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や分析は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



SESSAパートナーズ株式会社

東京都港区麻布十番2-8-14 i-o Azabu 5a
info@sessapartners.co.jp